



---

**UNIVERSITÀ  
DEGLI STUDI  
DI BRESCIA**

**DOTTORATO DI RICERCA IN BUSINESS & LAW ISTITUZIONI E IMPRESA: VALORE, REGOLE E  
RESPONSABILITÀ SOCIALE**

S.S.D.: IUS/04

CICLO  
XXXIII

**GLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI NELL'IMPRESA BANCARIA:  
INDAGINE SULLA REGOLAMENTAZIONE PATRIMONIALE EUROPEA E  
NAZIONALE**

*Tesi di dottorato di:*  
NICCOLÒ GIUSEPPE  
CIRILLO  
f.to digitalmente ex art. 24 D.Lgs.  
82/05

**RELATORI**

Ch. Prof. LUIGI ARDIZZONE  
f.to digitalmente ex art. 24 D.Lgs. 82/05

Ch. Prof. MAURIZIO ONZA  
f.to digitalmente ex art. 24 D.Lgs. 82/05



**NOTE:**

**RESPONSABILITÀ**

Le opinioni espresse nel presente lavoro sono esclusivamente riconducibili alla responsabilità dell'autore e non riflettono necessariamente la posizione e il pensiero dell'*European Banking Authority* e/o della *Bank of England*, né impegnano la responsabilità delle suddette Istituzioni.



«Our comforting conviction that the world makes sense rests on a secure foundation:  
our almost unlimited ability to ignore our ignorance»

«The idea that the future is unpredictable is undermined every day by the ease with which  
the past is explained»  
(D. KAHNEMAN, *Thinking fast and slow*, 2011)

«L'inutile impresa di chi tenta di rinchiudere il tutto in qualche niente,  
che si rivela solo perché si sente»  
(E. MONTALE, *Janfrè*, 1973)

«Ci sono più cose in cielo e in terra, Orazio, di quante tu ne possa sognare nella tua filosofia»  
(W. SHAKESPEARE, *Amleto*, 1600-1602)

«Detesto la gente che costruisce rapidamente sistemi,  
e baderò che il mio non si chiuda mai del tutto»  
(E. CANETTI, *La provincia dell'uomo*, appunto del 1947)

«Ci sono uomini che ancora credono nell'armonia delle cose (armonia costruita dalla sapienza di una divinità  
o dalla terrena perizia dei legislatori) e rifiutano di vedere la realtà come un intricato e buio groviglio.  
E ci sono uomini invece che scorgono tutto intorno i "frantumi del mondo", e si piegano su di essi,  
e li interrogano, e cercano così di assolvere l'umile ed umano dovere del capire»  
(N. IRTI, *L'età della decodificazione*, 1979)

«Abi Gezunt»  
(Proverbio Yiddish)



## INDICE-SOMMARIO

<b>Introduzione. Piano dell'elaborato e ragioni dell'indagine .....</b>	<b>12</b>
---	-----------

### CAPITOLO I

#### DEBITO E ATTIVITÀ BANCARIA: PROFILI DI DIRITTO DELL'IMPRESA

1. Attività bancaria: rilevanza del debito e fragilità strutturale. ....	28
2. Debito e attività bancaria: centralità “sistemica” e interconnessioni.....	34
3. Attività bancaria e crisi finanziaria globale: emersione delle vulnerabilità e delle patologie del sistema bancario. Spunti sistematici per una sua regolamentazione. ....	39
4. Un'introduzione al prosieguo del Capitolo: su (a) gli approdi della regolamentazione bancaria e le ripercussioni sull'organizzazione dell'impresa bancaria; (b) la posizione nell'organizzazione dei titolari di pretese residuali e pretese fisse; e (c) l'emersione di principi rilevanti per il seguito della trattazione, ma con la necessità di estendere l'indagine alla regolamentazione dell'organizzazione patrimoniale dell'ente bancario. ....	49
4.1. A) Sulla stabilità finanziaria come linea guida/obiettivo della regolamentazione bancaria e prime considerazioni sulle ricadute di tale paradigma sulle posizioni di azionisti e creditori bancari. ....	51
4.2. B) Sulla necessità di garantire la stabilità finanziaria tramite un approccio – regolamentare e di vigilanza – c.d. macroprudenziale. ....	56
5. Ricadute in punto di organizzazione societaria: verso un appiattimento e “omogeneizzazione” delle posizioni sociali e creditizie (rispetto al <i>proprium</i> della fattispecie azionaria ordinaria)? Un'introduzione... 64	
5.1. A) Tesi che sostengono un ridimensionamento della proprietà azionaria nella società bancaria, subordinata e conformata vuoi al perseguimento di obiettivi di interesse generale, vuoi – il che è lo stesso – a esigenze di stabilità del sistema finanziario. Su alcune considerazioni critiche. ....	69
5.2. B) Tesi che a vario titolo (vuoi valorizzando il ruolo del debito nell'attività bancaria, vuoi il raggiungimento, in punto di disciplina, di una sostanziale equiparazione tra azionisti e obbligazionisti bancari) teorizzano l'esigenza di modificare i tradizionali paradigmi di governo societario, preferendovi forme di “compartecipazione” creditoria.....	74

5.3. C) Tesi che, valorizzando il profilo della “sana e prudente gestione”, sostengono la necessità di arricchire la gamma degli interessi che gli amministratori di società bancaria devono perseguire (in particolare, quelli dei “debt-holders”). Cenni sui risvolti sugli assetti di governo societario. ....	77
6. Conclusioni: verso il venir meno delle differenze qualitative tra soci e creditori di società bancaria? E quali conseguenze per i titolari di pretese di rischio ma formalmente non di capitale ( <i>i.e.</i> strumenti finanziari partecipativi)? Sulla necessità di volgere l’indagine alla regolamentazione della struttura patrimoniale della società azionaria bancaria. ....	81

## CAPITOLO II

### LA STRUTTURA PATRIMONIALE E FINANZIARIA DELL’IMPRESA BANCARIA: LA REGOLAMENTAZIONE (E LA PROSPETTIVA) INTERNAZIONALE ED EUROPEA

#### SEZIONE PRIMA

*La capitalizzazione bancaria nella regolamentazione internazionale ed europea. Delimitazione del campo di indagine: il capitale regolamentare (o patrimonio di vigilanza) come tecnica di selezione di valori funzionali a garantire la solida e stabile patrimonializzazione dell’ente bancario (in particolare, ma non solo, permettendo un pronto assorbimento delle perdite correnti ovvero un ordinato svolgimento della liquidazione dell’ente). Sull’indifferenza, per la perimetrazione e composizione dell’aggregato in esame, delle qualificazioni formali degli apporti e dei titoli di raccolta della provvista, in luogo di criteri sostanzialistici.*

1. I «fondi propri» delle banche nella letteratura economica e giuridica: funzione di assorbimento delle perdite e selezione di valori secondo un’ottica macroprudenziale. ....	88
2. Lo sviluppo del requisito di fondi propri nella regolamentazione bancaria internazionale ed europea: le tappe principali. ....	93
2.1. Struttura e caratteristiche sistematiche dell’Accordo di Basilea I. ....	95
2.2. Processo di trasposizione dell’Accordo di Basilea I nella legislazione europea. Le Direttive 89/299/CEE e 89/647/CEE. ....	101
2.3. Struttura e caratteristiche sistematiche dell’Accordo di Basilea II. ....	103
2.4. Processo di trasposizione nella legislazione europea dell’Accordo di Basilea II. La Direttiva 2009/111/CE e le <i>Guidelines</i> del CEBS: approccio funzionale all’individuazione delle caratteristiche qualitative degli elementi di fondi propri ed espansione del perimetro del patrimonio di vigilanza. ....	108
3. I punti deboli e le vulnerabilità della regolamentazione patrimoniale pre-crisi: il “ruolo” della crisi finanziaria globale. ....	115



4.	Le risposte fornite dal sistema di Basilea III. ....	119
4.1.	A) “More and better capital”: una maggiore qualità (intesa come maggiore capacità di assorbimento delle perdite) e quantità del capitale bancario, secondo una prospettiva funzionale.....	120
4.2.	B) L’introduzione di requisiti patrimoniali addizionali macroprudenziali e anticiclici. ....	125
4.3.	C) L’introduzione di un requisito patrimoniale aggiuntivo per le istituzioni di rilevanza sistemica globale (“higher loss absorbency requirement for G-SIBs”) e nazionale (“higher loss absorbency requirement for D-SIBs”). ....	127
4.4.	D) L’introduzione di un requisito di leva finanziaria. ....	128
5.	Il recepimento del sistema di Basilea III nella disciplina comunitaria: dal CRDIV <i>Package</i> del 2013 (comprensivo del CRR e della CRDIV) al recente <i>Banking Reform Package</i> del 2019 (comprensivo del CRR II e della CRDV). Uno sguardo d’insieme alla organizzazione patrimoniale bancaria nella prospettiva europea. ....	128
5.1.	Ambito operativo della regolamentazione patrimoniale europea: la dimensione applicativa ( <i>cenni</i> ). ....	133
5.2.	Profili quantitativi della regolamentazione patrimoniale europea: A) il requisito di Primo Pilastro e sua composizione. ....	134
5.3.	( <i>Segue</i> ). B) il requisito di Secondo Pilastro (e il <i>Pillar 2 Guidance</i> ) e le conseguenze della violazione del <i>Total SREP Capital Requirement</i> . ....	139
5.4.	( <i>Segue</i> ). C) il requisito complessivo di riserva di capitale e le conseguenze della sua violazione. . . . .	142
5.5.	( <i>Segue</i> ). D) il requisito di leva finanziaria. ....	147
5.6.	( <i>Segue</i> ). Interrelazioni e “stacking order” dei requisiti di patrimonializzazione. ....	148
5.7.	Profili qualitativi della patrimonializzazione bancaria europea: eleggibilità degli strumenti finanziari di raccolta nelle classi del capitale regolamentare. Le classi come strumenti di individuazione di discipline conformate a una predeterminata funzione. ....	151
5.8.	( <i>Segue</i> ). Strumenti di raccolta di CET1. Alcuni cenni sul tema del (a) “contagio” tra strumenti di raccolta computati nel capitale regolamentare e strumenti non computati nel medesimo (anche a seguito del nuovo art. 48, paragrafo 7, BRRD) e delle (b) regole distributive di allocazione delle perdite tra strumenti di CET1 e altri strumenti di capitale regolamentare. ....	154
5.9.	( <i>Segue</i> ). Strumenti di raccolta di AT1. ....	164
5.10.	( <i>Segue</i> ). Strumenti di raccolta di Tier 2. ....	175
6.	Requisiti patrimoniali prudenziali e discipline societarie (nazionali): quali rapporti? Alcune divagazioni sulla logica dei “microsistemi normativi” e attività ermeneutica. ( <i>rinvio</i> ). ....	179

## SEZIONE SECONDA

*La Total Loss Absorbing Capacity bancaria nella regolamentazione internazionale ed europea. Delimitazione del campo di indagine: gli aggregati MREL-TLAC come tecniche di selezione di valori funzionali a garantire la solida e stabile patrimonializzazione dell'ente bancario (in particolare permettendo un ordinato svolgimento della risoluzione/liquidazione dell'ente). Sull'indifferenza per la perimetrazione e composizione degli aggregati in esame delle qualificazioni formali e dei titoli degli apporti, in luogo di criteri sostanzialistici.*

7. La *Total Loss Absorbing Capacity* delle banche: sulle ragioni economiche di un requisito patrimoniale complementare agli standard di adeguatezza patrimoniale e alla tecnica del capitale regolamentare. Sul ruolo del debito come strumento di assorbimento delle perdite. .... 184
8. Il riconoscimento della *Total Loss Absorbing Capacity* bancaria nella legislazione internazionale ed europea: lo standard TLAC e il requisito MREL. .... 191
- 8.1. La regolamentazione internazionale del requisito TLAC: i *Principles on Loss-Absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution* e i *Guiding principles on the Internal Total Loss-Absorbing Capacity of G-SIBs* del *Financial Stability Board*. Sui profili (a) applicativi e distributivi; (b) quantitativi e (c) qualitativi degli elementi e del requisito TLAC. .... 191
- 8.2. La legislazione europea (*pre-Banking Reform Package*): il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili disciplinato dalla BRRD e dal Regolamento Delegato (UE) 2016/1450 della Commissione. Sui profili (a) applicativi e distributivi; (b) quantitativi e (c) qualitativi degli elementi e del requisito MREL. Alcune considerazioni sui rapporti tra i principi della concorsualità e della risoluzione. .... 202
9. Il *Banking Reform Package* del 2019 e la complessiva risistemazione della disciplina europea della *Total Loss Absorbing Capacity* bancaria: il riconoscimento di un nuovo requisito TLAC per le istituzioni sistemiche e la strutturale modifica del requisito MREL. Uno sguardo di insieme alla organizzazione patrimoniale bancaria nella prospettiva europea. .... 214
- 9.1. Ambito operativo, profili applicativi e distributivi del nuovo requisito TLAC e del riformato requisito MREL. .... 218
- 9.2. Profili quantitativi del nuovo requisito TLAC e del riformato requisito MREL. Nuove previsioni in punto di violazione del requisito MREL e modifica dello *stacking order* dei requisiti di patrimonializzazione dell'ente. .... 220
- 9.3. Profili qualitativi del nuovo requisito TLAC e del riformato requisito MREL: la nuova nozione di passività ammissibili. .... 226

## CAPITOLO III

### EMISSIONE DI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI DA PARTE DI UNA S.p.A. BANCARIA E RELATIVO TRATTAMENTO PRUDENZIALE AI SENSI DELLA REGOLAMENTAZIONE EUROPEA

#### SEZIONE PRIMA

*Gli strumenti finanziari partecipativi come strumento di patrimonializzazione della S.p.A. bancaria rilevante per le finalità prudenziali e come “luogo” di possibile recepimento dei principi dischiusi dalla regolamentazione prudenziale bancaria europea.*

1. L'elezione di strumenti di raccolta negli aggregati patrimoniali prudenziali: una questione *prima facie* “sillogistica”, di “semplice” riconduzione di alcuni frammenti della regolamentazione dello strumento alla, e confronto con la, premessa maggiore costituita dalla regolamentazione prudenziale europea. Sulla possibilità di delimitare il campo di indagine ai frammenti di disciplina delle fattispecie strumentiste concernenti i profili di: (a) disponibilità; (b) stabilità; (c) remunerazione e (d) capacità di assorbimento delle perdite della provvista raccolta. Sull'irrelevanza delle prerogative amministrative degli strumenti ai fini dell'operazione in esame – e dunque ai fini dell'indagine –. Cenni su una parziale “rivoluzione copernicana” circa il modo di impostare i rapporti che intercorrono tra diritto azionario nazionale e regolamentazione prudenziale patrimoniale europea.

..... 234

2. Ricostruzione e qualificazione della (o delle) fattispecie “strumenti finanziari” e conseguente natura della categoria “strumenti finanziari partecipativi” *ex art.* 2346, VI comma, c.c. Inessenzialità, ai fini della regolamentazione prudenziale, delle prerogative amministrative che si accompagnano agli strumenti finanziari partecipativi, ed esclusiva rilevanza della funzione patrimoniale svolta dallo strumento (*i.e.*, strumenti finanziari partecipativi come tecnica di provvista di capitale di rischio ovvero di debito). .....

237

#### SEZIONE SECONDA

*Gli strumenti finanziari partecipativi come tecnica di provvista di capitale di rischio: trattamento prudenziale.*

3. Gli strumenti finanziari partecipativi come strumenti di raccolta di fondi propri e passività ammissibili. .  
..... 251

3.1. L'elezione degli strumenti finanziari partecipativi nel CET1. .... 253

3.2. (*Segue*). Le soluzioni ermeneutiche prospettate in materia di regolamentazione del concorso tra azioni e strumenti finanziari partecipativi in punto di esposizione alle perdite dell'attività. Insostenibilità sistematica e inopportunità di alcune delle tradizionali ipotesi ricostruttive ai fini del giudizio di

conformità <i>ex art.</i> 28, paragrafo 1, lett. <i>i</i> , CRR, e valorizzazione dei principi disciusi dalla regolamentazione prudenziale bancaria europea.....	263
3.3. <i>(Segue)</i> . Sulla (im)possibilità di «replicare» integralmente nel regolamento di uno strumento finanziario partecipativo il contenuto patrimoniale dell’investimento azionario. Sulla rilevanza della tesi per la regolamentazione prudenziale, e opportunità di valorizzare i principi “sostanzialistici” disciusi dalla regolamentazione prudenziale bancaria in luogo di interpretazioni costruite attorno rilievi tecnico-formali.....	279
3.4. L’elezione degli strumenti finanziari partecipativi nel AT1.....	281
3.5. L’elezione degli strumenti finanziari partecipativi nel Tier 2. ....	288
3.6. L’elezione degli strumenti finanziari partecipativi tra gli strumenti di passività ammissibili... 291	

## SEZIONE TERZA

### *Gli strumenti finanziari partecipativi come tecnica di provvista di capitale di debito: trattamento prudenziale.*

4. Gli strumenti finanziari partecipativi come strumenti di raccolta di fondi propri e passività ammissibili..	294
4.1. L’elezione degli strumenti finanziari partecipativi nel CET1. ....	295
4.2. L’elezione degli strumenti finanziari partecipativi nel AT1.....	295
4.3. L’elezione degli strumenti finanziari partecipativi nel Tier 2. ....	299
4.4. L’elezione degli strumenti finanziari partecipativi tra gli strumenti di passività ammissibili... 299	

INDICE DELLE OPERE CITATE .....	302
---------------------------------	-----

INDICE DELLA GIURISPRUDENZA.....	322
----------------------------------	-----

INDICE DEI DOCUMENTI.....	323
---------------------------	-----

## **Introduzione. Piano dell'elaborato e ragioni dell'indagine.**

1. In termini generalissimi, l'osservazione per cui il legislatore (e il giurista) non possa(no) “ignorare la fenomenologia della realtà nel momento in cui si debba procedere alla ricostruzione del sistema normativo”<sup>1</sup>; il riconoscimento dunque della “storicità” del diritto che, per dirla con l'Ascarelli, “non può essere inteso fuori dalla storia e la sua specialità non può essere posta in relazione con immutabili esigenze tecniche, ma con lo sviluppo storico della nostra esigenza giuridica”<sup>2</sup>, sono rilievi di comune formulazione e prospettazione in ambito scientifico.

A sua volta, e sempre in termini generalissimi, la *storicità* e *peculiarità* del diritto e, quindi, dei *corpi normativi*, dovrebbe conseguentemente portare l'interprete ad accettare una prospettiva *frammentaria* del materiale giuridico che si trova a dover ordinare, ove istituti, principi e regole che pur possono avere una validità e un dominio di esistenza rispetto a talune esigenze che il legislatore intende promuovere – e interessi che intende tutelare –, non possano essere acriticamente applicati anche all'analisi di nuclei normativi diversi a cui sarebbero sottesi obiettivi altri – che allora si farebbero portatori di autonomi, organici e peculiari, all'occorrenza confliggenti, principi –. Anche in questo caso, si tratta di temi non nuovi alla teoria generale del diritto, potendo qui l'interprete riconoscere la celebre costruzione dell'Irti del c.d. micro-sistema normativo – e la conseguente logica della frantumazione normativa –, ossia “un piccolo mondo di norme da cui l'interprete può ormai ricavare principi generali ed in cui ormai scoprire una logica autonoma”<sup>3</sup>; “un orizzonte di corpi di legge, nei quali singoli istituti o categorie di rapporti hanno trovato completa e definitiva disciplina. Un sistema, perciò, policentrico, che non riconosce primati storici o priorità logiche, e che si articola in discipline di settore e statuti di gruppi”, e in cui, come testé sottolineato, “le norme speciali non sono il regno dell'arbitrio e del capriccio, ma il terreno di emersione di nuove logiche”<sup>4</sup>.

Il problema che logicamente segue a questa impostazione è “essenzialmente inter-sistemico: riguarda cioè, non la posizione all'interno dell'unico ed esclusivo sistema, ma i rapporti fra sistemi”<sup>5</sup>, e sorge qualora corpi normativi *autonomi*, potenzialmente *confliggenti*, siano chiamati ad una applicazione *congiunta* e *coordinata* (e dunque, specularmente, a prestare il fianco ad *antinomie* interpretative). Ma si tratta di un problema che, perlomeno per il giurista, rappresenta un affascinante “elemento di dinamicità [che] getta in crisi antiche categorie e costringe a rivedere schemi logici e moduli espositivi”<sup>6</sup>.

---

<sup>1</sup> A. VALZER, *Lineamenti di diritto dell'impresa bancaria. Appunti dalle lezioni*, Milano, 2018, 16.

<sup>2</sup> T. ASCARELLI, *Sviluppo storico del diritto commerciale e significato dell'unificazione*, in *Saggi di diritto commerciale*, 1955, 15.

<sup>3</sup> N. IRTI, *L'età della decodificazione*, Milano, 1979, 46.

<sup>4</sup> N. IRTI, *L'età della decodificazione*, *op.cit.*, 48.

<sup>5</sup> N. IRTI, *L'età della decodificazione*, *op.cit.*, 184.

<sup>6</sup> N. IRTI, *L'età della decodificazione*, *op.cit.*, 178.

Ebbene, le superiori considerazioni di teoria generale, per quanto approssimative, rappresentano chiavi di lettura e prospettive privilegiate per una comprensione sinottica dell'oggetto del presente elaborato e delle ricostruzioni e indagini che ivi si tenteranno: il diritto dell'impresa bancaria e, in particolare, la regolamentazione patrimoniale dell'impresa bancaria azionaria.

In effetti, come si vedrà, da un lato lo statuto normativo patrimoniale della società azionaria bancaria (ma, in generale, dell'impresa bancaria) è costruito *in funzione* di molte delle caratteristiche e peculiarità (ed esigenze di tutela) che sia le scienze giuridiche che economiche ormai riconoscono come tratti distintivi tanto, in un'ottica c.d. micro-prudenziale, dell'impresa bancaria singolarmente considerata (e il riferimento qui è all'intrinseca fragilità della struttura finanziaria bancaria) quanto, soprattutto e in un'ottica c.d. macro-prudenziale, della rete di relazioni (e interconnessioni) che questa instaura con altri attori attivi nel sistema finanziario e nell'economia reale (e il riferimento qui è, come avrà modo di vedersi, a molti degli approdi concettuali raggiunti dalle multidisciplinari *network theory* e *complexity theory*, quali i rischi di amplificazione degli shocks e effetti *spill-overs* che possono essere *intercettati* e *compresi* solamente adottando prospettive di vigilanza e regolamentazione *collettive*, attente alla *topologia* delle interazioni che si creano in un sistema). In entrambi i casi, la regolamentazione patrimoniale dell'impresa bancaria ha come dichiarata stella polare la stabilità del sistema finanziario.

Da altro lato, non dovrebbe sorprendere come le maglie e gli obiettivi della regolamentazione bancaria che *definisce* e conforma l'aggregato patrimoniale rilevante ai fini prudenziali, possano *intersecarsi* con classi di discipline dettate dal diritto azionario nazionale aventi ad oggetto il medesimo referente, allora richiedendo all'interprete di interrogarsi sui rapporti che tra tali plessi normativi intercorrono. Più nello specifico, appurato che la regolamentazione prudenziale si fa portatrice ed esprime principi propri e autonomi rispetto a quelli dischiusi dalla rilevante normativa societaria, pare proficuo chiedersi se tali principi possano avere una qualche sorta di *influenza* su problemi ermeneutici che toccano il sistema interno del diritto azionario, ma in un contesto in cui opera anche il plesso normativo prudenziale. Gli strumenti finanziari partecipativi, nella doppia veste di istituto codicistico e strumento astrattamente rilevante di patrimonializzazione bancaria, rappresentano il banco di prova ideale su cui saggiare tali considerazioni.

2. Idealmente individuati quelli che costituiranno i poli delle ricostruzioni e analisi che si tenteranno nel presente lavoro, si può ora procedere a presentarne la struttura: nel Primo Capitolo, definita la nozione di attività bancaria su cui si reggerà il prosieguo della trattazione, e individuate le *funzioni* in cui tale attività si esplica – le quali rappresentano altrettanti indici dello strutturale regime di *fragilità* finanziaria in cui si trova ad operare l'impresa bancaria – (Paragrafo 1), si passerà ad analizzare il ruolo e la rilevanza dell'impresa bancaria sia negli attuali sistemi finanziari che per il funzionamento

delle moderne economie di mercato. Peraltro, ci si dovrà soffermare anche sui rischi che il canale bancario crea e amplifica per i suddetti, rischi che si ricollegano al peculiare ruolo svolto dall'intermediario bancario negli odierni sistemi del credito, e che possono giungere ad assumere dimensioni finanche sistemiche (Paragrafo 2). In effetti, guardando al recente passato, le caratteristiche e peculiarità dell'attività bancaria che si toccheranno nei primi due Paragrafi del Capitolo hanno contribuito, nei loro risvolti *patologici* (i.e., eccessivi volumi di indebitamento; elevati livelli di trasformazione di liquidità, scadenze e rischi e un sistema bancario – soprattutto nella sua componente “ombra” – propenso nel complesso a operare da *shock amplifier* e non da *shock absorber*, in virtù del grado di interconnessioni che tale sistema caratterizzava), al dispiegarsi della crisi finanziaria globale (Paragrafo 3); sicché non dovrebbe sorprendere come proprio quest'ultima abbia fatto sorgere la necessità di un mutamento del paradigma sotteso alla regolamentazione, alla supervisione e alla gestione della crisi, degli intermediari bancari: un paradigma che declini il classico obiettivo della stabilità del sistema finanziario in un'ottica (e dunque, approntando uno strumentario) macro-prudenziale (Paragrafo 4).

Muovendo l'analisi in senso giuscommercialistico (Paragrafo 5), il materiale empirico analizzato sembrerebbe giustificare, seppur in termini ancora *approssimativi*, alcune autorevoli conclusioni raggiunte in sede dottrinale, tutte volte a sottolineare come (a) le peculiarità che contraddistinguono l'attività bancaria e (b) gli interessi che attorno a tale attività gravitano, in uno con (c) presidi regolamentari e di vigilanza puntualizzati sul sistema bancario *collettivamente e complessivamente* considerato – perché volti ad intercettare un rischio c.d. sistemico –, si ripercuotano (o, in una prospettiva *de iure condendo*, possano ripercuotersi) sui *tradizionali* assetti organizzativi dell'impresa azionaria, e in particolare sulle *ordinarie* prerogative e caratteristiche delle pretese dei soci e dei creditori bancari, “avvicinandole” e dunque “omogeneizzandole”, allora minando la, e segnando un superamento della, significatività della tradizionale coppia concettuale e *summa divisio* tra capitale di rischio e di debito. *A fortiori*, allora, tale omogeneizzazione al capitale azionario dovrebbe interessare anche pretese e investimenti che, pur *formalmente* estranei all'alveo del capitale sociale, presentino (o possano presentare) un sostrato causale a questo *sostanzialmente* simile (e il rimando, perlomeno rispetto al diritto societario interno, è alla categoria degli strumenti finanziari partecipativi *ex* 2346, VI comma, c.c.). Eppure, come si argomenterà in chiusura di capitolo (Paragrafo 6), sembrerebbe più confortante fondare tali conclusioni solamente all'epilogo di un'indagine che tenga conto della complessiva regolamentazione della struttura patrimoniale della società azionaria bancaria.

3. Tra gli approdi argomentativi raggiunti nel Primo Capitolo, particolare scrutinio parrebbe richiedere la *generica* constatazione per cui la complessiva regolamentazione della struttura

patrimoniale bancaria segnerebbe un superamento della coppia concettuale “capitale di rischio – capitale di debito”<sup>7</sup>. Invero, come si preciserà già in conclusione di Primo Capitolo (Paragrafo 6),

---

<sup>7</sup> La possibilità di differenziare i corni della coppia concettuale “capitale di rischio – capitale di debito” implica evidentemente, come *prius* logico e cronologico, la necessità di attribuire a questi dei chiari referenti semantici e normativi. Così, nel diritto societario ante-riforma la coppia concettuale *de quo* trovava corrispondenza nella rigida dicotomia tra azionisti ed obbligazionisti, dove i secondi vedevano ricondotte le proprie pretese all’area causale del mutuo, sicché il diritto del portatore al rimborso del capitale giammai poteva essere compromesso dalla, e attratto verso la, partecipazione al rischio di impresa, che invece caratterizzerebbe la posizione dei primi. Detto altrimenti, gli obbligazionisti non assumevano nessun rischio ulteriore all’inadempimento del debitore.

Si tratta di una questione che deve peraltro essere letta alla luce dell’attuale scenario normativo, rispetto al quale è comune l’osservazione per cui la distinzione tra capitale di rischio e capitale di debito tenda ad affievolirsi, e ciò soprattutto in virtù del tenore dell’art. 2411 c.c., così come novellato dalla riforma, il quale contempla la possibilità per l’emittente di emettere: (i) obbligazioni “subordinate”, ai sensi delle quali il diritto dell’obbligazionista al rimborso del capitale e degli interessi può essere subordinato in tutto o in parte alla soddisfazione degli altri creditori sociali (art. 2411, I comma, c.c.); (ii) obbligazioni i cui tempi e l’entità del pagamento degli interessi possano variare in base all’andamento economico della società (art. 2411, II comma, c.c., e a riguardo si è parlato di “obbligazioni partecipanti”) e soprattutto (iii) strumenti finanziari “comunque denominati” – ma pur sempre assoggettati all’area normativa obbligazionaria – che condizionano all’andamento economico della società i tempi e l’entità del rimborso del capitale, dunque sottoponendo il sovventore ad un rischio capace di intaccare anche il valore facciale/nominale del credito ma allora, ed è questo il punto, comportando *prima facie* una partecipazione di quest’ultimo al rischio di impresa non dissimile da quello che pesa sui soci (art. 2411, III comma, c.c.).

Eppure tale coppia concettuale, seppur senz’altro meno vivida rispetto al passato (*i.e.*, sia ora senz’altro possibile – soprattutto in una prospettiva aziendalistica, e v. *infra* nt. 8 – individuare un *continuum* di posizioni che si collocano tra l’obbligazione e l’azione, graduabili in vario modo), parrebbe ancora assumere una utile valenza conoscitiva, e ciò se si accetta: (i) la necessità di operare un distinguo, nell’ambito della nozione “rischio di impresa”, tra rischio c.d. economico – si pensi al rischio di *default* dell’imprenditore – che graverebbe in capo a tutti i finanziatori dell’impresa e rischio c.d. giuridico, ove le parti a esso soggette (*i.e.*, gli azionisti) giammai acquistano un diritto al rimborso del nominale dell’apporto eseguito, ma anzi il valore di tale apporto è per definizione assoggettato al saldo negativo dell’attività sociale, sicché (ii) anche per gli strumenti finanziari *ex* art. 2411, III comma, c.c., elemento *indefettibile* della fattispecie rimane pur sempre un obbligo di rimborso, pur variamente condizionato, del capitale, per cui la sottoposizione al rischio di impresa non può spingersi sino a cancellare, sul piano giuridico, il diritto del sovventore al rimborso del capitale (e in tal senso, v. N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012, 279, e E. SORCI, *Contributo alla ricostruzione della fattispecie “strumenti finanziari partecipativi” (uno nessuno centomila)*, in *BBTC*, 2009, 439 s.). Detto altrimenti, quest’ultima fattispecie rappresenterebbe pur sempre un’operazione traslativo-restitutiva, che *ab origine* prevede questo secondo momento, contrariamente all’operazione di investimento e di destinazione di ricchezza (il cui idealtipo è la partecipazione sociale), la quale *ab origine* non è accompagnata da alcun diritto alla restituzione dell’apporto, che dunque si caratterizza per la “definitività”.

In quest’ottica allora andrebbe rivalutata criticamente la Relazione ministeriale al decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, 132 (ma sulla necessità di prendere con precauzione le indicazioni e il lessico normativo utilizzato dalla Relazione, v. R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, 2006, 732) ove afferma come l’art. 2411 c.c. fornisca “*espresso riconoscimento alla possibilità che il prestito obbligazionario assuma profili di subordinazione, e possa partecipare, anche giuridicamente, al rischio di impresa [...], contribuendo, come è evidente, ad assottigliare la linea di confine tra capitale di rischio e capitale di credito*”.

Sulla necessità di distinguere l’area del rischio di impresa c.d. economico da quello c.d. giuridico (su cui conseguentemente corre la linea di demarcazione tra il modello obbligazionario e azionario) e, in particolare, per l’osservazione per cui “[...] *sia il modello partecipativo che il modello obbligatorio sono entrambi legati, sul piano economico, all’esito dell’attività d’impresa, ma mentre il titolo partecipativo si caratterizza sul piano giuridico per il fatto che il rimborso del capitale e il conseguimento del reddito si ha solo in mancanza di perdite ed in presenza di utili di cui viene decisa la distribuzione, il modello obbligatorio ha giuridicamente diritto al rimborso del capitale ed al conseguimento del reddito anche in mancanza di utili, ed è solo sul piano economico che la sussistenza di perdite può vanificare la realizzazione dei diritti di credito*” v. N. SALANITRO, *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *BBTC*, 2004, 283 s.

Per la necessità di fondare la distinzione tra *debt* ed *equity* (tra “finanziamento” e “capitale”) lungo le modalità di restituzione delle somme versate (*i.e.*, assistite da obbligo di rimborso o meno) v. F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, Napoli, 2017, 116; R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 733; M.S. SPOLIDORO, voce *Capitale sociale*, in *Enc. dir.*, IV aggiornamento, Milano, 200 ss.; P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, 685 e 705 ss., e per la riconduzione



l'interprete si troverebbe innanzi ad un quadro regolamentare (e ad una prospettiva) che non metterebbe tanto in discussione la validità – conoscitiva e normativa – di tale coppia concettuale, ma che bensì affermerebbe l'*inidoneità* della partecipazione al capitale sociale ovvero ad altro momento dell'attività finanziaria della società – che già nel diritto azionario ordinario può arrivare a caratterizzarsi in termini meramente formali<sup>8</sup> – a segnare *di per sé* alcuna utile valenza conoscitiva ai fini della ricostruzione della dotazione patrimoniale obbligatoria bancaria (il c.d. “patrimonio di vigilanza”, o “capitale regolamentare”). Come si è detto, nella prospettiva in esame “*più che distinguere tra valori apportati a titolo di conferimento o di finanziamento esterno, appare necessario individuare il grado di destinazione dei medesimi valori all'attività d'impresa; il grado del relativo coinvolgimento, cioè, nelle sorti di tale attività e, dunque, la funzione che essi sono in grado di svolgere nella prospettiva della sua continuità*”<sup>9</sup>.

Come si cercherà di argomentare nel Secondo Capitolo della trattazione infatti (e più in particolare,

---

di tutte le fattispecie di cui all'art. 2411 c.c. al modello obbligazionario classico, ove indefettibile è la presenza di un obbligo di rimborso, v. ID, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, op.cit., 26 ss. *Contra*, invece, v. C. LIMATOLA, *Strumenti finanziari “ibridi” e risanamento dell'impresa*, in *BBTC*, 2019, 252 ss.

Sul punto, conformemente a quanto si dirà nel testo circa le particolarità della disciplina bancaria, ma forse in termini ancora generali, si è osservato come “*in questa disciplina appare superata la distinzione fra capitale di rischio e capitale di credito: tutti gli strumenti finanziari partecipano in qualche misura al rischio d'impresa, anche le obbligazioni societarie ordinarie*” – così C. BRESCIA MORRA, *Strumenti finanziari innovativi e patrimonio di vigilanza delle banche. Legislazione speciale e disciplina societaria*, in *Scritti in onore di Marcello Foschini*, Padova, 2011, 465.

Infine, in maniera diversa opererebbe la prospettiva del *bail-in* che, nelle sue applicazioni più rigorose, comporta, tramite una modificazione della disciplina a cui sono assoggettati determinati valori di impresa, una modificazione dei profili di partecipazione al rischio di impresa (da economico a giuridico). In tal senso si pensi allo scenario in cui le passività c.d. *bail-inable* (tra le quali rientrano astrattamente anche i depositi non protetti) vengano convertite in strumenti di capitale regolamentare dell'ente. V. sin da subito quel che si dirà nella Seconda Sezione del Secondo Capitolo, in particolare nt. 617.

<sup>8</sup> Il tema verrà sollevato anche nel Primo Capitolo (Paragrafo 5 e soprattutto in nt. 173) e verte sull'osservazione per cui nella società azionaria di diritto comune, da un punto di vista *aziendalistico* ed *economico* (*rectius*, funzionale, adottando un lessico che a breve si introdurrà) si assisterebbe ad una “*sorta di continuum tra azioni ed altri strumenti di investimento nella società per azioni [i.e., tra posizioni che sono classificate in termini di partecipazione azionaria ed altre che il legislatore inquadra invece sul piano del credito]*” ed è solo “*da un punto di vista giuridico [...] tecnico-formale*” che risulta possibile tracciare una linea di demarcazione, consistente “*nella partecipazione al capitale oppure ad altri momenti dell'attività finanziaria della società*” – così C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2016, 80. Ebbene, anticipando alcune delle posizioni che si prenderanno, la regolamentazione patrimoniale prudenziale bancaria sembrerebbe invece cogliere e dare rilievo a tale *continuum* funzionale.

Corollario di questa rilevanza del momento tecnico-formale nella disciplina ordinaria è la constatazione per cui se essa (p. 77) “*può essere qualificata “formale”, lo è nel senso di escludere la possibilità che i caratteri differenziali delle azioni rispetto alle altre posizioni giuridiche che concorrono al finanziamento della società possano essere ravvisati nell'assetto economico che ne risulta, non lo è certo in quello di privare la distinzione di rilevanti significati operativi*”.

Infine, nel senso che “*l'azione esprime oggi tendenzialmente partecipazione al capitale sociale*” v. già P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, in AA.VV. *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 231. Cfr. anche M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nell'emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *BBTC*, 2003, 521; G. FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Atti del convegno di Cassino, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004, 86 ss., e U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1092 (nt. 29), ove più ampi riferimenti di letteratura conforme.

<sup>9</sup> D. LA LICATA, *La struttura finanziaria della società bancaria: patrimonio, patrimonio netto, patrimonio di vigilanza*, Torino, 2008, 56.

nella Prima Sezione di questo), la tecnica di ricostruzione e composizione di detto aggregato<sup>10</sup> (ma anche dei *buffers* addizionali e dei requisiti di patrimonializzazione di c.d. Secondo Pilastro imposti dall'autorità di vigilanza, le cui caratteristiche qualitative sono determinate “per derivazione” da quelle che individuano l'aggregato di Primo Pilastro) prescinde dalla qualificazione formale dei suoi elementi e dal titolo della provvista di quelli raccolti tramite emissione di strumenti finanziari (tant'è che, come si vedrà, l'imputazione a capitale del valore dell'apporto non è condizione sufficiente – né *prima facie* necessaria – per l'eleggibilità delle relative risorse nell'aggregato regolamentare). Tale tecnica opera una perimetrazione e selezione di valori e fonti del finanziamento dell'attività che “*ha come presupposto, invece, la disciplina (legale e convenzionale) che, sul piano oggettivo, regola la permanenza delle risorse apportate a servizio dell'impresa, nonché l'utilizzabilità dei relativi valori a copertura delle perdite di gestione*”<sup>11</sup>. Detto altrimenti, l'interprete si troverebbe innanzi ad una prospettiva funzionale/teleologica, in cui quote del complessivo patrimonio dell'impresa vengono individuate e riconosciute all'interno del perimetro regolamentare obbligatorio in base, e condizionatamente, all'idoneità delle risorse a svolgere una certa funzione, “*così che la tradizionale*

---

<sup>10</sup> A riguardo, l'assunto e *medium* inespreso alla base delle ricostruzioni che si tenteranno è una visione unitaria (c.d. aziendalistica) del patrimonio di impresa, in cui le fonti del finanziamento, a prescindere dalle caratteristiche della loro acquisizione (a titolo di conferimento ovvero finanziamento o auto-finanziamento), contribuiscono egualmente all'acquisizione di valori strumentali all'*esercizio* dell'attività di impresa (il patrimonio si caratterizzerebbe allora come una globalità di valori unificati in quanto alla *funzione*). I *modi* con cui tali risorse sono acquisite rilevano invece sul piano della disciplina *organizzativa* dei valori di impresa, e dunque del fenomeno societario, il quale impone e assoggetta una quota-parte ideale (corrispondente alle risorse apportate) del complessivo aggregato patrimoniale a determinate regole (e dunque, vincoli) in punto di permanenza; stabilità; indistribuibilità e distribuibilità.

In maniera ben più efficace si è detto come il “*passivo esprime l'assetto organizzativo impresso ai beni a disposizione dell'impresa per lo svolgimento della sua attività. Ciascuna posta in cui esso è suddiviso è caratterizzata da una propria disciplina giuridica, in relazione alla specifica funzione che quella voce del patrimonio deve servire nell'esercizio dell'attività sociale*” – così S. VANONI, *I crediti subordinati*, Torino, 2000, 83. Ciò a dire che le poste contabili rilevarebbero sul piano delle regole (*i.e.*, assumerebbero una funzione normativa), di diverso contenuto e natura giuridica, a cui sono assoggettati i valori che compongono l'attivo, con la conseguenza che ogni debito della società assume “*nella dimensione contabile ed organizzativa, il significato di regola relativa alla destinazione di una determinata quantità di valore*” – in tal senso G. FERRI JR, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, 553; e in tal senso cfr. anche ID, *Il sistema e le regole del patrimonio netto*, in *RDS*, 2010, 29 ss. e 32 ss.; G. FIGÀ TALAMANCA, *Bilanci e organizzazione dei poteri dispositivi sul patrimonio sociale*, Milano, 1997, 77 ss.; S. FORTUNATO, *Capitale e bilanci nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 1991, 156 ss., e G.E. COLOMBO, *Il bilancio e le operazioni sul capitale*, in *Giur. comm.*, 1984, 841 ss.

Ebbene, la tecnica del capitale regolamentare (o indifferentemente patrimonio di vigilanza, in entrambi i casi rapportata al *quantum* degli impieghi bancari ponderati per il rischio nella misura espressa da un coefficiente da rispettare continuamente) che si esaminerà nella Prima Sezione del Secondo Capitolo può essere intesa, a valle del discorso appena fatto, come un vincolo di disciplina, e di destinazione all'attività, di quote ideali del patrimonio della società, e in tal senso cfr. D. LA LICATA, *La struttura finanziaria*, *op.cit.*, 134. Specularmente, e sotto altra prospettiva, la tecnica del capitale regolamentare rappresenterebbe un insieme di “*regole giuridiche [di selezione del] finanziamento dell'impresa bancaria in base alla capacità (funzione) di assicurare la continuità aziendale alle banche in situazioni di tensione (going concern), ovvero di modulare le pretese creditorie nel caso di incapacità definitiva di proseguire l'attività (gone concern)*” – in tal senso V BEVIVINO, *Capitale e struttura finanziaria delle società bancarie europee per azioni*, disponibile su [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it), 2018, 12 s. A riguardo inoltre, cfr. fin da subito le considerazioni di cui *infra* nt. 13, per la necessità di attribuire al lemma “capitale”, quando utilizzato nel contesto della regolamentazione patrimoniale bancaria, un ben individuato campo semantico.

<sup>11</sup> D. LA LICATA, *La struttura finanziaria*, *op.cit.*, 191. In termini analoghi C. BRESCIA MORRA, *Strumenti finanziari innovativi*, *op.cit.*, 465, per cui la disciplina bancaria tende a distinguere gli strumenti finanziari “*in funzione dell'ordine di subordinazione nella partecipazione alle perdite*”.

*distinzione tra capitale di rischio e capitale di debito scolora nell' idoneità a svolgere la funzione prudenziale prevista*"<sup>12</sup>.

Tali considerazioni peraltro, pur rappresentando uno degli snodi fondamentali sia della Prima Sezione che dell'intero Secondo Capitolo (e i cui risvolti applicativi si tenterà di saggiare nel Terzo Capitolo), si pongono a valle di un *iter* argomentativo che impone perlomeno di: (i) individuare la funzione che, nell'ottica prudenziale e di vigilanza, i valori sottesi all'aggregato patrimoniale obbligatorio sono deputati a svolgere e (ii) analizzare puntualmente il contenuto delle regole che traducono e concretizzano detta funzione, avendo riguardo sia ai profili di carattere quantitativo che qualitativo.

Tracciate così le linee essenziali del Secondo Capitolo, il suo svolgimento si svilupperà nella maniera che segue: la Prima Sezione, interamente dedicata alla capitalizzazione obbligatoria bancaria, premetterà brevi cenni sul ruolo che la letteratura economica e giuridica ha tradizionalmente assegnato, in un'ottica di vigilanza prudenziale, ai fondi propri delle banche. Sin da qui emergerà come al patrimonio di vigilanza/capitale regolamentare sia sempre stata attribuita, in ossequio al canone della stabilità finanziaria, una funzione di adeguatezza<sup>13</sup> nell'assorbimento delle perdite (c.d. *capital adequacy*, conseguita tramite tecniche di ponderazione della base patrimoniale per la rischiosità degli impieghi), ma come ciò ancora non valga a intendere tale assorbimento in termini di pronto ammortizzamento delle perdite di gestione dell'intermediario (c.d. *going concern capital*), ovvero di garanzia di un "cuscinetto patrimoniale", volto a ridurre le perdite per i creditori – in particolare, i depositanti –, in situazioni di insolvenza di questo (c.d. *gone concern capital*) (Paragrafo

---

<sup>12</sup> V. BEVIVINO, *Capitale e struttura finanziaria*, op.cit., 23. Analogamente, come si vedrà nel corso del Secondo Capitolo, "il problema non è tanto quello di distinguere tra conferimenti e finanziamenti esterni, quanto quello di verificare il ruolo in concreto svolto dai valori apportati, nella prospettiva di continuità dell'impresa (rilevano a questo proposito, il grado di stabilità dei medesimi nel patrimonio dell'impresa e la loro utilizzabilità per fare fronte a eventuali perdite di gestione)" – così D. LA LICATA, *La struttura finanziaria*, op.cit., 41.

Volendo individuare, in ottica comparativista, un antecedente storico delle posizioni *de qua*, esso è forse da rintracciarsi in quella letteratura, soprattutto tedesca, che negli anni '80 del secolo scorso rispetto all'impresa bancaria "affermava un nuovo concetto di «fondi propri» e «di capitale di rischio» basati più sulla sostanza economica che sulla forma giuridica del negozio di finanziamento, con la conseguente contrapposizione tra un «concetto nominale» ed un concetto «materiale» di capitale proprio, in quanto si cominciava a riconoscere l'esistenza di forme di finanziamento da parte di terzi che si presentano come «funktionelles Eigenkapital»" – così G.B. PORTALE, *Finanziamento dell'impresa bancaria e raccolta del risparmio (ricordo di Gian Franco Campobasso)*, in *BBTC*, 2004, 422. A riguardo cfr. ID, *La ricapitalizzazione delle aziende di credito (problemi e ipotesi)*, in Aa. Vv., *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, a cura di G.B. PORTALE, Milano, 1983, 15 ss.

<sup>13</sup> Sin da ora è necessario chiarire come nel testo ci si riferirà indifferentemente al concetto di "adeguatezza patrimoniale" anche per il tramite del lemma "capitale", termine di uso comune nella legislazione internazionale per riferirsi al generalissimo tema dell'adeguatezza patrimoniale bancaria. Così, a fronte delle perplessità che potrebbero giustamente cogliere l'interprete italiano, abituato ad assegnare a quest'ultima locuzione ben altro significato (ma tuttavia il termine si presta a differenze semantiche già all'interno del diritto azionario italiano, a seconda del contesto in cui viene adoperato, e in tal senso v. P. SPADA, *Un numero che detta regole – ovvero il ruolo del capitale sociale nel diritto azionario italiano*, in *Riv. not.*, 2014, 437 ss.) il termine "capitale" è qui inteso come un meccanismo atto ad "imporre che una certa quota della dotazione patrimoniale utilizzata per lo svolgimento dell'attività abbia determinate caratteristiche" – così C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie dopo Basilea III. Struttura patrimoniale e finanziaria*, Milano 2013, 80 (nt. 13). In argomento v. anche ID, *Natura e funzione del «capitale» delle banche nella nuova regolamentazione*, in *Banca impresa soc.*, 2015, 53.

1). In effetti, la propensione verso l'uno o l'altro modello non è di poco momento, come si avrà modo di osservare passando brevemente in rassegna le vulnerabilità della regolamentazione finanziaria emerse durante la crisi finanziaria globale (Paragrafo 3), le quali hanno costituito le basi di alcune importanti e strutturali proposte di modifica di tale regolamentazione note, nel complesso, come "Basilea III", di cui si analizzeranno caratteristiche e obiettivi principali (Paragrafo 4).

Prima di ciò si passeranno brevemente in rassegna (Paragrafi da 2.1 a 2.4) le principali tappe e linee evolutive della regolamentazione patrimoniale bancaria sia internazionale che europea dal 1988 al 2006 (periodi di "vigenza" dell'Accordo rispettivamente di Basilea I e II), e ciò non per mero spirito di cronaca, ma perché in tale processo evolutivo è già possibile scorgere un'emersione (sebbene embrionale e, alle volte, confusionale, come si vedrà in sede di commento di Basilea II), di quell'approccio *funzionale* alla *delimitazione e definizione* dell'aggregato regolamentare<sup>14</sup> che opera selezionando valori non in base ad indici formali (ed al titolo della raccolta, per ciò che concerne gli apporti raccolti a fronte di emissione di strumenti finanziari), "*ma in ragione del fatto che ad essi corrisponde una determinata disciplina la quale regola, appunto, la permanenza dei relativi valori a servizio dell'impresa nonché la loro utilizzabilità a copertura di eventuali perdite di gestione. In definitiva, è da queste regole che dipende la peculiare funzione che, ai fini di vigilanza, i fondi apportati possono svolgere all'interno del patrimonio dell'impresa*"<sup>15</sup>.

Si volgerà dunque nuovamente l'analisi al presente, e si inizierà ad affrontare uno dei temi principali del Secondo Capitolo (e dell'intero elaborato), ossia la complessiva disciplina della struttura patrimoniale bancaria così come recepita nella legislazione dell'Unione nel 2013, e di recente oggetto di importanti riforme con il *Banking Reform Package*. Così, da prima si premetteranno necessari cenni (Paragrafi da 1.5.1 a 1.5.6) al campo applicativo e alle caratteristiche *quantitative* dei vigenti requisiti e coefficienti di patrimonializzazione obbligatoria (ossia il requisito di Primo e Secondo Pilastro e complessivo di riserva di capitale – i quali vanno a costituire il c.d. requisito complessivo di capitale bancario – e il requisito di leva finanziaria), dalle quali già parrebbe emergere un *favor* legislativo verso la selezione di elementi capaci di garantire una effettiva *loss absorption capacity* dell'ente bancario, indifferentemente dalla loro qualifica formale.

Successivamente, ci si concentrerà sui profili *qualitativi* delle tre classi/categorie (c.d. *tiers*) in cui si articola (*rectius*, può articolarsi) il capitale regolamentare, la qual cosa significa analizzare precipuamente – e ricondurre a sistema – le previsioni relative all'*eleggibilità* degli strumenti

---

<sup>14</sup> In termini più generali si è detto come ciascuna versione dei regimi di regolamentazione patrimoniale bancaria si sia innestata ed abbia affinato soluzioni proposte negli schemi precedenti, da qui dunque la necessità di una loro presentazione. In questi termini v. F. ACCETTELLA, *L'accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'UE*, in *BBTC*, 2013, 466.

<sup>15</sup> D. LA LICATA, *La struttura finanziaria*, *op.cit.*, 135.

finanziari di raccolta nella relativa classe. Tali categorie non individuano altro che “classi di discipline”, le quali si puntualizzano su, e subordinano l’eleggibilità di uno strumento conformemente a, profili che riguardano<sup>16</sup> (a) le modalità e – *apparentemente* – il titolo della raccolta dello strumento; (b) la stabilità delle risorse acquisite; (c) la remunerazione dei titolari degli strumenti e (d) la loro propensione all’assorbimento delle perdite (Paragrafi da 5.7 a 5.10). Come si vedrà, ognuno dei criteri in esame è null’altro che una specificazione – e derivazione – di un approccio funzionale al tema dell’adeguata patrimonializzazione bancaria, che ne garantisca la stabilità in quelle situazioni in cui più ve ne è necessità<sup>17</sup>.

Infine (Paragrafo 6), e in termini di astratta continuità con le conclusioni che si erano formulate nel Primo Capitolo (dove la *peculiarità* dell’attività bancaria sembrava giustificare una interpretazione di particolari frammenti della disciplina societaria bancaria in termini di «specialità» rispetto alla legislazione ordinaria), ci si soffermerà sui rapporti che corrono tra disciplina patrimoniale di fonte prudenziale e diritto azionario nazionale; e ciò per capire se la *peculiarità* del ruolo che l’aggregato patrimoniale è chiamato ad assumere nel contesto bancario possa giustificare una lettura delle regole prudenziali che lo governano autonoma (in termini di finalità perseguite e, *inde*, di principi espressi) dalle regole nazionali, e allora in grado di *influenzare* quest’ultime quando chiamate ad applicarsi all’ambito bancario (perlomeno, fornendo un valido supporto interpretativo per vuoti e contrasti ermeneutici che, di necessità, i diritti azionari conoscono).

4. Il tema oggetto di trattazione nella Seconda Sezione del Secondo Capitolo trova la sua “genesi” nella crisi finanziaria del 2008, che ha obbligato governi e banche centrali ad intraprendere ingenti *bail-outs* di intermediari bancari (e finanziari) su scala internazionale. Gli effetti di quelle politiche sulle finanze pubbliche, nonché sulla struttura di incentivi dell’industria finanziaria (che già da tempo scontava nei suoi comportamenti la convinzione di una implicita garanzia circa la socializzazione dei costi dei dissesti bancari), hanno fatto emergere con ancora più urgenza la necessità di definire un adeguato e appropriato quadro per la risoluzione delle crisi bancarie e finanziarie, capace di evitare i fallimenti di questi (o comunque, liquidazioni disordinate) e al contempo salvaguardare la spesa

---

<sup>16</sup> Per la tassonomia che segue v. già C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 99 ss. Evidentemente, a livello conoscitivo non si tratta dell’unica metodologia utilizzabile per analizzare le caratteristiche a cui viene subordinata l’eleggibilità di un dato strumento in una data classe. Per un’impostazione differente cfr. B. JOOSEN, *Regulatory capital requirements and bail-in mechanisms*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2015, 15 ss., dove l’analisi degli strumenti di capitale regolamentare viene impostata facendo leva su sette caratteristiche dei medesimi, e segnatamente: (i) *subordination*; (ii) *permanency*; (iii) *immediate availability*; (iv) *loss absorption*; (v) *preferred distributions*; (vi) *non intragroup support* e (vii) *non acceleration of payments*.

<sup>17</sup> Sul punto si tornerà con insistenza lungo il corso del Secondo Capitolo. Qui vale anticipare, similmente a quanto evidenziato nel testo, che “il Regolamento CRR non considera definizioni stringenti dei valori di capitale, accomuna le regole che attendono all’assoggettamento della ricchezza alla disciplina del diritto bancario societario dei valori in base agli effetti sulla stabilità dell’assoggettamento e ai diritti di restituzione dei finanziatori [...]” – così V. BEVIVINO, *Capitale e struttura finanziaria*, *op.cit.*, 172.

pubblica.

Così, sia a livello internazionale che europeo si è assistito alla nascita di regimi di risoluzione *ad hoc*, pensati appositamente per la gestione della crisi degli intermediari finanziari, e costruiti sul principio per cui i costi e i finanziamenti dei fallimenti e delle risoluzioni bancarie debbono essere sopportati innanzitutto da chi nell'impresa vi ha investito, non diversamente da ciò che già si verifica per le insolvenze delle imprese c.d. comuni.

Accettato il principio del risanamento interno dell'ente (c.d. *burden sharing*), sorge l'esigenza di garantirne l'effettività, ossia assicurare che gli intermediari bancari dispongano costantemente di un cuscinetto patrimoniale da utilizzare al manifestarsi della crisi, per l'assorbimento delle relative perdite. Detto altrimenti, vi è l'esigenza di garantire sia una sufficiente *loss absorbing capacity* dell'ente che, qualora la liquidazione del medesimo non sia una strada percorribile, anche una *recapitalization capacity*. È per rispondere a quest'ultima esigenza che i suddetti regimi di risoluzione prevedono obblighi di capitalizzazione, astrattamente e potenzialmente addizionali a quelli passati in rassegna nella Prima Sezione del II Capitolo, volti a garantire una *Total Loss Absorbing Capacity* idonea a fronteggiare una situazione di insolvenza (sia in uno scenario risolutorio che liquidatorio): i requisiti di fondi propri, e soprattutto passività ammissibili, TLAC ed MREL.

In particolare, sia lo *standard* TLAC (introdotto a livello internazionale dal *Financial Stability Board*, e recentemente trasposto e adottato anche dall'ordinamento europeo) che il requisito MREL (introdotto a livello europeo dalla BRRD, e recentemente oggetto di profonde modifiche) individuano tecniche di patrimonializzazione dell'ente che non si distanziano, nella sostanza, da quella del capitale regolamentare, dove ciò che assume rilievo per la perimetrazione e composizione dell'aggregato sono criteri che assicurino la stabilità della provvista raccolta: come si vedrà, ma come già si è potuto accennare in queste righe – e correndo il rischio di ripetersi –, “*in ambito bancario il concetto di “fondi propri” [assume] un'estensione sconosciuta al diritto societario comune, atteso che in esso confluiscono anche elementi estranei al c.d. passivo ideale (capitale sociale; utili non distribuiti; riserve) come ad esempio i prestiti caratterizzati dalla clausola di subordinazione. In tale settore, ciò che sembra rilevare, ai fini della computabilità nei fondi propri, è l'attitudine dello strumento (di capitale o di debito) ad assorbire le perdite registrate dall'intermediario e, dunque, la più o meno accentuata partecipazione al rischio di impresa assunta dal sottoscrittore del titolo. Può anche dirsi che nel settore de quo lo «sgretolamento della linea di distinzione tra capitale di rischio e capitale di credito, tra pretesa residuale e pretese fisse» precede l'ingresso dell'ente nella fase patologica*”<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> D. VATTERMOLI, *Il bail-in*, Aa. Vv. *L'Unione Bancaria Europea*, Pisa, 2016, 524 s. *Ad abundantiam*, nella materia in oggetto “qualora [...] la connotazione del rapporto imprima ai valori, su un piano oggettivo, un certo vincolo

Ebbene, il requisito MREL – ma evidentemente, anche il requisito TLAC – svolge un ruolo “*concettualmente simile al requisito prudenziale offerto dal regulatory capital*”<sup>19</sup>.

Inoltre, entrambi i requisiti incidono sia sulla composizione del patrimonio delle banche (non diversamente dal requisito di fondi propri), che sulla struttura dell’indebitamento bancario (come si vedrà, in termini ben più penetrati di quanto faccia il capitale regolamentare, visto il ruolo che può assumere il debito per la composizione di detti aggregati).

Pertanto, e seguendo una metodologia espositiva già adoperata nella Prima Sezione del Capitolo, la constatazione di cui sopra si collocherà solamente a valle di un’indagine che si pone come principale obiettivo quello di fornire una analitica e dettagliata analisi di questi “nuovi” requisiti di patrimonializzazione.

Così ci si interrogherà innanzitutto sulla razionalità economica di requisiti patrimoniali pensati appositamente per essere dispiegati in una fase risolutiva dell’ente, e in questo contesto si avrà modo di saggiare il rinnovato ruolo che il capitale di debito ha ormai assunto nella struttura patrimoniale dell’impresa bancaria (Paragrafo 7). Successivamente si volgerà l’analisi al diritto positivo, *in primis* alla regolamentazione internazionale del requisito TLAC previsto per le banche a rilevanza sistemica (Paragrafo 8.1), la quale compendia soluzioni e principi (in punto di caratterizzazione applicativa e distributiva, quantitativa e qualitativa dello *standard*) che si riveleranno cruciali per la comprensione e per gli sviluppi della legislazione europea. L’analisi di quest’ultima prenderà le mosse dall’architettura originaria (e in larga parte non più vigente) del requisito MREL così come definita nella BRRD del 2014 (e, per gli enti significativi attivi nell’area Euro, nel SRMR) e in un atto Delegato della Commissione Europea. Anche rispetto a questo scenario legislativo l’indagine verterà sui profili applicativi e quantitativi del requisito (Paragrafo 8.2), ma maggiore attenzione verrà dedicata alla conformazione *qualitativa* delle risorse MREL (in particolare, alla componente costituita dalle passività ammissibili), ambito in cui emerge l’ormai “consueto” approccio *sostanzialistico* alla selezione di valori (e alle discipline di quei valori) rilevanti per la patrimonializzazione obbligatoria dell’ente, su cui tante parole verranno spese nel corso del lavoro. La necessità di dar conto di un regime che non è più vigente è da individuarsi nel fatto che tale corpo normativo compendia una serie di principi e regole che verranno pur sempre accettati dal legislatore europeo della riforma.

La Seconda Sezione del Secondo Capitolo conclude passando dunque in rassegna (Paragrafo 9) le

---

*all’attività, rilevante dal punto di vista di quest’ultima, in una logica di tipo funzionale ben potranno tali valori essere computati tra i «mezzi propri», indipendentemente, appunto, dalla qualificazione formale del rapporto”*

<sup>19</sup> D. VATTERMOLI, «*strumenti di credito chirografario di secondo livello*». *Alchimie linguistiche e tutela del mercato bancario*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2018, 210. In termini analoghi cfr. V. DE STASIO, *A proposito di uno scritto in materia di ristrutturazioni bancarie*, in *BBTC*, 2017, 174.

rilevanti modifiche che recentemente hanno interessato la materia in oggetto. Nel 2019 infatti il legislatore europeo, per il tramite del già menzionato *Banking Reform Package*, ha innovato profondamente la disciplina della *Total Loss Absorbing Capacity* dell'ente, sia riformando l'allora vigente regime MREL, che dando riconoscimento al requisito TLAC per gli enti a rilevanza sistemica. L'analisi di questi due nuovi requisiti seguirà la struttura dei precedenti Paragrafi della Sezione, e si puntualizzerà così sui profili applicativi e distributivi (Paragrafo 9.1); quantitativi (Paragrafo 9.2) e qualitativi (Paragrafo 9.3) dei nuovi requisiti.

5. Nel Primo Capitolo del lavoro si è constatato (*rectius*, si constaterà), in termini ancora generali, come la regolamentazione prudenziale bancaria, nel concretare le esigenze di tutela della stabilità del sistema finanziario nei differenti corpi normativi che interessano lo svolgersi e l'organizzarsi dell'attività bancaria, mostri in più di un'occasione la necessità di subordinare e sacrificare a tali esigenze quelle che ordinariamente e comunemente sono ritenute prerogative *differenziali* “*fra ciò che è dentro e ciò che è fuori della società e dell'impresa [non bancaria]*”<sup>20</sup> (e v. in particolare i Paragrafi 5 e ss.). Si è trattato però di un'indagine che non ci si è nascosti dal definire “approssimativa” (e v. il Paragrafo 6), nella misura in cui non volge la sua attenzione ai profili *patrimoniali* sottesi a tali prerogative.

Nel Secondo Capitolo si è voluto circoscrivere (*rectius*, si circoscriverà) il campo di indagine alla complessiva regolamentazione della struttura patrimoniale e finanziaria dell'impresa bancaria: (anche) in questo caso, si è potuto constatare come le finalità prudenziali, volte a garantire la stabilità dell'aggregato patrimoniale (e con esso, in termini macro-prudenziali, la stabilità del sistema), si traducono in una lettura dei rapporti che intercorrono tra le fonti del finanziamento dell'ente bancario (ossia, che integrano la capitalizzazione rilevante di questo) basata sul grado di destinazione dei valori raccolti all'attività di impresa e, in particolare, sulla funzione da essi svolti ai fini della continuità di questa, in luogo del titolo (*i.e.*, il criterio tecnico-formale) con cui tale provvista è stata raccolta – così, la riconducibilità o meno alla disciplina del capitale sociale –. Ci si è anche chiesti (Paragrafo 6) se tale modo di leggere i tratti discretivi delle fonti del finanziamento di impresa possa in qualche modo *influenzare* la *diversa* lettura dei *medesimi* rapporti che fornisce il diritto azionario tradizionale, in particolare fornendo dei validi criteri ermeneutici per quei problemi interpretativi che originano già internamente al diritto azionario “ordinario” (evidentemente, quando i due plessi normativi sono destinati a trovare applicazione simultanea, *i.e.* nel caso di una società azionaria che svolge attività bancaria).

---

<sup>20</sup> C. ANGELICI, *Introduzione*, in *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2016, 769.



Il Terzo Capitolo si farà carico di questo interrogativo, e ciò nell'ambito di una più generale analisi vertente sul trattamento prudenziale da riservare all'emissione di strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, VI comma, c.c.: come si vedrà, la fattispecie "strumento finanziario partecipativo" ha dischiuso nel dibattito di diritto interno una serie di interessanti problematiche che già segnalano la *tensione* tra un approccio ermeneutico che, nel sistematizzare la figura, valorizzi la "sostanza" e il significato dell'operazione economica veicolata dallo strumento (ossia, la natura *causale* dell'apporto sottostante lo strumento e la sua "omogeneità qualitativa" rispetto all'apporto *causa societatis*<sup>21</sup>), in luogo di approdi interpretativi che invece valorizzino criteri di tipo *tecnico-formali* (ossia l'enfasi essendo posta sul fatto che, "nell'art. 2346 c.c., il solco differenziale che divide gli strumenti finanziari dalle azioni si origina dalla non imputazione a capitale sociale dei beni e delle utilità acquisite dalla società a fronte della loro liberazione e corre lungo il piano della disciplina"<sup>22</sup>). Ma, come detto, il Terzo Capitolo tenterà di fornire una visione onnicomprensiva dell'operazione, da parte di una S.p.A. bancaria, di *elezione* dello strumento finanziario partecipativo nel capitale regolamentare o negli aggregati MREL-TLAC.

Il Terzo Capitolo si struttura dunque nella maniera che segue: nella Prima Sezione, il Paragrafo 1 espone l'approccio metodologico che si adotterà per poter successivamente vagliare la possibilità di modulare conformemente alle prescrizioni comunitarie il contenuto giuridico degli strumenti finanziari partecipativi. Si vedrà come la maggior parte dell'indagine dovrà basarsi su un *modus operandi* per così dire "sillogistico", ove le regole di diritto azionario interno che conformano lo strumento devono essere valutate *de plano* sulla base della premessa maggiore costituita dalle rispettive previsioni prudenziali (in particolare, concentrandosi queste – quasi esclusivamente – sulla conformazione delle prerogative economiche veicolate dagli strumenti di raccolta, ci si potrà disinteressare delle posizioni organizzative che questi possono o non possono veicolare). Si tratta

---

<sup>21</sup> In effetti, come si vedrà, anche chi sostiene che il "modello normativo" degli strumenti finanziari diversi dalle azioni "si connota per l'estraneità strutturale e funzionale alla causa societatis degli strumenti finanziari partecipativi [sicché] l'unità azionaria, di cui si predica la "rilevanza centrale", è, e resta, l'unica (ed esclusiva) partecipazione al contratto sociale (o all'atto unilaterale) a titolo di causa societatis" ha poi cura di sottolineare come ciò "all'evidenza, non esclude affatto che si possa "partecipare" alla società attraverso altro e diverso titolo, secondo altra e diversa causa" (M. ONZA, "partecipare": significati e ipotesi nel diritto delle società azionarie" (note preliminari sulla "partecipazione del non socio"), in Riv. dir. comm., 2018, 641), allora, forse, implicitamente rilevando la possibilità di avvicinarsi al tema vuoi adottando una (iniziale) chiave di lettura *formalistica*, vuoi secondo una *sostanzialistica*.

<sup>22</sup> A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nella società per azioni*, Torino, 2012, 88. Peraltro a monte di queste considerazioni, come si è acutamente osservato, "resta da comprendere in cosa la posizione di chi è titolare di una partecipazione sociale ed è perciò qualificabile «socio», si differenzi necessariamente, durante la vita della società (e quindi dopo l'iniziale partecipazione alla formazione del capitale) e stando ai diritti esercitabili a mente della legge e dello statuto, dalla posizione del titolare di uno strumento finanziario cui siano stati attribuiti diritti patrimoniali ed amministrativi; e se per caso, poi, non possa giungersi a concludere che, ad onta, probabilmente, di ciò che il legislatore intendeva, la partecipazione sociale è normalmente, ma non esclusivamente rappresentata dalle azioni. Se non sia possibile, cioè, «partecipare» alla società anche senza possedere azioni" – così A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in Riv. soc., 2003, 1275.

peraltro di un metodo che richiede dei *caveat*, il principale dei quali costituito dal fatto che, qualora il diritto azionario interno dischiuda problemi ermeneutici che propongono e prospettano diverse letture di un fenomeno in punto di disciplina (come pur, in termini generalissimi, è normale che sia), tali problemi e differenti soluzioni sono destinati a *ripresentarsi* al livello prudenziale, in punto di computabilità dello strumento nelle varie categorie di patrimonio (evidentemente, nella misura in cui tali contrasti tocchino profili che assumono rilevanza ai fini dell'elezione dello strumento). In effetti, come si tenterà di argomentare, è esattamente in queste situazioni che si potrebbe riconoscere un supporto ermeneutico ai principi dischiusi dal "micro-sistema" normativo prudenziale, e risolvere il conflitto già al livello del diritto azionario interno, prediligendo, tra le varie opzioni ermeneutiche proposte, quella maggiormente *aderente* alle posizioni "sostanziali" che fa proprie il legislatore bancario europeo.

Chiarita la metodologia che verrà adottata ai fini dell'analisi del trattamento prudenziale degli strumenti finanziari partecipativi, si passerà successivamente (Paragrafo 2), e innanzitutto, a indagare la natura della fattispecie "strumento finanziario partecipativo" *ex art. 2346, VI comma, c.c.*, e il rapporto che questa avrebbe instaurato, all'indomani della riforma del 2003, con le due *paradigmatiche* tecniche di raccolta di risorse sul mercato dispiegabili dall'impresa azionaria: l'azione e l'obbligazione. Ciò assume importanza in ottica prudenziale, se sol si tiene conto di come il panorama dottrinale – ma anche la prassi giurisprudenziale e notarile – abbia di volta in volta e con varie argomentazioni inquadrato lo strumento finanziario partecipativo ora nell'area del capitale di rischio (ossia come investimento di ricchezza e partecipazione, *ab origine* incerta, al saldo attivo, periodico e finale, dell'attività di impresa), ora in quella del debito (ossia come operazione di finanziamento, assistita *ab origine* da un obbligo di restituzione della provvista, per quanto subordinato al previo rimborso di altri creditori ovvero condizionato all'andamento economico della società), ma come proprio questa scelta originaria e preliminare segni e condizioni il successivo inquadramento e trattamento prudenziale della figura. Così, pur potendosi esprimere adesione a quelle ipotesi che ricostruiscono la categoria "strumento finanziario partecipativo" come una tecnica di provvista di capitale di rischio, e in particolare come una fattispecie che impone la *previa rilevazione* della causa dell'apporto ai fini della successiva configurazione delle prerogative patrimoniali e amministrative che può legittimamente veicolare lo strumento, il prosieguo del Terzo Capitolo sarà costruito esattamente su questa *summa divisio*, indagando così, in un primo momento, quale trattamento prudenziale possa riconoscersi a uno strumento finanziario partecipativo ricondotto nell'area concettuale del capitale di rischio (Sezione Seconda, Paragrafo 3 e relativi sotto-paragrafi), e, successivamente, quale trattamento prudenziale riconoscersi a uno strumento finanziario partecipativo ricondotto all'area concettuale del debito (Sezione Terza, Paragrafo 4 e relativi sotto-

paragrafi): evidentemente, nell'uno e nell'altro caso lo strumento finanziario partecipativo potrà essere computato in diverse categorie prudenziali di patrimonio, ma non in altre.

Eppure, come si vedrà (Paragrafi 3.2 e 3.3), è esattamente la ricostruzione dello strumento finanziario partecipativo in termini "para-azionari" che dischiude per l'interprete maggiori opportunità "speculative" garantendogli, in particolare, la possibilità di valorizzare i principi desumibili dal "micro-sistema" della regolamentazione patrimoniale prudenziale dell'impresa bancaria e, per questa via, dare ulteriore contesto a quell'autorevole dottrina che ha sottolineato come proprio nelle società bancarie diverrebbe *"inutilizzabile, in ultima analisi, anche la prospettiva che vede nel riferimento alla disciplina del capitale sociale il criterio decisivo, forse l'ultimo a residuare, per distinguere in termini formali fra soci e terzi"*<sup>23</sup>.

---

<sup>23</sup> C. ANGELICI, *Introduzione, op.cit.*, 767 s.

## CAPITOLO I

### DEBITO E ATTIVITÀ BANCARIA: PROFILI DI DIRITTO DELL'IMPRESA

SOMMARIO: 1. Attività bancaria: rilevanza del debito e fragilità strutturale. - 2. Debito e attività bancaria: centralità “sistemica” e interconnessioni. - 3. Attività bancaria e crisi finanziaria globale: emersione delle vulnerabilità e delle patologie del sistema bancario. Spunti sistematici per una sua regolamentazione. - 4. Un'introduzione al prosieguo del Capitolo: su (a) gli approdi della regolamentazione bancaria e le ripercussioni sull'organizzazione dell'impresa bancaria; (b) la posizione nell'organizzazione dei titolari di pretese residuali e pretese fisse; e (c) l'emersione di principi rilevanti per il seguito della trattazione, ma con la necessità di estendere l'indagine alla regolamentazione dell'organizzazione patrimoniale dell'ente bancario. - 4.1. A) Sulla stabilità finanziaria come linea guida/obiettivo della regolamentazione bancaria e prime considerazioni sulle ricadute di tale paradigma sulle posizioni di azionisti e creditori bancari. - 4.2. B) Sulla necessità di garantire la stabilità finanziaria tramite un approccio – regolamentare e di vigilanza – c.d. *macroprudenziale*. - 5. Ricadute in punto di organizzazione societaria: verso un appiattimento e “omogeneizzazione” delle posizioni sociali e creditizie (rispetto al *proprium* della fattispecie azionaria ordinaria)? Un'introduzione. - 5.1. A) Tesi che sostengono un ridimensionamento della proprietà azionaria nella società bancaria, subordinata e conformata vuoi al perseguimento di obiettivi di interesse generale, vuoi – il che è lo stesso – a esigenze di stabilità del sistema finanziario. Su alcune considerazioni critiche. - 5.2. B) Tesi che a vario titolo (vuoi valorizzando il ruolo del debito nell'attività bancaria, vuoi il raggiungimento, in punto di disciplina, di una sostanziale equiparazione tra azionisti e obbligazionisti bancari) teorizzano l'esigenza di modificare i tradizionali paradigmi di governo societario, preferendovi forme di “compartecipazione” creditoria. - 5.3. C) Tesi che, valorizzando il profilo della “sana e prudente gestione”, sostengono la necessità di arricchire la gamma degli interessi che gli amministratori di società bancaria devono perseguire (in particolare, quelli dei “debt-holders”). Cenni sui risvolti sugli assetti di governo societario. - 6. Conclusioni: verso il venir meno delle differenze qualitative tra soci e creditori di società bancaria? E quali conseguenze per i titolari di pretese di rischio ma formalmente non di capitale (*i.e.* strumenti finanziari partecipativi)? Sulla necessità di volgere l'indagine alla regolamentazione della struttura patrimoniale della società azionaria bancaria.

### 1. Attività bancaria: rilevanza del debito e fragilità strutturale.

Tradizionalmente, la letteratura in tema di intermediazione bancaria<sup>24</sup> ricostruisce le peculiarità dell'attività e dell'impresa bancaria lungo tre diverse direttrici:

(i) *Trasformazione della liquidità*<sup>25</sup>: ossia la capacità di fornire ai, e creare per i, propri clienti<sup>26</sup> liquidità immediata (pagabile finanche a vista)<sup>27</sup> e dal valore certo a fronte di esposizioni prevalentemente illiquide o, il che è lo stesso, la capacità di finanziare attivi esigibili a medio-lunga scadenza tramite la raccolta di una provvista esigibile dai creditori finanche a vista;

(ii) *Trasformazione delle scadenze*<sup>28</sup>: ossia l'emissione di passività a breve termine (finanche, pagabili a vista) a fronte di attività di maggiore durata o, il che è lo stesso, la capacità di finanziare

---

<sup>24</sup> Su tutti v. fin da subito Aa. Vv., *Principles of financial regulation*, Oxford, 2016, 276 ss., oltre i riferimenti di cui alle prossime note.

<sup>25</sup> Nella letteratura di stampo economico è vivo il dibattito sulla portata e sul significato da attribuire al termine "liquidità", passibile di variare a seconda del soggetto "della cui liquidità" si discute. In tal senso, v. T. GEITHER, *Liquidity and financial markets*, in *BIS Review no. 19*, 2007, 1, laddove, dopo aver evidenziato come "liquidity can mean many different things", presenta la coppia concettuale "funding liquidity" (intesa come "the availability of credit or the ease with which institutions can borrow or take on leverage") e "market liquidity" (ossia "the ease with which market participants can transact, or the ability of markets to absorb large purchases or sales without much effect on prices"). Ai fini della presente trattazione il termine verrà inteso così come definito nel *April 2008 Global Financial Stability Report* dell'International Monetary Fund, ossia come (p.xi) "the ability of a solvent institution to make agreed-upon payments in a timely fashion", dunque secondo la prima delle definizioni fornite.

Le banche commerciali fornirebbero entrambi i tipi di liquidità: così tramite la raccolta e il pagamento a vista di depositi bancari, esse garantiscono la produzione di *funding liquidity*, mentre attività quali quelle di (a) *market maker* o (b) lo smobilizzo di attivi tramite loro cartolarizzazione (ma anche, più semplicemente, tramite loro cessione), contribuiscono alla creazione di *market liquidity*. In maniera più approfondita, v. P. STRAHAN, *Liquidity production in 21st century banking*, in *NBER Working paper series*, 2008, 1 ss.

Per una rassegna dei diversi significati assunti dal concetto di "liquidità", si rimanda a K. NIKOLAU, *Liquidity (risk) concepts: definitions and interactions*, in *ECB Working Paper No. 1008*, 2009, 11.

Infine, occorre segnalare come la trasformazione della liquidità ottenuta tramite il finanziamento di *assets* relativamente illiquidi con passività relativamente liquide sia un tratto caratteristico dell'attività bancaria nei classici lavori di J. BRYANT, *A model of reserves, bank runs, and deposit insurance*, in *Journal of Banking & Finance*, 1980, 335 ss., e D. DIAMOND-P. DYBIVIG, *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, in *The Journal of Political Economy*, 1983, 401 ss. In maniera analoga si vedano, tra i tanti, D. DIAMOND- R. RAJAN, *Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking*, in *Journal of Political Economy*, 2001, 287 ss.; J. MACEY-M. O'HARA, *Bank corporate governance: a proposal for the post-crisis world*, in *FRBNY Economic policy review*, 2016, 87, e H. DEANGELO-R. STULZ, *Liquid-Claim Production, Risk Management, and Bank Capital Structure: Why High Leverage is Optimal for Banks*, in *NBER Working Papers*, 2013, 1 ss. In particolare, nel modello di quest'ultimi, la produzione di liquidità risulta essenziale per dare conto dell'elevato ricorso all'indebitamento come (altra) caratteristica del modello di *business* bancario. A riguardo, si veda *infra* nel testo e le successive nt. 33 e 34.

<sup>26</sup> Il termine è usato qui in maniera volutamente atecnica, ma il riferimento è principalmente alla categoria dei depositanti, per cui v. *infra* nel testo.

<sup>27</sup> Trasformazione (e creazione) della liquidità che, da un punto di vista economico, non si estrinseca solamente nel pagamento immediato della provvista raccolta a titolo di deposito, ma anche per il tramite di altre tipiche operazioni bancarie, quali le linee di credito. In tal senso, v. A. KASHYAP-R. RAJAN-J. STEIN, *Banks as liquidity providers: an explanation for the coexistence of lending and deposit-taking*, in *The Journal of Finance*, 2002, 34. Medesimi argomenti sono rinvenibili in P. STRAHAN, *Liquidity production*, *op.cit.*, 4.

<sup>28</sup> Si tratta di una funzione che, a prima vista, non è diversa da quella di trasformazione della liquidità appena rassegnata, e difatti, quando si tratta di dar conto del *proprium* dell'attività bancaria, la manualistica spesso le tratta in maniera promiscua: v. in tal senso X FREIXAS-J. ROCHET, *Microeconomics of Banking*, Cambridge, 2008, 4. Pare peraltro opportuno distinguerle, se non altro perché in tal modo è possibile dare maggior risalto al processo di creazione di liquidità, centrale nello svolgimento dell'attività bancaria. Per l'impostazione qui proposta v. Aa. Vv., *Principles*, *op.cit.*, 277.

impieghi di lunga durata tramite un indebitamento di breve / brevissimo termine; e

(iii) *Trasformazione dei rischi* (c.d. *qualitative asset transformation*): ossia il processo tramite il quale l'intermediario, a fronte di un indebitamento dal basso profilo di rischio verso i depositanti<sup>29</sup>, finanzia esposizioni di terze parti più rischiose (così, il credito alle imprese e alle famiglie), assumendone e sopportandone il relativo rischio (su tutti, il rischio di credito, peraltro mitigando l'assunzione di tale maggiore rischio per il tramite della diversificazione)<sup>30</sup>.

Invero, secondo alcune ricostruzioni, tale (tripartita) categorizzazione, pur toccando profili essenziali dell'intermediazione creditizia (su tutti, la leva/indebitamento come tratto coesistente alla stessa attività), ancora non varrebbe a denotare il *proprium* dell'attività bancaria, e dunque a distinguere l'impresa bancaria rispetto ad altre categorie di intermediari finanziari<sup>31</sup>. Ciò che permetterebbe di cogliere il tratto *distintivo* dell'impresa bancaria risulterebbe essere, sul versante del lato passivo della raccolta tra il pubblico, il contratto di deposito<sup>32</sup> e il *funding* dell'attività attuato prevalentemente

---

<sup>29</sup> Peraltro, la visione del deposito (e del depositante-risparmiatore, interessato solamente alla restituzione della somma mutuata) come operazione (e soggetto) esente da rischi (perché incondizionatamente tutelata/o dall'ordinamento) è in realtà semplicistica e storicamente decettiva. Come argomentato da M. CERA, *Il depositante bancario tra processo economico e mercati*, in AGE, 2016, 271 ss., infatti, da un lato, sul piano fenomenologico (i) alla figura e all'*unicum* del depositante-risparmiatore, figura uniforme e costante, si è ormai sostituito un panorama multiforme e variegato, a cui corrispondono una varietà di servizi offerti dalla banca che accedono al classico deposito in conto corrente; mentre dall'altro, sul piano deontico/normativo, (ii) la novellata disciplina della gestione delle crisi bancarie che, a partire dal 2014, ha modificato la posizione dei creditori bancari (ma soprattutto, di taluni depositanti) all'interno delle crisi bancarie, inducono a rivedere criticamente questo assunto (ma sul tema si tornerà ampiamente nella Seconda Sezione del Secondo Capitolo). In argomento v. anche P. ATHANASSIOU, *On the Legal and Economic Treatment of Bank Deposits as Investments: Some Reflections*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2014, 715 ss.

<sup>30</sup> Cfr. sul punto A. VALZER, *Lineamenti di diritto dell'impresa bancaria*, op.cit., 10 e 13 s., anche per la corretta osservazione per cui gli ultimi decenni testimonierebbero il raggiungimento di una fase ormai crepuscolare del principio dell'allocazione e sopportazione *esclusiva* del rischio di credito in capo all'ente bancario, e ciò per un'evoluzione della tecnica finanziaria che ormai permetterebbe l'esternalizzazione del rischio *de quo* sul mercato, e dunque, da ultimo, sullo stesso settore del risparmio. Si avrà modo di tornare sul tema *infra*, nel Paragrafo 3.

<sup>31</sup> In tutte o alcune delle tre funzioni appena esposte si sostanzierebbe d'altronde l'attività di altri intermediari creditizi, quali i *money market funds* e gli SPV specializzati nella cartolarizzazione e commercio di crediti (per entrambe le figure di intermediari, ma in maniera dettagliata per quest'ultimi, v. più approfonditamente *infra* Paragrafo 3), sicché esse non varrebbero ancora a denotare il *quid pluris* dell'attività bancaria. Il punto (che va a intersecarsi con il fenomeno dello *shadow banking* e con il sorgere della c.d. *market-based credit intermediation*, quali canali di finanziamento alternativi a quello bancario, per cui ancora v. *infra* Paragrafo 3) è ben esposto in Aa. Vv., *Principles*, op.cit., 281 e 433 ss., e C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, Bologna, 2016, 74 ss.

Simili considerazioni possono trovarsi in EBA, *Opinion on matters relating to the perimeter of credit institutions*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2014, 1 (nt.1), la quale, una volta identificate nell'attività di intermediazione del credito le medesime funzioni di cui *supra* nel testo (a dire il vero, aggiungendone una quarta, l'indebitamento, che viene in queste pagine data per implicita), le associa non solamente all'ente bancario: "The four key features of credit intermediation considered are: (a) maturity transformation (borrowing short and lending/investing on longer time scales); (b) liquidity transformation (using cash-like liabilities to buy less liquid assets); (c) leverage; (d) credit risk transfer (transferring the risk of credit default to another person for a fee). Examples of entities carrying on credit intermediation include: money market funds, special purpose vehicles engaged in securitisation transactions, securities and derivatives dealers and companies engaged in factoring, leasing or hire purchase". In termini simili sembrerebbe porsi anche ID, *Il diritto delle banche*, op.cit., 17.

<sup>32</sup> Per una caratterizzazione dei tratti essenziali del contratto di deposito (in quanto a sua volta essenziale per la delimitazione oggettiva del perimetro di una *credit institution* nella disciplina prudenziale europea) v. EBA, *Opinion*, op.cit., 3, laddove individua ne (i) l'obbligatorietà del rimborso della somma raccolta; (ii) da attuarsi a semplice domanda (c.d. depositi con restituzione a vista), o comunque *medio tempore* (c.d. depositi vincolati); (iii) con o senza pagamento di interessi, il *proprium* del rapporto in questione.

tramite questo strumento.

Si tratta certamente di un tema non nuovo sia nella letteratura di stampo economico<sup>33</sup> (ove la coesistenza dell'attività di raccolta di depositi – sul lato del finanziamento – e di esercizio del credito – sul lato delle esposizioni – troverebbe giustificazione nelle particolari sinergie che le due attività spiegherebbero qualora esercitate congiuntamente – e quindi, in ultima analisi, su basi efficientistiche –)<sup>34</sup> che, soprattutto, in quella giuridica<sup>35</sup>. In quest'ultima si rileva come l'attività (e, di riflesso, la struttura patrimoniale) bancaria (*i*) sia non solo ontologicamente (e tipologicamente) fondata su una elevata leva finanziaria<sup>36</sup>, ma soprattutto che (*ii*) tale indebitamento (*rectius*, esercizio dell'attività) si

---

Nella letteratura interna, Per il classico inquadramento civilistico della figura, v. B. LIBONATI, *Contratto bancario e attività bancaria*, Milano, 1965. Per una analisi privatistica in punto di (*i*) instaurazione; (*ii*) svolgimento; (*iii*) eventuale fase di modifica e (*iv*) riflessi della crisi bancaria sul rapporto *de quo*, ma anche per una rassegna della principale dottrina in materia, v. in luogo di molti, N. CIOCCA, *Depositi e obbligazioni bancari: disciplina privatistica e strumenti contrattuali di tutela*, in *AGE*, 2016, 411 ss.

<sup>33</sup> In maniera esplicativa P. STRAHAN, *Liquidity production*, *op.cit.*, 28: “what is different about commercial banks, what distinguishes them from other intermediaries, are products like checkable deposits and loan commitments. These products supply funding liquidity to customers: they offer cash on demand. Banks “special role” lies mainly in providing this funding liquidity [...]”. V. inoltre E. HUPKES, *Insolvency – why a special regime for banks*, disponibile su [www.imf.org](http://www.imf.org), 2002, 4 (nt.12), e E. GEORGE, *Are banks still special?*, in *Bank of England quarterly bulletin*, 1997, 113.

<sup>34</sup> V. A. KASHYAP-R. RAJAN-J. STEIN, *Banks as liquidity provider*, *op.cit.*, 34 ss., laddove si afferma come la coesistenza delle due attività permetterebbe alle banche di svolgere il loro ruolo di *liquidity provider* nella maniera che maggiormente minimizza i costi: ciò perché sia la raccolta di depositi, che la concessione di credito – soprattutto, quando quest'ultima si sostanzia in un impegno dell'istituto di credito, nella forma dei c.d. *off-balance sheet commitments* quali aperture di linee di credito e concessioni di lettere di credito a prima domanda, che impegnano la banca a fornire liquidità a semplice richiesta – imporrebbero all'ente, per far fronte alle richieste delle proprie controparti, di mantenere sempre a disposizione un determinato ammontare di *assets* liquidi (e dunque, entrambe le attività esporrebbero la banca a un *medesimo* rischio di liquidità). Detto altrimenti, il fatto che le due attività, per essere svolte correttamente, richiedano entrambe l'accantonamento di cespiti prontamente liquidabili, permetterebbe alla banca di sfruttare importanti economie di scala proprio grazie alla particolarità del suo *business* (a condizione però, evidentemente, che le due attività non siano perfettamente correlate, ossia che la maggior parte delle richieste di rimborso dei depositanti non coincidano temporalmente con quelle di concessione del credito). L'argomento è presentato anche in P. STRAHAN, *Liquidity production*, *op.cit.*, 9 ss.

In argomento v. anche, e forse soprattutto, il modello delineato da H. DEANGELO-R. STULZ, *Liquid claim*, *op.cit.*, 1 ss., dove (l'ottimalità de) l'elevato indebitamento bancario trova giustificazione in una funzione essenziale dell'attività bancaria: la produzione di “*liquid claims*” (e dunque, di liquidità, nel senso visto *supra* nel testo). Il modello in questione, dimostrata l'inapplicabilità alle imprese bancarie del teorema Modigliani – Miller (che postula l'indifferenza del valore dell'impresa rispetto alla struttura finanziaria di quest'ultima), sostiene come non sia indifferente per le imprese bancarie decidere di fondare la propria struttura finanziaria su risorse acquisite a titolo di debito ovvero di capitale: ciò perché la produzione di liquidità (e la relativa domanda sociale) risulta efficientemente soddisfatta solamente quando il soggetto bancario presenta una struttura finanziaria principalmente fondata sul debito: “*high leverage is optimal because issuing debt is how banks profit from producing (socially valuable) liquidity*” (p.5) e ancora “*bank capital structure choice matters because it is through short-term debt issuance that banks generate greater value when liquidity is priced at a premium*” (p.6).

Infine, Riconoscono uno stretto nesso funzionale tra elevata leva finanziaria e produzione di liquidità S. CLAESSENS-M. KOSE, *Financial Crises: explanations, types and implications*, in *IMF working Papers*, 2013, 18, per cui “*Because of their role in maturity transformation and liquidity creation, financial institutions operate with highly leveraged balance sheets. Hence, banking, and other similar forms of financial intermediation, can be precarious undertaking*”.

<sup>35</sup> Dove d'altronde, già in sede di disciplina positiva rilevante (cfr. art. 11 T.U.B.), il deposito bancario viene connotato soggettivamente per essere uno strumento di raccolta del risparmio riservato alle banche.

<sup>36</sup> Come è stato più autorevolmente detto da G. FERRI JR, *La posizione dei soci di società bancaria*, in *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, in *Dir. Banc. Merc. Fin.*, 2016, 815 ss., “*l'indebitamento rappresenta non tanto, e non solo, l'esito del ricorso al finanziamento, vale a dire alla raccolta di capitali altrui da impiegare nell'ambito della propria attività caratteristica, ma costituisce esso stesso un momento dell'esercizio di tale attività: e segnatamente di quel suo profilo, essenziale, per quanto non esclusivo, consistente nella raccolta del risparmio*”.



attui – perlomeno, per le banche c.d. commerciali<sup>37</sup> – in prevalenza attraverso la raccolta di depositi<sup>38</sup>. Il deposito distinguerebbe dunque *qualitativamente* l'impresa bancaria da altri intermediari finanziari che pur attuano, in forme diverse, la triplice trasformazione di liquidità – rischi – scadenze di cui sopra<sup>39</sup>.

Anche per il tramite delle peculiarità del contratto di deposito si manifesta un'altra caratteristica dell'impresa bancaria (ma invero, comune a tutte le imprese c.d. finanziarie): la fragilità<sup>40 41</sup> delle attività svolte (e della struttura finanziaria dell'ente che tali attività riflette). Tale fragilità è, in certa misura, una caratteristica ineliminabile<sup>42</sup>, direttamente collegata alle attività di trasformazione di

---

*tra il pubblico [...] mentre il passivo di una impresa non bancaria indica essenzialmente la misura dei finanziamenti da essa ricevuti al fine di esercitare l'attività caratteristica, quello dell'impresa bancaria esprime la stessa dimensione concorrenziale di quest'ultima: con la conseguenza che se, in generale, l'equilibrio finanziario dell'impresa si considera tanto più efficiente quanto più ridotta risulta l'esposizione debitoria rispetto al capitale proprio, e dunque, in un'ottica contabile, le passività (reali) rispetto al patrimonio netto, per quanto invece riguarda le banche, rispetto alle quali come detto l'ammontare dell'indebitamento risulta proporzionale al volume degli affari, e dunque alla liquidità bancaria, un passivo (reale) troppo contenuto si presta ad essere considerato, tutto al contrario, come un segnale di inefficienza.”.* Egualmente, v. anche R. MACEY-M. O'HARA, *The corporate governance of banks*, in *FRBNY Economic Policy Review*, 2013, 97; D. LA LICATA, *La struttura finanziaria*, *op.cit.*, 42 e 53; S. CAPIELLO-A. TARANTOLA RONCHI, *La «governance delle banche: vincoli e opportunità*, in AA.VV., *Banche e sistema finanziario. Saggi in onore di Francesco Cesarini*, Bologna, 2009, 30 ss.; A. MIRONE, *Temi e problemi in materia di governo societario delle banche*, in *Banca impresa soc.*, 2017, 3 ss.; P. MARCHETTI, *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *BBTC*, 1994, 486; P. DAVIES, *The Fall and Rise of Debt: bank capital regulation after the crisis* in *EBOR*, 2015, 492; G. FERRARINI, *Understanding the role of corporate governance in financial institutions: A research agenda*, in *ECGI Law Working Paper*, 2017, 5 ss., e E. MARTINO, *Law & Economics of Banks Corporate Governance in the Bail-In Era*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2018, 10.

<sup>37</sup> Tradizionalmente nella prassi e nella letteratura si è soliti distinguere un modello di banca “tradizionale” c.d. commerciale, il cui tratto caratteristico è l'esercizio congiunto dell'attività di raccolta – prevalentemente, tramite depositi – e l'erogazione di prestiti, e un modello di banca c.d. d'affari, o di investimento, la cui attività si sostanzia prevalentemente nella compravendita di titoli nei mercati mobiliari, per conto proprio o di terzi, e nella prestazione di altri servizi di investimento. Per la tassonomia in esame, v. C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, *op.cit.*, 20 s., e Aa. Vv., *Principles*, *op.cit.*, 28 ss. e 449 ss. Per una contestualizzazione storica dei due fenomeni, v. A. VALZER, *Lineamenti di diritto dell'impresa bancaria*, *op.cit.*, 13 s.

<sup>38</sup> E v. P. FERRO LUZZI, *Lezioni di diritto bancario. Vol. 1: Parte generale*, Torino, 2012, 105; G. FERRI JR, *La posizione*, *op.cit.*, 815, e B. LIBONATI, *Contratto bancario*, *op.cit.* 73 ss.

<sup>39</sup> In argomento cfr. Aa. Vv., *Principles*, *op.cit.*, 47 ss. Come già sottolineato nel testo, la raccolta per depositi varrebbe a differenziare l'impresa bancaria dalle altre imprese di investimento e ad evidenziare i limiti del fenomeno dello *shadow banking*.

<sup>40</sup> Il concetto di fragilità è qui inteso nel suo senso più lato, ossia come non proporzionalità tra un evento (variabile indipendente) e le sue conseguenze (variabile/i dipendente/i) in un sistema o, come meglio detto in F. ALLEN-D. GALE, *financial fragility, liquidity and asset price*, in *Journal of the European Economic Association*, 2004, 1015, “*We define a financial system to be fragile if small shocks have disproportionately large effects*”. La nozione di fragilità è dunque strettamente correlata con il principio di “non-linearità degli effetti”, al cuore delle posizioni di N. TALEB, *Antifragility: things that gain from disorder*, Londra, 2012. Anche per questo autore, dato un evento (x) e una conseguenza f(x) (payoff), la fragilità di un sistema si rivela quando “*a payoff [...] becomes disproportionately larger as the shock (event size) becomes larger*” – così N. TALEB-E. CANETTI-T. KINDA- E. LOUKOIANOVA-C. SCHMIEDER, *A new heuristic measure of fragility and tail risks: application to stress testing*, in *IMF Working papers*, 2012, 6.

<sup>41</sup> In realtà, come appena accennato nel testo e da un punto di vista generale, tale fragilità risulta congenita a qualsiasi tipo di attività finanziaria, volendosi dare al termine “attività finanziaria” il significato proposto da P.FERRO LUZZI, *Lezioni*, *op.cit.*, 122, ossia “*l'attività diretta a porre in essere, in serie, operazioni che tra le parti (cliente e banca od altro operatore finanziario) inizino e terminino con il denaro, indipendentemente dalla specifica natura giuridica, e connessione, dei singoli atti o negozi che possano giuridicamente puntualizzare tali operazioni*”.

<sup>42</sup> In questi termini v. nella letteratura giuridica G. FERRARINI, *Understanding the role of corporate governance*, *op.cit.*, 6; E. MARTINO, *Law & Economics of Banks Corporate Governance*, *op.cit.*, 10 e 17 ss., e J. ARMOUR-J. GORDON, *Systemic harms and shareholder value*, in *Journal of legal analysis*, 2014, 40 s.



liquidità, rischi, e scadenze (e dunque al sorgere di *liquidity – risks – maturity mismatches*) come sopra descritte, a loro volta basate su una struttura finanziaria fortemente eretta sull'indebitamento<sup>43</sup>: quando infatti la banca converte passività a breve scadenza, finanche pagabili a vista, in attività inesigibili nel breve periodo, si espone al rischio che un numero elevato dei propri depositanti richieda la restituzione delle somme versate in una maniera tale per cui non riesca a farvi fronte vuoi con le liquidità detenute (c.d. *funding liquidity risk*), vuoi smobilizzando, e dunque liquidando sul mercato, le attività in portafoglio<sup>44</sup>. In una sorta di effetto domino, inoltre, l'incapacità di far fronte alle richieste di liquidità dei depositanti (una situazione di "mera" illiquidità, che nulla dice sulla solidità patrimoniale dell'ente) può rapidamente evolvere in una situazione di insolvenza<sup>45</sup> (in cui il valore delle poste passive di bilancio risulta superiore alle poste attive): l'iniziale incapacità di far fronte alle richieste dei depositanti, anche in una situazione di *balance-sheet solvency* può infatti: (a) stimolare le richieste di *ulteriori* depositanti che, evidentemente incapaci di coordinare le proprie condotte, contribuiscono ad innescare meccanismi di c.d. *bank-run*<sup>46</sup> e (b) per l'effetto, indurre la banca a

---

<sup>43</sup> Per un approccio narrativo che segue quello di cui subito *infra* nel testo, v. in luogo di molti il classico lavoro di B. BERNANKE, *Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the great depression*, in *NBER Working Papers*, 1983, 259 ss.

<sup>44</sup> Col rischio peraltro di dover disfarsi a forte sconto di tali attività (ovvero, a un valore minore del c.d. *hold to maturity value*) e di innescare così una reazione a spirale/effetto domino nei confronti di altri intermediari che, detenendo simili investimenti, vedono quest'ultimi deprezzarsi (perché contabilizzati al *mark-to-market value*) per gli smobilizzi fatti da un altro intermediario (c.d. *fire sales of assets*). Per una più ampia disamina del fenomeno del *fire sales*, particolarmente rilevante nel più ampio contesto delle interconnessioni esistenti tra operatori bancari, si rimanda ai Paragrafi 2 e 3 e alla nt. 58.

<sup>45</sup> Si rende necessaria una presa di posizione terminologica sui concetti qui utilizzati di "illiquidità" e "insolvenza" (utilizzati nella nostra tradizione giuridica in maniera qualitativamente promiscua), ma adoperati differentemente dalla letteratura in tema di impresa bancaria. Come sottolineato da Aa. Vv, *Principles, op.cit.*, 290 (nt. 2), "*in relation to non-financial firms, inability to pay current debts and a shortfall of assets against liabilities are both referred to as "insolvency", In the context of banks, however, the term is generally used only for the latter, with the former being referred to as "illiquidity"*".

<sup>46</sup> La letteratura economica in tema di analisi dei fenomeni di *bank run* è sterminata e una sua completa esposizione esula dagli obiettivi del presente lavoro. Bastino qui le coordinate che seguono: a livello tassonomico, è possibile distinguere due differenti filoni argomentativi che tentano di dare contezza dei fenomeni in questione:

(i) un primo indirizzo ritiene che i meccanismi di corsa agli sportelli non siano correlati a *shocks* e, più in generale, cambiamenti del ciclo economico. In questo modello, i depositanti sono incentivati a ritirare i propri depositi per ragioni aleatorie ed esogene al modello stesso. Il successivo diffondersi del panico tra gli agenti, che anticipano simili comportamenti anche tra gli altri depositanti (secondo lo schema della classica profezia che si auto-avvera), avvia i meccanismi di *run* e la crisi di fiducia. Per questo motivo i modelli in questione sono anche definiti *panic-based*. Per un classico esempio in tal senso cfr. D. DIAMOND-P. DYBVIK, *Bank Runs, op.cit.*, 401 ss.;

(ii) un secondo indirizzo ritiene invece che la domanda generalizzata di rimborso dei depositi sia sensibile ai, e condizionata dai, risultati del ciclo economico, sicché secondo questo modello le crisi bancarie dovute a meccanismi di *bank run*, rappresentano risposte e anticipazioni dei depositanti circa il futuro propagarsi di squilibri reali verso il settore finanziario. Per questo motivo i modelli in questione sono definiti *fundamental-based*. A riguardo, v. G. GORTON, *Banking panics and business cycles*, in *Oxford Economic Paper*, 1988, 751 ss. Si noti come i meccanismi di *run* nei *repo market* di cui alla crisi finanziaria globale '07-'09 trovano un inquadramento e una spiegazione teorica proprio alla luce di quest'ultima modellazione. A riguardo, più approfonditamente, v. *infra* nel Paragrafo 3.

In entrambi i casi si rende necessaria una piccola considerazione di psicologia cognitiva e comportamentale: i meccanismi di corsa agli sportelli vengono solitamente qualificati come comportamenti *collettivamente* irrazionali dei depositanti (tanto più irrazionali quando la crisi di fiducia si verifica in situazioni in cui la solvibilità dell'ente non è in discussione). Ora, messe da parte le tradizionali considerazioni che, dipingendo la situazione del *bank-run* come un classico dilemma del prigioniero, concludono osservando come si abbia a che fare con comportamenti *individualmente* ma non *collettivamente* razionali (non è questo il punto di questa nota), ciò che preme qui evidenziare è la struttura di incentivi

liquidare, evidentemente a sconto, ulteriori attività (dando potenzialmente avvio a fenomeni di *fire sales of assets* di cui già *supra*, nt. 44, ma soprattutto *infra* Paragrafi 2 e 3 e nt. 58), imponendo all'intermediario la registrazione di perdite (stante la contabilizzazione degli impieghi oggetto di *fire sales* e liquidati al *mark-to-market value*) e deprimendo ancor di più i valori delle proprie attività rispetto a quelle delle passività. Date le numerose interconnessioni che interessano il sistema bancario (per cui subito *infra* Paragrafi 2 e 3), una situazione di vulnerabilità *individuale* risulta potenzialmente in grado di transitare – e dunque, propagarsi – verso altri attori del sistema bancario e finanche compromettere, in guisa di una reazione a catena, il funzionamento dei sistemi economici e produttivi. Non ci si soffermerà qui oltre sulle necessità, avvertite ormai da tempo, di regolare la struttura patrimoniale degli intermediari bancari in maniera tale da contenere l'emersione di rischi del genere di quelli appena descritti. Si avrà infatti modo di tornare nel Secondo Capitolo, con diverso grado di approfondimento, sui temi della adeguata patrimonializzazione bancaria e sul governo del rischio di liquidità delle imprese bancarie. Ciò che premeva rilevare in queste brevi righe è la fragilità di un'attività che però riveste, nel contempo, e come anche vedremo nel prossimo Paragrafo, un ruolo centrale per il funzionamento delle moderne economie di mercato.

Il deposito, infine, risulta essere istituto essenziale ai fini della c.d. funzione monetaria assoluta dall'intermediario bancario (c.d. commerciale) che, più in generale, centrale per il funzionamento degli odierni sistemi dei pagamenti (che a loro volta si avvalgono principalmente del canale bancario). Così, i depositi bancari risultano essere in larga misura passività del sistema monetario, sicché essi

---

dei depositanti, i quali sono posti di fronte alla scelta (non costosa) di (i) chiedere il pagamento a vista del proprio debito oppure (ii) di non chiedere tale pagamento, e invece adoperarsi in (costose) valutazioni degli attivi bancari per appurare che effettivamente l'intermediario (non) sarà in grado di onorare il proprio debito. Da questo angolo visuale, si può comprendere come, pur dinanzi a fumosi e non verificati segnali circa un deterioramento della situazione patrimoniale dell'ente bancario, risulti economicamente sensato optare per la scelta non costosa di cui sopra. Si tratterebbe allora di un caratteristico esempio di *bounded rationality*, per cui v. il classico lavoro di H. SIMON, *Models of man. Social and rational. Mathematical essays on rational human behavior in a social setting*, New Jersey, 1957 (ma allora, non può non farsi riferimento a quel celebre comparto della recente psicologia cognitiva che studia le intrinseche limitazioni del processo decisionale umano e che va sotto l'etichetta de "heuristic & bias theory", per cui lettura obbligatoria è perlomeno D. KAHNEMAN, *Thinking fast and slow*, Londra, 2011).

Peraltro, per la prospettiva per cui l'agire secondo fiducia ("confidence"), e il venir meno di questa, implicano necessariamente un agire *non razionale* ("the very meaning of trust is that we go beyond the rational. Indeed the truly trusting person often discards or discounts certain information. She may not even process the information that is available to her rationally; even if she has processed it rationally, she still may not act on it rationally. She acts according to what she trusts to be true"), e per il ruolo focale e decisivo che la fiducia assume ai fini della comprensione di alcune delle più gravi recessioni e crisi finanziarie della storia contemporanea e recente ("if this is what we mean by confidence, then we see immediately why, if it varies over time, it should play a major role in the business cycle. Why? In good times people trust. They make decisions spontaneously. They know instinctively that they will be successful. They suspend their suspicions. Assets values will be high and perhaps also increasing. As long as people remain trusting, their impulsiveness will not be evident. But then, when the confidence disappears, the tide goes out. The nakedness of their decisions stands revealed. The very term confidence [...] indicates why it plays a major role in macroeconomics. When people are confident they go out and buy; when they are unconfident they withdraw, and they sell. Economic history is full of such cycles of confidence followed by withdrawal") v. il fondamentale lavoro di G. AKERLOF-R. SHILLER, *Animal spirits. How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*, Princeton, 2009, 12 ss. e 59 ss.

possono essere utilizzati come moneta per fini solutori o, detto altrimenti, gli odierni sistemi dei pagamenti, che fondano principalmente la loro operatività su strumenti e istituti forniti dal sistema bancario (assegni, bonifici, carte di credito), hanno un momento centrale di attuazione proprio tramite la figura del deposito in conto corrente<sup>47</sup>. Esattamente attraverso tali temi si inizia a cogliere la dimensione e la rilevanza *esterna* dell'impresa bancaria.

## 2. *Debito e attività bancaria: centralità “sistemica” e interconnessioni.*

La rilevanza delle attività appena descritte (e, per metonimia, dell'impresa bancaria) può essere appieno compresa se si considera la centralità assunta dai sistemi e i servizi finanziari per il funzionamento degli odierni sistemi economici e produttivi. Così molte – se non tutte – le *core functions* “svolte” da un sistema finanziario correttamente funzionante troverebbero emersione anche nell'attività bancaria così come descritta nel precedente Paragrafo.

Tali funzioni<sup>48</sup>, essenziali per il funzionamento delle moderne economie di mercato, si ridurrebbero essenzialmente a cinque e consisterebbero nel: (i) garantire e facilitare il sistema degli scambi, su cui si strutturano le odierne economie di mercato, apprestando affidabili strumenti di pagamento (tra banche, banche e imprese, imprese e persone fisiche); (ii) permettere la mobilitazione e canalizzazione di risorse da soggetti in surplus di fondi, verso progetti/investimenti che necessitano di fondi; (iii) individuare e selezionare quelli, tra i progetti/investimenti di cui *sub* (ii) che garantiscano l'utilizzo maggiormente produttivo delle risorse investite; (iv) monitorare il corretto svolgimento di tali progetti e, più in generale, (v) affidare la gestione dei rischi che necessariamente scaturiscono da qualsiasi attività di mobilitazione di denaro (finanche e soprattutto con obbligo di

---

<sup>47</sup> Sulla funzione monetaria svolta dall'impresa bancaria, per il tramite della c.d. “moneta fiduciaria” o “moneta bancaria”, cfr. nella manualistica giuridica A. VALZER, *Lineamenti di diritto dell'impresa bancaria*, op.cit., 11 s. e C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, op.cit., 13 s., e, in quella economica, P. ALESSANDRINI, *Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza*, Bologna, 2015, 47. Cfr. anche E. GEORGE, *Are banks still special?*, op.cit., 115, e Aa. Vv., *Principles*, op.cit., 242.

Sulla tutela, nel dettato costituzionale (art. 47), della c.d. “liquidità monetaria”, ottenuta a sua volta tramite la tutela e la disciplina del rapporto risparmio-credito, v. già le analisi di F. MERUSI, art. 47, voce in *Commentario della Costituzione*, Roma, 1980, 153 ss.

<sup>48</sup>In letteratura, per le considerazioni e la classificazione che segue, cfr. Aa. Vv., *Principles*, op.cit., 28 ss.; E. GEORGE, *Are banks still special?*, op.cit., 113, e C. MERTON-Z. BODIE, *A conceptual framework for analyzing the financial system, The Global Financial System: A Functional Perspective*, Cambridge, 1995, 3 ss.. Per una categorizzazione formalmente diversa, ma simile nella sostanza, v. G. FERRARINI, *Understanding the role of corporate governance*, op.cit., 4.

Nella letteratura giuridica nazionale, per i rapporti esistenti tra attività creditizia, attività produttiva e sviluppo economico, v. F. VELLA, *L'esercizio del credito*, Milano, 1990.

restituzione) a quei soggetti maggiormente in grado di governare tali rischi<sup>49</sup> <sup>50</sup>.

D'altronde, la centralità delle funzioni svolte dall'impresa bancaria per l'economia reale trova conferma, "in negativo", in quegli studi che evidenziano (su un piano descrittivo) le ripercussioni e le implicazioni delle crisi finanziarie (e, in particolare, bancarie) per il sistema economico<sup>51</sup> e, di conseguenza (su un piano normativo) nei numerosi argomenti che tendono a distinguere l'insolvenza dell'impresa finanziaria in genere (e bancaria in particolare) dal dissesto dell'impresa non finanziaria<sup>52</sup>, proprio in virtù degli effetti e conseguenze che deriverebbero dall'insolvenza dell'una,

---

<sup>49</sup> I punti passati in rassegna sono ben compendati nella definizione di "cost of credit intermediation" data nel celebre lavoro di B. BERNANKE, *Non-monetary effects*, *op.cit.*, 263, per cui: "For a competitive banking system we define the cost of credit intermediation (CCI) as being the cost of channeling funds from the ultimate savers/lenders into the hands of good borrowers. The CCI includes screening, monitoring, and accounting costs, as well as the expected losses inflicted by bad borrowers. Banks presumably choose operating procedures that minimize the CCI. This is done by developing expertise at evaluating potential borrowers; establishing long-term relationships with customers; and offering loan conditions that encourage potential borrowers to self-select in a favorable way".

<sup>50</sup> Come si è soliti sottolineare, le funzioni appena elencate possono (i) idealmente essere svolte anche da istituzioni finanziarie ma non bancarie e (ii) trovare emersione non necessariamente tramite l'attività di un intermediario, ma direttamente nei mercati dei capitali, nelle forme della c.d. *market-based intermediation* (in argomento v. Aa. Vv., *Principles*, *op.cit.*, 28 ss., per i quali proprio per questo motivo risulterebbe più corretto, da un punto di vista descrittivo, un approccio "funzionale" alla categorizzazione degli intermediari finanziari, focalizzato unicamente sulle funzioni da essi svolte). Peraltro, nonostante la complementarità dei mercati dei capitali nell'assolvimento di dette funzioni, rimane, sul piano empirico, la constatazione per cui il canale bancario rappresenta la principale fonte di accesso alla liquidità per numerose istituzioni finanziarie e non. In argomento v. E. HUPKES, *Insolvency*, *op.cit.*, 3, e, seppur con riferimento alla conclusione del secolo scorso, E. GEORGE, *Are banks still special?*, *op.cit.*, 114 ss.

<sup>51</sup> V. B. BERNANKE, *Non-monetary effects* *op.cit.*, 257 ss., sulle conseguenze reali (ossia, su variabili macroeconomiche) delle crisi bancarie e finanziarie, con riferimento alla Grande Depressione del 1930-1933 (in particolare, sull'esistenza di un canale non-monetario di propagazione delle ricadute del sistema bancario e finanziario sull'economia reale – la riduzione qualitativa e quantitativa dei servizi finanziari per l'economia reale, su tutti l'intermediazione e allocazione del credito –). Per la tesi "monetarista", per cui una generalizzata insolvenza degli intermediari bancari, comportando una diminuzione dell'offerta di moneta, si ripercuote così sul sistema macroeconomico, cfr. M. FRIEDMAN-A. SCHWARTZ, *A monetary history of the United States, 1867-1960*, Princeton, 1963. Si veda anche S. CLAESSENS-M. KOSE, *Financial Crises*, *op.cit.*, 27 ss.

<sup>52</sup> Più nel dettaglio, la particolarità dell'attività bancaria e della posizione assunta dall'intermediario si rifletterebbe, modificandole, su alcune delle caratteristiche tipiche delle ordinarie procedure concorsuali, ovvero su: (i) le finalità e gli obiettivi della procedura (laddove al classico obiettivo di tutela del ceto creditorio, tramite massimizzazione del valore dei cespiti sociali, si affiancherebbero – finanche, sostituendosi – finalità di preservazione della stabilità del sistema finanziario e di tutela dei depositanti); (ii) i presupposti per l'apertura della procedura (laddove la medesima sarebbe, per quanto riguarda l'impresa bancaria, (a) completamente nelle mani dell'autorità amministrativa e sottratta all'iniziativa dei creditori e (b) attivabile sulla base di presupposti più ampi rispetto a quelli tipici per le imprese non-finanziarie); (iii) il ruolo delle autorità amministrative rispetto a quelle giudiziarie e (iv) il ruolo del ceto creditorio nella gestione della crisi durante procedura (decisamente ridotto, per riflettere la necessità di bilanciare gli obiettivi di massima soddisfazione di quest'ultimi con le finalità di stabilità del sistema finanziario).

Inoltre, si argomenta, la necessità di uno specifico regime per la gestione della crisi e dell'insolvenza dell'impresa bancaria deriva dalle particolari externalità (negative) che genererebbe il dissesto di quest'ultima (ovviamente, con particolare riferimento a quelle che assumono dimensioni sistemiche) ma non il fallimento delle imprese non-finanziarie, externalità che non verrebbero completamente internalizzate per il tramite di un'ordinaria procedura di insolvenza. Così, la letteratura segnala: (i) il ruolo della fiducia (laddove la crisi o il fallimento dell'impresa non finanziaria possono rappresentare un vantaggio di mercato per le imprese concorrenti, la crisi o il fallimento di un'impresa bancaria rischia invece di minare la fiducia di risparmiatori e sovventori che hanno instaurato rapporti con altri attori bancari); (ii) il rischio di effetti *spill-over*/contagio tra agenti del canale bancario e finanziario; (iii) l'ampiezza dei costi sociali derivanti dalla crisi dell'intermediario bancario e (iv) i costi per i contribuenti a seguito di salvataggi bancari finanziati con denaro pubblico. I punti (i), (ii) e (iii) sono discussi più approfonditamente *infra*, in questo Paragrafo. Il punto (iv) è invece oggetto di approfondimento nel Secondo Capitolo, in particolare nel Paragrafo 7.

Per tutti questi punti cfr. E. HUPKES, *Insolvency*, *op.cit.*, 3 ss.; ID, *Special bank resolution and shareholders' rights: balancing competing interests*, in *Journal of financial regulation and compliance*, 2009, 277 ss.; M. MARINIC-R.

ma non dell'altra (perlomeno, quando la prima assuma una dimensione c.d. sistemica)<sup>53</sup>.

La rilevanza assunta dall'ente bancario negli odierni circuiti economici, in uno con la fragilità della sua struttura patrimoniale (per cui *supra*, Paragrafo 1) rappresenta la chiave di lettura di buona parte della regolamentazione in materia. Peraltro, il tema della (necessaria) fragilità delle attività svolte assume tanta più importanza se lo si considera congiuntamente a un'altra caratteristica/proprietà degli odierni sistemi del credito: le interconnessioni che si instaurano tra i soggetti appartenenti a tali *networks* che permettono, potenzialmente, non solo la trasmissione/propagazione degli *shocks* da un intermediario a un altro – c.d. effetto contagio, o *spill-over effects* – ma anche una amplificazione degli effetti di tali *shocks* – facendo riemergere qui quel paradigma della “non linearità degli effetti” di cui si è data breve menzione in nt. 40, e su cui si incardina la definizione di “fragilità” che lì si era proposta, ai sensi della quale “*a small disruption can trigger a domino effect that propagates through the system and propels it into a crisis state*”<sup>54</sup> –. Come vedremo, si tratta di un elemento (e vulnerabilità del sistema) che ha avuto un momento di decisa emersione nel corso dell'ultima crisi finanziaria globale '07-'09<sup>55</sup>.

A tal riguardo, gli attori istituzionali tendono a dare una definizione ampia del fenomeno – necessaria per intercettare tutte le sue le manifestazioni, seppur per questo forse debole da un punto di vista epistemico –, laddove “*financial interconnectedness refers to direct and indirect linkages among*

---

VLAHU, *The economic perspective of bank bankruptcy law*, in *DNB Working Paper*; 2011, 1 ss.; M. HAENTJENS, *National Insolvency Law in International bank Insolvencies*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2014, 1 ss.; M. HAENTJENS-B. WESSELS, *Three paradigm shifts in recent bank insolvency law*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2016, 396 ss.; E. RULLI-P. BAUDINO-A. GAGLIANO-R. WALTERS, *How to manage failures of non-systemic banks? A review of country practices*, in *Financial Stability Institute Insights on policy implementation*, 2018, 1 ss. e R. DE WEIJS, *Too big to fail as a game of chicken with the State: what insolvency law theory has to say about TBTF and vice versa*, in *European Business Organization Law Review*, 2013, 201 ss. *Contra*, per un'opinione minoritaria che pur riconoscendo la specialità e la rilevanza dell'intermediario bancario per gli odierni sistemi economici, non inferisce la necessità di una regolamentazione speciale, v. G. KAUFMAN, *Bank failures, systemic risk, and bank regulation*, in *Working Papers Series. Issues in Financial Regulation. Research Department Federal Reserve Bank of Chicago*, 1996.

<sup>53</sup> Per una disamina della nozione di “rischio sistemico” v. *infra*, nt. 62. Ai fini del testo annotato, basti qui la definizione data dalla Direttiva 2013/36/UE, in materia di accesso all'attività degli, e vigilanza prudenziale sugli, enti creditizi (c.d. “CRDIV”, su cui pur si tornerà ampiamente nel presente lavoro), art. 3, paragrafo 1, punto (10), laddove definisce il “*systemic risk*” come “*a risk of disruption in the financial system with the potential to have serious negative consequences for the financial system and the real economy*”.

L'idea che l'intermediario bancario non-sistemico (il cui fallimento dunque *non* crei perturbazioni per l'economia) non necessiti di un sistema *ad-hoc* di gestione della crisi, ma quest'ultima possa invece essere affrontata tramite gli strumenti forniti dalle ordinarie procedure concorsuali è d'altronde un principio cardine dell'odierno sistema europeo di risoluzione delle crisi bancarie (e su questo presupposto si sono sviluppati i *Key Attributes of Effective Resolution Regimes* adottati dal *Financial Stability Board* nel 2011, dei quali v. in particolare il Paragrafo 1, ma su cui si tornerà nella Seconda Sezione del Secondo Capitolo). Sull'argomento cfr. E. RULLI-P. BAUDINO-A. GAGLIANO-R. WALTERS, *How to manage failures of non-systemic banks?*, *op.cit.*, 3.

<sup>54</sup> S. BATTISTON-J. FARMER-A. FLACHE-D. GARLASCHELLI-A. HALDANE-H. HEESTERBEEK-C. HOMMES-C. JAEGER-R. MAY-M. SCHEFFER, *Complexity theory and financial regulation*, in *Science*, 2016, 818.

<sup>55</sup> Per un'analisi delle interconnessioni finanziarie come elemento di vulnerabilità precipuo dell'ultima crisi finanziaria, oltre a quanto *infra* nel Paragrafo 3, v. sin da subito IMF, *Regulatory reform 10 years after the global financial crisis: looking back, looking forward*, in *IMF global financial stability report – a decade after the global financial crisis: are we safer?*, 2018, 58 s.

*financial institutions. These linkages can take many forms. For example, contractual connectedness is the dependency of one institution on another that stems from contractual obligations (such as ownership, loans, and derivatives) between the two institutions. Banks that participate in the interbank market, for instance, become interconnected as they become exposed to one another through lending and borrowing operations. Financial institutions also create common exposures when they invest in the same asset [...]*<sup>56</sup>. Ai fini del presente elaborato, le interconnessioni possono essere intese come un canale per la trasmissione di rischi che trova ragione nella mutua interdipendenza degli intermediari bancari. In particolare, da un punto di vista tassonomico, si tende a distinguere tra: (a) *interconnessioni dirette*, dove le istituzioni risultano direttamente esposte l'una all'altra, vuoi per il tramite di rapporti obbligatori – si pensi, ad esempio, agli scambi di liquidità che avvengono nel mercato interbancario – vuoi per la detenzione in portafoglio di strumenti di capitale emessi da un altro intermediario<sup>57</sup> e (b) *interconnessioni indirette*, dove canali di trasmissione tra le istituzioni esistono nonostante l'assenza di rapporti diretti tra le parti<sup>58</sup>.

---

<sup>56</sup> P. GEORG-C. MINOIU, *Seven questions on financial interconnectedness*, in *IMF research bulletin*, 2014, 9. In maniera analoga v. Z. LIU-S. QUIET-B. ROTH, *Banking sector interconnectedness: what is it, how can we measure it and why does it matter?* in *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2015, 130, e DTCC, *White Paper. understanding interconnectedness risks*, disponibile su [www.ddtc.com](http://www.ddtc.com). 2015, 4.

<sup>57</sup> Un elenco esaustivo di situazioni che, con specifico riferimento al *network* bancario, danno luogo a interconnessioni dirette tra gli agenti è rinvenibile in DTCC, *White Paper, op.cit.*, 5 e M. HELLWIG, *Systemic risk, macro-shocks*, disponibile su [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu). 2018, 4 ss.

<sup>58</sup> È possibile compendiare lungo quattro diversi poli la categoria delle interconnessioni indirette esistenti tra gli operatori. Così si hanno:

(a) interconnessioni dovute a rapporti contrattuali (c.d. *contractual dominos*), dove è lo stesso strumento contrattuale che, implicando un rischio di controparte e il relativo inadempimento, può innescare un effetto domino allorché il primo debitore insolvente causa (i) l'insolvenza delle parti a esso contrattualmente esposte, ma anche (ii) di quelle terze parti esposte verso i creditori del soggetto decotto (avendosi così un effetto domino verso soggetti terzi al rapporto contrattuale “di base” che segna la differenza con le interconnessioni dirette appena menzionate nel testo). Esempiarmente, il fallimento di Lehman Brothers del 15 settembre 2008 causò non solo il fallimento del fondo di *money market* Reserve Primary, enormemente esposto verso Lehman ma soprattutto il conseguente scatenarsi di un effetto domino verso altri operatori di mercato creditori di quest'ultimo.

(b) interconnessioni dovute alle c.d. “*exposure to common assets*” (c.d. *asset price contagion – fire sale contagion*), particolarmente comuni nel mondo bancario per via delle simili strategie di investimento adottate dagli intermediari, e pericolose quando combinate con fenomeni di *fire sales of assets*, ossia di dismissioni di ampi volumi di *assets* lungo brevi periodi di tempo non assorbiti da una corrispondente domanda, e ciò a causa degli effetti depressivi sui corsi dei medesimi cespiti (c.d. *downward spirals*) detenuti da altri intermediari (i quali, soprattutto quando tali *assets* sono contabilizzati a valori di mercato, si vedono costretti a registrare una *mark-to-market loss* per situazioni in cui non hanno avuto alcuna parte attiva). Il fenomeno e le conseguenze del *fire sales of assets* hanno avuto un rilevante momento di emersione negli eventi dell'ultima crisi finanziaria, in maniera particolare nei c.d. *repo markets*, laddove i cespiti concessi come *collateral* nei *repo-agreements* conclusi dagli intermediari del c.d. *shadow banking system*, una volta divenuti oggetto di dismissioni generalizzate, hanno obbligato quest'ultimi a far fronte a esose *margin calls* per il mantenimento dei finanziamenti ottenuti (per una trattazione più dettagliata, si rimanda al Paragrafo 3). La dismissione di ampi volumi di attività è una strategia individualmente razionale laddove l'intermediario, che registri a vario titolo perdite che impattano sui coefficienti regolamentari di patrimonializzazione minima (su cui si tornerà ampiamente nel Secondo Capitolo della trattazione), è costretto a ridurre le sue esposizioni per ribilanciare i *capital ratios*. Come si vedrà, questi si configurano solitamente come un rapporto tra fondi propri – essenzialmente *equity* – e attività ponderate per il rischio, sicché l'intermediario che registri perdite e che sia costretto a intraprendere operazioni per ripristinare i valori di capitalizzazione minima può sia/o tentare di ripatrimonializzarsi tramite emissioni azionarie che/o ridurre il valore assoluto delle proprie esposizioni, dismettendole sul mercato. Ora, mentre la prima opzione, per quanto preferibile, è solitamente impraticabile in situazioni di crisi, perché la ricapitalizzazione, per quanto possa essere collettivamente

Come si accennava, il tema delle interconnessioni assume importanza poiché quest'ultime rappresentano il canale attraverso cui fenomeni di trasmissione di rischi e contagio possono propagarsi e diffondersi tra gli appartenenti al sistema<sup>59</sup>.

Il tema delle interconnessioni dunque, congiuntamente agli altri temi di cui si è tentato di dare evidenza (che riguardano sia l'attività bancaria "isolatamente considerata" che le relazioni che quest'ultima instaura "verso l'esterno"), contribuisce a fornire il quadro delle principali caratteristiche che concorrono a definire il *business* bancario. Come è stato autorevolmente detto tali caratteristiche possono rappresentare, e hanno rappresentato, altrettante vulnerabilità del sistema: "*examples of vulnerabilities include high levels of leverage, maturity transformation, interconnectedness and complexity, all of which have the potential to magnify shocks to the financial system*"<sup>60</sup>.

---

efficiente (ad esempio, permettendo all'intermediario di finanziare progetti con valori attesi netti positivi), richiederebbe investitori disponibili a fornire fondi destinati immediatamente a ripianare le perdite – e allora si trasformerebbe in un trasferimento di ricchezza netto tra azionisti e creditori –. La seconda alternativa si configura così come unica opzione per far fronte al problema, comportando però le conseguenze negative di cui già si è dato conto.

(c) interconnessioni dovute alla condivisione di canali informativi (c.d. *information contagion* e *hysteria contagion*), dove la trasmissione di *shocks* tra istituzioni è dovuta alla diffusione di informazioni (e alla loro errata interpretazione da parte dei risparmiatori e investitori) sulla situazione di stress finanziario di un intermediario e conseguente attribuzione delle medesime difficoltà ad altri intermediari che, pur condividendo con il primo l'attività svolta, possono invero ben risultare capienti da un punto di vista patrimoniale e finanziario, innescando allora anche in quest'ultimi situazioni di turbolenza. È possibile riconoscere qui, in questa sorta di *self-fulfilling prophecy* (dovuta in ultima analisi a meccanismi di asimmetria informativa, oltre che di *bounded rationality*), il classico operare dei fenomeni di *bank-run*, e

(d) interconnessioni con lo *shadow banking system*: l'analisi di questo canale di trasmissione, per la sua rilevanza nel complesso degli eventi che hanno portato alla crisi finanziaria, è svolta in maniera più approfondita nel Paragrafo 3.

Infine, per una mappatura più dettagliata delle fattispecie che possono dare luogo a interconnessioni indirette, cfr. DTCC, *White Paper, op.cit.*, 6.

<sup>59</sup> A rigor del vero l'analisi qui presentata, seppur corretta, soprattutto per i fini del presente elaborato, non è estranea ad alcune semplificazioni (*i.e.*, non tiene in debito conto alcune delle considerazioni raggiunte dalla c.d. *network analysis*). Ciò perché (i) il sorgere di interconnessioni nel sistema bancario, ma più in generale in qualsiasi sistema, è una conseguenza naturale del libero contrattare degli agenti che compongono il sistema *de quo*, sicché, ma è quasi un truismo, assolve potenzialmente funzioni positive: la soddisfazione dei rispettivi bisogni degli agenti – in tal senso v. Z. LIU-S. QUIET-B. ROTH, *Banking Sector Interconnectedness, op.cit.*, 130, per cui "*Interconnectedness between banks is not always a bad thing: transactions between financial market participants enable them to obtain funding or transfer risk*" e (ii) di conseguenza, il rapporto causale tra un sistema interconnesso e (dunque) l'esistenza di canali di propagazione dei rischi non è una inferenza così scontata (e unidirezionale). Invero, certa letteratura sembrerebbe suggerire che un certo livello di interconnessioni nel sistema bancario sarebbe auspicabile, in quanto garantirebbe una certa dose di distribuzione e condivisione del rischio tra i suoi appartenenti – e in tal senso v. A. HUSER, *Too Interconnected to Fail: A Survey of the Interbank Networks Literature*, in *SAFE Working Paper Series*, 2015, 3, per cui "*there is a trade-off between risk sharing via linkages to other banks and contagion risk due to too many linkages*".

In generale, sulla *network analysis*, v. B. BERNANKE, *Monitoring the financial system*, discorso tenuto alla 49ma Conferenza Annuale in materia di "Bank structure and competition", Chicago, 2013, 4, e, per una sua applicazione concreta cfr. T. PELTONEN-M. RANCAN-P. SARLIN, *Interconnectedness of the banking sector as a vulnerability to crises*, in *ECB Working paper series No 1866*, 2015, 1 ss.

<sup>60</sup> B. BERNANKE, *Monitoring, op.cit.*, 2. In particolare, l'ex Governatore della FED presenta una conoscitivamente-utile differenziazione tra *triggers* e *vulnerabilities* di una crisi finanziaria, che vale la pena riportare: "*The triggers of any crisis are the particular events that touch off the crisis – the proximate causes, if you will. For the 2007–09 crisis, a prominent trigger was the losses suffered by holders of subprime mortgages. In contrast, the vulnerabilities associated with a crisis are preexisting features of the financial system that amplify and propagate the initial shocks. [...] Absent vulnerabilities, triggers might produce sizable losses to certain firms, investors, or asset classes but would generally not lead to full-blown financial crises; the collapse of the relatively small market for subprime mortgages, for example, would not have been nearly as consequential without preexisting fragilities in securitization practices and short-term funding markets which greatly increased its impact. Of course, monitoring can and does attempt to identify potential triggers – indications*

### 3. Attività bancaria e crisi finanziaria globale: emersione delle vulnerabilità e delle patologie del sistema bancario. Spunti sistematici per una sua regolamentazione.

A questo punto della trattazione appare proficuo passare brevemente in rassegna gli eventi e le circostanze che hanno contribuito al dispiegarsi della crisi bancaria del 2007-2009. E ciò perché tali avvenimenti altro non fanno che evidenziare come le caratteristiche di cui si è appena dato conto (interconnessioni intra- e infra- sistema finanziario<sup>61</sup>; alti volumi di indebitamento; elevati livelli di *maturity – liquidity – risk mismatches* e, per l'effetto, elevati gradi di fragilità) possono rappresentare, nei loro risvolti patologici, altrettante vulnerabilità del sistema (ossia, elementi che contribuiscono alla creazione non solamente di rischio, ma di rischio c.d. sistemico<sup>62</sup>).

---

*of an asset bubble, for example – but shocks of one kind or another are inevitable, so identifying and addressing vulnerabilities is key to ensuring that the financial system overall is robust”.*

In maniera analoga a quanto nel testo, cfr. EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD, *Flagship report on Macroprudential Policy in the Banking Sector*, Francoforte, 2014, paragrafo 12. Nella letteratura giuridica, per un accenno a quanto nel testo, v. G.B. PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, 49, ribadito in ID, *Dalla “pietra del vituperio” al “bail-in”*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, 25.

<sup>61</sup> In queste pagine si è dato conto esclusivamente del canale di propagazione che dal sistema finanziario (e bancario in particolare) muove verso l'economia reale, e non viceversa. A tal proposito, per un esempio di interazione tra il settore non-finanziario ed il settore bancario, si consideri la posizione patrimoniale di una banca che detenga ampi volumi di titoli di Stato del paese “x”, e che dunque possa risentire della crisi del debito c.d. Sovrano di quest'ultimo (vuoi per rischi di *default* del paese emittente generati, ad esempio, da squilibri di finanza pubblica e perdite di fiducia circa la capacità di ripagare il debito pubblico). In effetti, questa è una situazione di cui si è avuta concreta evidenza in Italia nel 2011. Per un'analisi in tal senso, v. P. ANGELINI-G. GRANDE-F. PANETTA, *The negative feedback loop between banks and sovereigns*, in *Banca d'Italia Occasional Paper (questioni di economia e finanza) No. 213*, 2014.

<sup>62</sup> Un'indagine circa il significato da attribuire alla fattispecie “rischio sistemico” risente necessariamente dei contrasti sorti in sede di definizione della fattispecie “stabilità finanziaria” (di cui si dà conto *infra*, nt. 107), in virtù dello stretto legame tra le due e, in tal senso, cfr. G. GALATI-R. MOESSNER, *Macroprudential policy – a literature review*, in *BIS Working Papers Series*, 2011, 13.

Si può peraltro trattare come non problematica tale indagine *per i limitati fini* dell'elaborato in esame, e allora decidere convenzionalmente di aderire all' approfondita analisi sulla nozione di “rischio sistemico” svolta da S. SCHWARCZ, *Systemic risk*, in *The Georgetown law journal*, 2008, 194 ss., dove:

(i) (a) ne viene fornita una definizione (“*the risk that (i) an economic shock such as market or institutional failure triggers (through a panic or otherwise) either (X) the failure of a chain of markets or institutions or (Y) a chain of significant losses to financial institutions, (ii) resulting in increases in the cost of capital or decreases in its availability, often evidenced by substantial financial-market price volatility*”), che peraltro si suggerisce di integrare con la distinzione tra *triggers* e *vulnerabilities* prospettata *supra* nt. 60 e (b) viene contraddistinto rispetto ai c.d. rischi idiosincratichi/sistematici, i quali invero possono essere economicamente benefici e non dovrebbero allora azionare un plesso regolamentare (quale quello previsto per far fronte ai rischi sistemici) volto a impedirne il manifestarsi;

(ii) secondo un approccio proprio dell'analisi economica del diritto, la necessità di prevedere un intervento regolamentare per far fronte ai rischi sistemici viene individuata nell'incapacità e impossibilità degli agenti economici, assente la regolamentazione, di ridurre e internalizzare rischi che, seppur *singolarmente* e privatamente assunti, si ripercuotono in ultima analisi sulla stabilità del *sistema* bancario. Si tratta di una classica *tragedy of the commons*, in cui la struttura di incentivi dei privati risulta inadeguata a intercettare e internalizzare quei rischi e costi che sorgono e si manifestano solo *collettivamente*, per il sommarsi e mutuo interagire di condotte simili; e

(iii) si tenta di individuare approcci e strategie regolamentari idonee a identificare e contrastare il rischio di portata sistemica, soffermandosi peraltro sulle criticità proprie di ognuna.

Per una delle prime indagini sul perimetro definitorio e sulla valenza semantica del termine v. A. CROCKETT, *Marrying the Micro- and Macro- prudential dimensions of financial stability*, discorso all'undicesima *International Conference of Banking supervisors*, Basilea, 2000, 2, laddove il rischio sistemico viene inteso come “*the likelihood of the failure, and corresponding costs, of significant portions of the financial system*”. Similmente v. IMF-FSB-BIS, *Elements of effective macroprudential policies: lessons from international experience*, Washington, 2016, 4, ove il rischio sistemico viene



Come vedremo, tali vulnerabilità hanno contribuito ad acuire e amplificare le distorsioni ed i fallimenti sorti in un particolare segmento del mercato del credito (quello dei mutui c.d. *sub-prime*), consentendone l'emersione nel c.d. *shadow banking system*<sup>63</sup> (sistema bancario ombra, di cui subito a breve), da cui la propagazione verso il sistema bancario tradizionale e infine, nelle forme del *credit crunch* (ossia di una restrizione dell'offerta di credito), l'economia reale<sup>64</sup>.

Ma procediamo con ordine: la letteratura in materia tende a compendiare lungo due diversi spartiacque (“*fault-lines*”)<sup>65</sup> le cause che si situano all'origine degli eventi in questione: (i) l'aumento, senza precedenti per il mercato statunitense, dei volumi di credito che gli istituti bancari hanno convogliato verso il settore immobiliare a far luogo dalla metà degli anni 2000 e (ii) l'elevata fragilità della struttura patrimoniale degli intermediari attivi nel sistema bancario ombra, i quali associavano ad elevati livelli di indebitamento una frenetica attività di trasformazione di rischi, liquidità e scadenze. Si passeranno ora brevemente in rassegna i punti in questione:

(i) come accennato, la prima delle *fault-lines* è comunemente individuata nella rapida accumulazione (c.d. *build-up*) di debito che, a far luogo dalla metà degli anni 2000, ha interessato il mercato statunitense dei prestiti ipotecari alle famiglie (c.d. *household mortgages*). I sei anni precedenti lo scoppiare della crisi furono segnati da una sostanziale generosità degli intermediari bancari

---

definito come “*the risk of widespread disruption to the provision of financial services that is caused by an impairment of all or parts of the financial system, which can cause serious negative consequences for the real economy*”. Cfr. anche le definizioni date dal *Systemic Risk Centre* su <http://www.systemicrisk.ac.uk/systemic-risk>.

Infine, coerentemente con le osservazioni di apertura di questa nota, per le ambiguità che alle volte si riscontrano sull'utilizzo del termine (in termini di mancanza di un chiaro referente semiotico), e per il pericolo che il rischio sistemico venga “*for lack of a more precise analysis [...] defined as the ultimate justification for banking regulation*” v. M. HELLWIG, *Systemic risk, macro-shocks, op.cit.*, 3 (nt. 6) e 31.

<sup>63</sup> Seppur gli eventi di cui si darà conto originano in un sistema che non è quello che si è descritto nei Paragrafi precedenti, ossia il sistema bancario *classico*, l'equivalenza funzionale delle attività svolte nel sistema dello *shadow-banking* con quelle che hanno interessato finora il lettore, come si vedrà, giustifica la stesura del Paragrafo *de quo*.

<sup>64</sup> V. M. HELLWIG, *Systemic risk in the financial sector: an analysis of the sub-prime mortgage financial crisis*, in *Max Plank Institute Collective Goods Preprint*, 2008, 36. Il testo in questione, per la dettagliata disamina delle dinamiche che hanno portato agli eventi del 2007 e alle loro conseguenze, sarà la principale fonte dei punti trattati in questo Paragrafo. La letteratura sulla crisi finanziaria globale e sulla Grande Recessione è peraltro sterminata. Senza nessuna pretesa di completezza, si segnala qui: B. BERNANKE, *Causes of the recent financial and economic crisis*, testimonianza di fronte la *Financial Crisis Inquiry Commission*, disponibile su [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov), 2010; V. ACHARYA-M. RICHARDSON, *Causes of the financial crisis*, in *Critical Review No 21*, 2009, 195 ss.; O. BLANCHARD, *the crisis: basic mechanisms, and appropriate policies*, disponibile su [www.imf.org](http://www.imf.org), 2008; e IMF, *Regulatory reform, op.cit.*, 55 ss., quest'ultimo per una concisa analisi delle vulnerabilità del sistema finanziario pre-2007 e delle cause prossime e ultime della crisi finanziaria globale.

<sup>65</sup> V. D. AIKMAN, *Would macroprudential regulation have prevented the last crisis?* In *Bank of England Working Paper No. 747*, 2018, 4, e M. HELLWIG, *Systemic risk, op.cit.*, 37.

statunitensi<sup>66</sup> nella elargizione del credito (c.d. *lending boom*) verso il settore domestico<sup>67</sup>, tutto ciò in un contesto di bassi tassi di interesse alimentati da una politica monetaria eccessivamente tollerante<sup>68</sup>. Tali politiche creditizie espansive vennero sostenute da un contemporaneo e costante apprezzamento delle abitazioni nel mercato immobiliare statunitense (c.d. *house price boom*)<sup>69</sup>, che a sua volta e in una sorta di *feedback loop*, stimolò ancor di più l'iniziale domanda abitativa (e, per l'effetto, rese ancor più laschi gli *standard* valutativi delle banche sul rischio di credito dei prenditori di mutui ipotecari)<sup>70</sup>.

---

<sup>66</sup> Rileva particolarmente, ai fini di queste righe, come nel periodo in questione anche gli standard deputati a valutare la meritevolezza dei prenditori di fondi adottati dagli istituti subirono dei vistosi "allentamenti", permettendo così la concessione di finanziamenti anche a soggetti c.d. *sub-prime*. In maniera inequivoca D. AIKMAN, *Would macroprudential regulation have prevented the last crisis?*, op.cit., 10: "[...] there were, however, clear signs that lending standards were being loosened. Senior loan officers reported easing standards between 2004Q1 and 2006Q3. The average credit score for newly-originated mortgages drifted down from 2001 onwards, as did the credit scores for borrowers at the bottom 10% of the distribution. Digging further into the borrowing patterns for particularly risky borrowers reveals that the share of the stock of mortgagors with debt of over four times their income more than doubled between 2001 and 2007 from 6% to 13%. The share with debt service burdens over 40% of income also rose, albeit less strongly, held down by falling mortgage spreads. The number of subprime originations nearly doubled between 2003 and 2005, 80% of which were made with short-term "teaser" rates. "Near-prime" mortgages also increased rapidly". Analogamente, v. M. HELLWIG, *Systemic risk*, op.cit., 18.

<sup>67</sup> D. AIKMAN, *Would macroprudential regulation have prevented the last crisis?*, op.cit., 9, riporta, commentando dati estratti dal U.S. Bureau of Economic Analysis, come "Mortgage debt doubled in the six years before the crisis, and by 2007 reached 72% of GDP".

<sup>68</sup> Nell'analisi di A. RESTI-A. SIRONI, *La crisi finanziaria e Basilea 3*, in *Rischio e valore nelle banche. Misura, regolamentazione e gestione*, disponibile su [www.egeaonline.it](http://www.egeaonline.it), 2008, 2 ss., si argomenta come nel periodo macroeconomico antecedente lo scoppio della crisi (i) i tassi di interesse ridotti (alle imprese), in uno con una politica monetaria espansiva, favorirono investimenti e crescita economica, la quale (ii) contribuì a ridurre i rischi di insolvenza delle imprese e dunque, a sua volta (iii) a ridurre il premio al rischio richiesto dagli investitori (i.e., banche, fondi e assicurazioni) per il finanziamento di progetti imprenditoriali, allora permettendo a imprese e individui di finanziarsi a tassi meno onerosi. Questo contesto, che ha interessato particolarmente il mercato statunitense, favoriva lo sviluppo di un elevato grado di liquidità e, per l'effetto e come subito si vedrà, un incremento significativo della leva finanziaria dei vari attori attivi sul mercato: "in altri termini, di fronte alla facilità di ottenere finanziamenti a un costo relativamente contenuto, le imprese hanno accresciuto in misura rilevante il proprio grado di indebitamento, gli individui hanno incrementato gli investimenti immobiliari e i consumi contraendo debito con le banche, i fondi di private equity hanno concluso operazioni di acquisizione caratterizzate da un elevato rapporto fra debito e capitale di rischio, i fondi hedge (privi di alcuna regolamentazione) hanno operato con un'elevata leva finanziaria rendendo possibile il finanziamento di operazioni straordinarie".

Per una documentazione sulle scelte della politica monetaria statunitense nel periodo precedente la crisi, v. F. ALLEN-X. GU, *The Interplay between Regulations and Financial Stability*, in *Journal of Financial Services Research*, 2018, 236, anche per riferimenti alla letteratura rilevante.

In generale, sulle correlazioni tra politiche monetarie e creditizie espansive, assunzioni di rischi eccessivi da parte degli intermediari finanziari e crisi finanziarie, cfr. S. CLAESSENS-M. KOSE, *Financial Crises*, op.cit., 9.

<sup>69</sup> D. AIKMAN, *Would macroprudential regulation have prevented the last crisis?*, op.cit., 9, riporta come "house prices rose by two-thirds in the five years to their peak in early 2006, more than twice as fast as household disposable income".

<sup>70</sup> Gli istituti di credito facevano infatti affidamento sull'apprezzamento dei beni immobili posti a garanzia dei crediti concessi per compensare le incertezze circa la solvibilità dei mutuatari. Così Aa. Vv., *Principles*, op.cit., 414. La sostenibilità del debito era predicata sulla base della certezza che i prezzi delle case non potessero che salire, alimentando il meccanismo tipico di ogni bolla, per cui v. subito *infra* nt.96.

In realtà, tali pratiche non facevano che sostenere un tipico meccanismo di *feedback loop*, il c.d. *leverage feedback*, agendo sul c.d. *collateral ratio* e incentivando l'utilizzo della leva: "The collateral ratio is the amount lenders lend to investors as a percentage of the value of the assets posted as collateral. On the upswing of the cycle collateral ratios rise. For example, in the market for single-family homes, in the upswing of the cycle the amount of money banks are willing to lend to home buyers as a fraction of the value of their homes rises. The rise in leverage feeds back into asset prices increases encouraging more and more leverage. The same process works in reverse in the downward direction as asset prices fall" – così G. AKERLOF-R. SHILLER, *Animal spirits: how human psychology drives the economy*, op.cit., 136.

È in tale contesto espansivo, segnato da un'aggressiva offerta di credito e da un veloce apprezzamento del valore delle proprietà immobiliari, che si inserì l'innovazione finanziaria nelle forme della *securitisation*, da una parte incoraggiando ancor di più tali politiche di concessione del credito, dall'altra aggravandone le ricadute (*bust*).

Non è questa la sede per trattare approfonditamente l'istituto. Per i nostri fini, oltre alle brevi coordinate tecniche fornite nelle nt. 71 e 72, basti sapere che "*Securitization [...] is the sale of equity or debt instruments, representing ownership interests in, or secured by, a segregated, income producing assets or pool of assets, in a transaction structured to reduce or reallocate certain risks inherent in owning or lending against the underlying assets and to ensure that such interests are more readily marketable and, thus, more liquid than ownership interests in and loans against the underlying assets*"<sup>71</sup>. Si tratta dunque di una pratica che permette al mutuante/*originator* di disporre di nuova liquidità (e redditività) attraverso il rifinanziamento e la monetizzazione di determinate posizioni attive detenute in portafoglio, le quali vengono all'uopo smobilizzate e cedute. Più in particolare, tale risultato è ottenuto tramite la costituzione di appositi veicoli (*Special Purpose vehicles*, intermediari del c.d. sistema bancario ombra, di cui a breve)<sup>72</sup>, società a tal fini costituite,

---

<sup>71</sup> J. SHENKER-A. COLLETTA, *Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers*, in *Texas Law Review*, 1991, 1374 s.

La pratica della cartolarizzazione vede le sue origini negli Stati Uniti negli anni '70 del secolo scorso, come tecnica di rifinanziamento di impieghi bancari – nello specifico, mutui ipotecari – tramite loro smobilizzo (*i.e.*, cessione verso terzi), e garantita da alcune agenzie governative (laddove quest'ultime non si rendevano veri e propri cessionari) per risolvere la crisi del mercato immobiliare dell'epoca. La garanzia circa il pagamento degli interessi in linea capitale e interessi prestata dalle agenzie federali ai cessionari di titoli cartolari permise infatti agli istituti di rifinanziare le proprie posizioni più facilmente e a costi minori e, per l'effetto, garantì l'immissione di liquidità nel mercato immobiliare (oltre che lo sviluppo di un mercato secondario dei mutui ipotecari, in cui gli istituti mutuanti cedevano i crediti ipotecari erogati).

Per una rappresentazione in chiave storica del fenomeno, v. J. SHENKER-A. COLLETTA, *Asset Securitization*, *op.cit.*, 1380 ss. Nella letteratura italiana, v. L. CAROTA, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Aa. Vv. I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2004, 1502 ss.

<sup>72</sup> La pratica della cessione di crediti a un soggetto cessionario appositamente costituito (il cui oggetto sociale consiste unicamente nel pagamento in linea capitale e interessi, ai prenditori dei titoli successivamente emessi e garantiti dai proventi derivanti dagli impieghi cartolarizzati) si pone come condizione necessaria per ottenere i benefici economici che pur lo strumento della cartolarizzazione garantisce. Così, attraverso questo fenomeno di rifinanziamento – e anticipazione di flussi di liquidità – tramite cessione di attivi a un soggetto c.d. *remote* (e dunque, segregati dal patrimonio originario del mutuante) e loro successiva cartolarizzazione:

(a) la banca/*originator* (i) vede *apparentemente* (e v. subito *infra* la nt. 79) trasferito, e dunque eliminato, il rischio di credito del portafoglio di impieghi cartolarizzati – la cessione avviene infatti normalmente *pro soluto* – e (ii) deconsolida dal proprio bilancio posizioni attive che "liberano" così capitale di copertura, mentre

(b) i prenditori dei titoli cartolarizzati emessi dal veicolo (i) vedono diminuire i propri costi di *monitoring*, localizzati solamente sugli attivi segregati nel veicolo e non sull'intero patrimonio del cedente, a cui dunque, segue (ii) un abbattimento dei relativi costi di informazione, con conseguenze deflative sul saggio di interesse richiesto.

Peraltro, i titoli collocati dai veicoli tra gli investitori (i cui proventi dipendono dai flussi di cassa derivanti dai realizzi degli attivi sottostanti/cartolarizzati) non presentano tutti un medesimo grado di rischio e rendimento, ma tramite la creazione di *tranches* vanno a crearsi delle classi di titoli *senior*, *mezzanine* e *junior/equity*, a seconda del grado di esposizione di ogni classe al rischio di *default* dei mutui sottostanti (*i.e.*, di gerarchia nell'ordine dei pagamenti). Solitamente la classe maggiormente subordinata viene sottoscritta dall'*originator* dei mutui ipotecari, evitando così che si creino incentivi di *moral hazard* in capo a quest'ultimo, dovuti alla completa dissociazione tra la posizione dell'emittente e quella del cessionario. Proprio a fenomeni del genere si è potuto assistere nella recente crisi finanziaria.

cessionarie dei suddetti *pool* di crediti e i cui flussi monetari sono destinati, a loro volta, a “*costituire supporto finanziario e garanzia dei titoli emessi sul mercato dei capitali*”<sup>73</sup> (i titoli cartolarizzati, c.d. *Asset-backed securities*, o *Mortgage-Backed securities*, quando il sottostante risulta costituito da *pool* di mutui ipotecari)<sup>74</sup>.

Per ciò che qui interessa, nel periodo in esame la cartolarizzazione interessò primariamente i prestiti ipotecari di cui si è appena dato conto, e ciò sia per gli importanti ritorni che, in un generale contesto di bassi margini (e dunque rispetto ad investimenti alternativi) tali strumenti garantivano agli operatori di mercato<sup>75</sup> (*hedge funds*, banche di investimento e, come si vedrà a breve, veicoli a vario modo legati con gli istituti di credito/*originators*), che per le positive valutazioni sulla sicurezza dei titoli in questione rilasciate dalle agenzie di rating<sup>76</sup>. La domanda per tali strumenti crebbe<sup>77</sup> e, in una sorta di circuito che si autoalimenta, le banche aumentarono i volumi di credito concessi, e legati, al mercato immobiliare. Quest’ultime in particolare, sia per sfruttare i ritorni che la pratica della *securitization* garantiva<sup>78</sup>, che per deconsolidare dal bilancio le esposizioni sottostanti gli strumenti cartolarizzati (e dunque liberare altro capitale di copertura da porre a servizio di nuove concessioni di mutui, in una sorta di “moto perpetuo” che caratterizza il modello “*originate and distribute*”)<sup>79</sup>, iniziarono esse stesse a creare veicoli/autonomi soggetti di diritto (gli *Special Purpose Vehicles* di cui

---

Per tutti i punti qui sommariamente trattati v. tra i molti, nella letteratura internazionale, M. HELLWIG, *Systemic risk*, *op.cit.*, 10 ss. e, in quella nazionale, A. PERONA-S. SEPE, *cartolarizzazione: riflessioni critiche e crisi finanziaria*, in *Aa. Vv. I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2004, 1471 ss.

<sup>73</sup> L. CAROTA, *La cartolarizzazione*, *op.cit.*, 1501.

<sup>74</sup> Ai titoli in questione ci si riferisce anche come “*titoli a ricorso limitato, per i quali, cioè, il servizio in linea capitale ed interessi viene effettuato a valere sui (e quindi nei limiti dei) flussi di cassa rivenienti dagli [...] attivi cartolarizzati*” – così A. PERONA-S. SEPE, *cartolarizzazione*, *op.cit.*, 1483.

<sup>75</sup> V. M. HELLWIG, *Systemic risk*, *op.cit.*, 32.

<sup>76</sup> Sulla limitatezza dei giudizi emessi dalle agenzie di rating in quegli anni v. M. HELLWIG, *Systemic risk*, *op.cit.*, 25, e IMF, *Regulatory reform*, *op.cit.*, 59.

<sup>77</sup> V. V. ACHARYA-M. RICHARDSON, *Causes*, *op.cit.*, 200, per dati e analisi dei volumi di emissione di ABS nel periodo 2000-2008. A ciò si aggiungeva la crescita, in quegli anni, di operazioni ancora più complesse note come “*cartolarizzazioni al quadrato*”. Il termine designa quel fenomeno in cui obbligazioni emesse a seguito di cartolarizzazioni venivano a loro volta “*impacchettate*” e poste come sottostante per nuove cartolarizzazioni (c.d. *Collateralized Debt Obligation*, o anche “*CDO*”). I titoli così emessi non erano garantiti dai flussi di cassa dei prestiti “*finali*”, ma da titoli ABS, scontando allora un grado di opacità (e uno scollamento tra loro prezzo e rischi sottostanti) ancora maggiore delle cartolarizzazioni tradizionali.

<sup>78</sup> V. V. ACHARYA-M. RICHARDSON, *Causes*, *op.cit.*, 205, ove più ampi riferimenti.

<sup>79</sup> L’alleggerimento degli accantonamenti di capitale necessari per coprire tali poste rappresentava una chiara pratica di arbitraggio regolamentare, permessa dalle falle della regolamentazione (c.d. *regulatory failures*) allora vigente, ma anche dalla compiacenza dei regolatori. In realtà, il rischio era solo formalmente traslato e deconsolidato dal bilancio bancario, perché la concessione di garanzie prestate dalle banche nelle forme di *liquidity put*, di cui subito *infra* nel testo, non intercettate dalla regolamentazione allora vigente, faceva “*rientrare*” il relativo rischio in capo all’intermediario, il quale però era riuscito a eludere il relativo *capital charge*. Il rischio dunque rimaneva sostanzialmente, ma non formalmente, in capo all’*originator*, e allora non coperto dalle quote di capitale che sarebbero state richieste se gli impieghi non fossero stati ceduti. V. a riguardo C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, *op.cit.*, 76; V. ACHARYA-P. SCHNABL-G. SUAREZ, *Securitization without risk transfer*, in *Journal of Financial Economics*, 2013, 515 ss., e V. ACHARYA-M. RICHARDSON, *Causes*, *op.cit.*, 201.

Sugli argini che la nuova regolamentazione bancaria pone al fenomeno, v. IMF, *Regulatory reform*, *op.cit.*, 69.

sopra) che potessero rendersi cessionari dei portafogli di crediti detenuti<sup>80</sup>. Rispetto a quest'ultimo fenomeno, si è in maniera risolutiva sottolineato come i regolatori (in particolare statunitensi e anglosassoni) permisero che “rimanessero fuori dal perimetro di consolidamento veicoli societari carichi di debiti e di rischi, sia di liquidità sia di credito”<sup>81</sup>.

È tale elemento che ci permette di giungere alla seconda delle *fault-lines*: gli altissimi livelli di indebitamento e *maturity, liquidity* e *credit mismatches* con cui operavano gli intermediari attivi nelle pratiche di cartolarizzazione. È proprio la stretta contiguità delle attività svolte dagli attori in questione con quelle che si compiono nel sistema bancario tradizionale, che ha spinto gli interpreti<sup>82</sup> a coniare a tal proposito il termine di “sistema bancario ombra” (*shadow banking system*).

(ii) Come accennato, una disamina del secondo fattore di trasmissione e amplificazione degli effetti di quella crisi sorta nel comparto dei prestiti c.d. *sub-prime* richiede una breve analisi delle particolari caratteristiche del sistema bancario ombra. Con il termine in questione si è soliti designare un sistema composto da intermediari finanziari che, al pari degli enti appartenenti al tradizionale sistema bancario, svolgono attività di trasformazione delle scadenze, della liquidità e dei rischi<sup>83</sup>. Conseguentemente, e sempre al pari della classica attività bancaria, tali soggetti intermediano il credito ma, differentemente da quanto avviene nel canale bancario, il *funding* non avviene attraverso la raccolta di depositi (attività quest'ultima soggetta ad autorizzazione) e concessione di finanziamenti, ma tramite l'emissione di passività a breve e brevissima scadenza volte al finanziamento di impieghi esigibili nel medio/lungo termine e incorporanti un grado di rischiosità maggiore<sup>84</sup> (*i.e.*, nel caso che ci interessa, gli acquisti di crediti ipotecari a loro volta cartolarizzati, delle cui caratteristiche si è dato conto poc'anzi).

Nel dettaglio, il *funding* avveniva tramite (a) emissione di polizze di credito commerciale (c.d.

---

<sup>80</sup> Le banche inoltre non partecipavano al processo descritto semplicemente dismettendo e cedendo crediti verso veicoli di loro creazione, ma anche investendo direttamente in prodotti strutturati quali i CDOs, per cui *supra* nt. 77. Sul punto v. A. RESTI-A. SIRONI, *La crisi finanziaria*, *op.cit.*, 3.

<sup>81</sup> M. ONADO, *La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori*, in *Banca impresa soc.*, 2009, 15 s.

<sup>82</sup> Su tutti v. Z. POZSNAR-T. ADRIAN-A. ASHCRAFT, *Shadow Banking*, in *FRBY Economic Policy review*, 2013, 1 ss., e B. BERNANKE, *Monitoring*, *op.cit.*, 4. In termini impressionistici, M. ONADO, *La crisi finanziaria internazionale*, *op.cit.*, 17, ha sottolineato come i veicoli in questione “dal punto di vista finanziario siano l'animale geneticamente più simile alla banca che sia stato inventato”.

<sup>83</sup> In questi termini, v. Z. POZSNAR-T. ADRIAN-A. ASHCRAFT, *Shadow Banking*, *op.cit.*, 1, e B. BERNANKE, *Monitoring*, *op.cit.*, 9. Egualmente, EBA, *Guidelines on Limits on exposures to shadow banking entities which carry out banking activities outside a regulated framework under Article 395(2) of Regulation (EU) No 575/2013*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2016, 7, laddove “the EBA defines shadow banking entities as entities that: [...] carry out credit intermediation activities, defined as bank-like activities involving maturity transformation, liquidity transformation, leverage, credit risk transfer or similar activities [...]”.

<sup>84</sup> V. POZSNAR-T. ADRIAN-A. ASHCRAFT, *Shadow Banking*, *op.cit.*, 1.

*commercial paper notes*)<sup>85</sup> o *assets-backed commercial paper notes*<sup>86</sup> (ABCP) e (b) conclusione di *repurchase agreements*<sup>87</sup> (*repo transactions*). Si tratta di attività che vengono poste in essere nei mercati dei capitali – nei c.d. *wholesale funding market* –, con attori ivi attivi – principali detentori di *commercial papers* risultavano essere, a inizio del 2007, fondi di *money market*<sup>88</sup>, e ciò per la necessità, tipica di tali intermediari, di strutturare i propri portafogli con attività altamente liquide –, sicché si parla a riguardo di *market-based intermediation*.

Giunti a questo punto, giova ancora una volta sottolineare come il modello di intermediazione del credito che ha luogo nel sistema bancario ombra è *funzionalmente* molto simile a quello che si realizza nel canale bancario classico<sup>89</sup>. Vi è però una differenza fondamentale: l'assenza nel sistema bancario ombra, al manifestarsi di incertezze circa la capacità dell'intermediario di onorare le proprie passività

---

<sup>85</sup> In maniera esaustiva sullo strumento, con rimandi alla disciplina codicistica v. L. CAROTA, *La cartolarizzazione*, *op.cit.*, 1511 (nt. 29), per cui: “*La polizza di credito commerciale o commercial paper [...] è un particolare strumento utilizzato nella prassi dalle imprese a scopo di finanziamento a breve termine risultante dalla combinazione di due lettere contenenti l’una un riconoscimento di debito, l’altra una garanzia bancaria a prima richiesta: attraverso tale meccanismo è possibile ottenere, in termini non dissimili da quelli propri di una pretesa cartolare, la soddisfazione senza ostacoli di un credito la cui circolazione sia avvenuta secondo le regole proprie della cessione dei crediti (art. 1260 ss. c.c.) e, quindi, nonostante il carattere derivativo dell’acquisto e la conseguente esposizione del cessionario alle eccezioni opponibili dal debitore al cedente*”.

I *Commercial papers* sono dunque uno strumento di indebitamento *unsecured* a brevissima scadenza (solitamente tra uno e nove mesi). Vengono normalmente emessi con un prezzo di emissione inferiore al valore facciale del titolo: la differenza con il prezzo di emissione rappresenta, da un punto di vista economico, la remunerazione in linea di interessi per il portatore del titolo. La brevissima scadenza dei titoli in questione implica che, nella prassi, l’adempimento delle obbligazioni scaturenti da tali strumenti avvenga tramite emissione di ulteriori *notes*, dando vita dunque a operazioni di rifinanziamento e riscadenzamento del debito (e, esponendo l’emittente, per l’effetto, ai relativi rischi di *roll-over*, ossia al rischio che venga negato il rifinanziamento delle posizioni passive). In tema, v. anche Aa. Vv., *Principles*, *op.cit.*, 453, e, nella letteratura interna, F. ASCARELLI, *Commercial paper*, in *Digesto Comm.*, III, Torino, 1988, 157 ss.; e ATTI, *Commercial papers*, in *Contratto e impresa*, 1988, 626 ss.

<sup>86</sup> Si tratta dei medesimi strumenti di cui alla nota precedente, garantiti da un sottostante *asset* finanziario (c.d. *collateral*).

<sup>87</sup> I *repurchase agreements* rappresentano, al pari dei *commercial papers*, uno strumento di indebitamento a brevissima scadenza (solitamente giornaliera), garantito da sottostanti *assets* finanziari. L’operazione in esame, nella sostanza una forma di finanziamento, si struttura formalmente in due fasi (o *legs* dell’operazione): una prima operazione di vendita dell’*asset* finanziario da parte del mutuatario, assistita da un patto di retrocessione del medesimo condizionato al ripagamento del finanziamento. Il prezzo di cessione pagato dal mutuante è solitamente minore del valore di mercato dell’*asset* (c.d. *haircut*), e ciò per mitigare il rischio che, in caso di insolvenza del mutuatario, il primo non soddisfi integralmente il proprio credito neppure verso il controvalore dell’*asset*. Inoltre, il prezzo di retrocessione pagato dal mutuatario (che dovrebbe rappresentare il rimborso del finanziamento) è solitamente maggiore del prezzo di vendita iniziale, rappresentando questa, nella sostanza, la remunerazione del capitale prestatato (c.d. *repo rate*).

L’operazione *de qua*, in una prospettiva fisiologica, svolge una razionale funzione economica, sopperendo ai bisogni temporanei di liquidità degli agenti e garantendo, per quei soggetti in surplus di fondi, un impegno fruttifero e in astratto sicuro dei medesimi (e difatti, per le sue caratteristiche, tale forma di finanziamento ha avuto particolare fortuna nel c.d. mercato interbancario). Per i temi qui solamente accennati, v. G. GORTON–A. METRICK, *securitized banking and the run on repo*, in *NBER Working Paper No. 15223*, 2009, 9 ss., e B. HOLMSTROM, *Understanding the role of debt in the financial system*, in *BIS Working Papers No 479*, 2015, 5 ss.

<sup>88</sup> V. M. KACPERCZYK, *When safe proved risky: commercial paper during the financial crisis of 2007 – 2009*, in *NBER Working Paper No. 15538*, 2009, 41.

<sup>89</sup> In maniera eloquente Z. POZSNAR–T. ADRIAN–A. ASHCRAFT, *Shadow Banking*, *op.cit.*, 7: “*Shadow credit intermediation performs an economic role similar to that of traditional banks’ credit intermediation. The shadow banking system decomposes the simple process of retail-deposit-funded, hold-to-maturity lending conducted by banks into a more complex, wholesale-funded, securitization based lending process. Through this intermediation process, the shadow banking system transforms risky, long-term loans (subprime mortgages, for example) into seemingly credit-risk free, short-term, money-like instruments, ending in wholesale funding through stable net asset value shares issued by MMMFs that require daily liquidity*”. V. anche Aa. Vv., *Principles*, *op.cit.*, 456.

a scadenza, di meccanismi di tutela e indennizzo dei simil-depositanti (*i.e.*, sia i detentori delle passività a brevissima scadenza di cui sopra sia le controparti dei *repo agreements*) e/o di garanzie di sostegno e immissione di liquidità da parte di un prestatore di ultima istanza<sup>90</sup> (c.d. *lender of last resort*) che possano, assicurando tali soggetti, evitare l'innescarsi di situazioni equivalenti a quelle di un *bank-run*<sup>91</sup>. Così, per far fronte alla necessità in esame nel tempo andò consolidandosi una prassi che risulterà fondamentale, nel contesto degli eventi di cui alla recente crisi finanziaria, per comprendere la propagazione del rischio dal sistema bancario ombra al settore bancario classico: la concessione di garanzie (c.d. *liquidity put*), da parte di soggetti del settore privato (istituti bancari), circa la solvibilità degli intermediari attivi nel sistema bancario ombra ai detentori di passività emesse da quest'ultimi<sup>92</sup>. È per il tramite di questa via che il sistema privato tentò di offrire a particolari soggetti, le cui pretese risultavano vuoti nelle caratteristiche, vuoti nella funzione, simili a quelle dei depositanti nel sistema bancario, la tutela di cui godono quest'ultimi: peraltro, e la recente crisi finanziaria lo ha dimostrato, tale tentativo di emulare le garanzie prestate da un prestatore di ultima istanza e da un sistema di tutela dei depositi si è rivelato non solo imperfetto (incapace di sostituire una garanzia di tal fatta), ma ha di fatto rappresentato una delle vulnerabilità tramite cui la crisi, sviluppatasi in un particolare comparto del mercato del credito e diffusasi nel sistema bancario ombra, si è dunque propagata al canale bancario classico<sup>93</sup> (comportando così un mutamento qualitativo del rischio che, ove prima circoscritto, divenne così sistemico).

Dato conto di queste due *fault lines*, è ora possibile comprendere, anche tramite il loro mutuo intrecciarsi, il dispiegarsi successivo degli eventi<sup>94</sup>: l'esuberanza nel mercato dei prestiti immobiliari,

---

<sup>90</sup> Il tema peraltro coinvolge le note discussioni sui pericoli connessi a *safety nets* di tal fatta, *i.e.* sulla capacità di quest'ultime di: (i) incentivare comportamenti opportunistici dei banchieri in termini di propensione al rischio; (ii) indebolire le funzioni di monitoraggio dei creditori-clienti bancari sulle attività svolte dal loro debitore e (iii) generare distorsioni nel mercato (sia in termini concorrenziali, che di efficiente allocazione delle risorse). Per un resoconto in tal senso cfr., in luogo di molti, R. MASERA, *CRR/CRD IV: the trees and the forest*, in *PSL Quarterly Review No. 271*, 2014, 391 s. Si tornerà con maggiore decisione sul tema *infra*, nel Paragrafo 7 del Secondo Capitolo del testo.

<sup>91</sup> Detentori di *commercial papers* e controparti di un *repo agreement* sono d'altronde, da un punto di vista economico, dei depositanti che possono, forzando la liquidazione delle proprie pretese (vuoi negando il rifinanziamento di nuove emissioni di *commercial papers*, vuoi richiedendo *haircuts* sempre più elevati – c.d. *margin calls* – e/o semplicemente restringendo la base di *assets* ammessi a fungere da *collaterals*) dar luogo a devastanti meccanismi di simil-*bank-run*. Per tali considerazioni con specifico riferimento ai *repo-market*, e per una loro contestualizzazione nella recente crisi finanziaria, v. G. GORTON–A. METRICK, *securitized banking*, *op.cit.*, 1 ss.

<sup>92</sup> Come si è già potuto accennare nelle righe del Paragrafo, molti degli intermediari/veicoli attivi nello *shadow banking system* risultavano legati, vuoti per il tramite di meccanismi di controllo, vuoti in forza di rapporti contrattuali, a banche commerciali attive nel sistema tradizionale (verso le quali si rendevano inoltre cessionarie dei portafogli di crediti di cui si è dato conto poc'anzi), che si resero così garanti circa gli impegni assunti dai primi. Come si è visto *supra* in nt. 79 le pratiche di deconsolidamento di impieghi dal proprio bilancio (tramite cessioni di attivi successivamente cartolarizzati), in uno con la garanzia circa la solvibilità dei veicoli resisi cessionari di tali impieghi, permettevano agli istituti di credito di liberare quote di capitale (per un equivalente di quelle richieste per gli attivi ceduti) ma, di fatto, non comportavano uno spostamento del relativo rischio di controparte. La pratica assolveva dunque finalità meramente elusive.

<sup>93</sup> E a quello assicurativo, avendo molti intermediari sottoscritto assicurazioni a garanzia sia dei *defaults* sugli strumenti di cartolarizzazione che delle escussioni da parte dei detentori di ABCPs delle relative *liquidity put*.

<sup>94</sup> V. per la narrazione che segue, in luogo di molti, IMF, *Regulatory reform*, *op.cit.*, 56 s., e Aa. Vv., *Principles*, *op.cit.*, 414.



alimentata dai costanti apprezzamenti delle abitazioni<sup>95</sup>, ebbe una rapida battuta d'arresto al diffondersi della convinzione che tali incrementi di valore non erano legati ad alcun reale aumento dei valori degli *outputs* (ossia, dei c.d. fondamentali)<sup>96</sup>, ma bensì frutto di certezze e comportamenti degli agenti del tutto “irrazionali”<sup>97</sup>. Le banche così scoprirono che (a) il valore dei beni posti a garanzia dei mutui concessi non era adeguato a tenerle indenni dal rischio di credito dei mutuatari (ma anzi, l'escussione generalizzata delle garanzie – le vendite dei beni ipotecati a garanzia dei prestiti – contribuì a far deprezzare ancor di più il valore dei *collaterals*) e (b) molti dei prenditori dei mutui ipotecari non producevano flussi reddituali adeguati a garantire l'adempimento dei finanziamenti<sup>98</sup>. Gli istituti di credito furono così costretti, in una prospettiva contabile, a registrare il *write-down* di molte poste attive di bilancio causa i *defaults* dei propri debitori e, conseguentemente, nella c.d.

---

Il momento culminante della crisi si ebbe il 15 settembre 2008: il fallimento della banca di investimento Lehman Brothers impose al *money market fund* Reverse Primary, fortemente esposto verso Lehman, la contabilizzazione di enormi perdite (si ha qui un caso di interconnessioni contrattuali da cui deriva un effetto domino, v. *supra*, nt. 58). Ne conseguì l'attivarsi di meccanismi di *run* verso il fondo, ma anche verso altri fondi di *money market* con profili di investimento simili a Reverse Primary, e ciò perché i relativi investitori ritennero che anche questi fondi avessero simili esposizioni (si ha qui un caso di contagio informativo, dovuta all'esistenza e alla condivisione di canali informativi, v. *supra* nt. 58). Perché a corto di liquidità, a loro volta i *money market funds* misero in atto comportamenti di *run* verso banche di investimento, banche europee e intermediari del sistema bancario ombra verso cui erano esposti. Ne seguì il collasso dei *wholesale money markets*. Da qui in poi, v. *infra* nel testo. Per maggiori dettagli circa l'esposizione qui in nota, v. M. HELLWIG, *Systemic risk, macro shocks*, *op.cit.*, 4 e 8, e F. ALLEN-X. GU, *The Interplay*, *op.cit.*, 242.

<sup>95</sup> A riguardo, vi è ampia letteratura economica che ha evidenziato come fenomeni di “*asset and credit boom and bust*” si pongano come eventi precursori dello scoppio di una crisi finanziaria, dacché la necessità di monitorare le fluttuazioni di tali aggregati (oltre, e forse soprattutto, l'esigenza di interrogarsi su quali siano a monte le cause di tali bolle e cosa le sostenga, *i.e.* per quali motivi né gli agenti attivi nei mercati finanziari né i decisori politici siano in grado di prevedere e intercettare i rischi insiti in questi fenomeni). Più approfonditamente, anche per una rassegna di letteratura rilevante, cfr. S. CLAESSENS-M. KOSE, *Financial Crises*, *op.cit.*, 4 ss., oltre che subito *infra*, nt. 96.

<sup>96</sup> Una deviazione estrema dei prezzi di un *asset* dai suoi fondamentali integra poi la definizione di “bolla”. Così P. GARBER, *Famous first bubbles: the fundamentals of early manias*, Cambridge, 2000, 4, per cui “*The definition of bubble most often used in economic research is that part of asset price movement that is unexplainable based on what we call fundamentals. Fundamentals are a collection of variables that we believe should drive asset prices*”.

A riguardo si è detto, rispetto alla crescita dell'indebitamento delle famiglie che si verificò, soprattutto negli Stati Uniti e nel Regno Unito, nel periodo immediatamente antecedente lo scoppio della crisi, che “*il meccanismo, tipico di ogni bolla, è alimentato dalla certezza che i prezzi delle case non poss[ano] che salire e quindi qualsiasi debito contratto sulla base di questo valore sarà sempre sostenibile. In quei paesi, nel 1999 l'indebitamento delle famiglie superava già il 10 per cento del reddito disponibile, ma continua a crescere fino a sfiorare il 140 per cento del 2005 (ultimo dato disponibile). Ma molti altri paesi seguono la stessa strada: la Spagna e altri come l'Irlanda o la Danimarca*” – così M. ONADO, *La crisi finanziaria internazionale*, *op.cit.*, 13.

<sup>97</sup> Il rimando obbligato, per l'inquadramento del fenomeno dal punto di vista della *behavioral economics*, è il lavoro di R. SHILLER, *Irrational exuberance*, Princeton, 2000. Eppure, a prescindere dalla definizione di “razionalità” che si intende assumere, non può non evidenziarsi come a seguito dei comportamenti dei vari attori coinvolti nei processi descritti in queste pagine, “*there was [...] an economic equilibrium that encompassed the whole chain, from the buyers of the properties, to the originators of the mortgages, to the securitizers of the mortgages, to the rating agencies, and finally to the purchasers of the mortgage-backed securities. They each had their own motives. But those at the beginning of the chain – those who took on the mortgages and the houses they could not afford, and those who were the ultimate holders of the debt – were buying a modern form of snake oil*” – così G. AKERLOF-R. SHILLER, *Animal spirits. How human psychology drives the economy*, *op.cit.*, 37. Il che a dire, che l'esistenza di un “equilibrio economico” non è condizione sufficiente per impedire l'intervento del regolatore.

<sup>98</sup> Invero, molti debitori nel mercato immobiliare si trovarono in una situazione di c.d. “negative equity” dove, sia per la riduzione del valore dell'immobile, che per l'innalzamento dei tassi di interesse, i valori delle abitazioni risultavano inferiori ai valori dei debiti, sicché l'insolvenza diveniva una strategia economicamente razionale. In tema cfr. A. RESTI-A. SIRONI, *La crisi finanziaria*, *op.cit.*, 4.



*liquidity phase* della crisi finanziaria<sup>99</sup>, a contrarre e razionare, se non interrompere, l'offerta di credito verso (a) l'economia reale (il già menzionato *credit crunch*) e (b) altri intermediari bancari nei mercati interbancari, favorendo a queste operazioni pratiche di accumulo e inutilizzo della liquidità<sup>100</sup> (c.d. *hoarding behaviour*), ritenute più sicure. Tale situazione fu esacerbata e acuita dalla pratica della cartolarizzazione di cui si è dato conto prima: il rifinanziamento delle poste attive bancarie, che avveniva tramite loro smobilizzo verso soggetti operanti nel mercato bancario ombra, non aveva che contribuito ad alimentare l'offerta di credito nel settore immobiliare.

I soggetti attivi nel sistema bancario ombra, spesso veicoli degli istituti di credito, come si è visto finanziavano tali attivi per il tramite di emissioni di passività simili ai depositi bancari (con meccanismi di trasformazione delle scadenze, della liquidità e dei rischi simili a quelli che avvengono nel sistema bancario classico): in questo sistema, l'indebitamento degli intermediari concluso tramite *repurchase agreement* e emissioni di *commercial paper notes* crebbe esponenzialmente nei periodi antecedenti il 2007<sup>101</sup>, contribuendo a rendere la struttura di tali intermediari ancora più fragile e sensibile a *shocks* esterni. Tali *shocks* si manifestarono infine con la depressione di valore delle attività che gli intermediari detenevano in portafoglio e con le contestuali situazioni di simil-corsa agli sportelli di cui si è dato conto. Le *liquidity put* prestate dagli intermediari bancari a garanzia della solvibilità dei (loro) veicoli risultavano spesso di volumi così elevati da porre a rischio la stessa situazione finanziaria degli istituti di credito (sia la *quantità* che la *qualità* del capitale di cui questi erano dotati risultava inadeguata a far fronte alla portata delle perdite correnti, come anche si vedrà nei Paragrafi 3 e 4 del Secondo Capitolo). La diffusione generalizzata nel mercato degli strumenti di cartolarizzazione contribuì infine alla propagazione del rischio verso altri soggetti che vedevano in questa *asset class* un investimento sicuro. Il rischio, da circoscritto, assunse così una dimensione

---

<sup>99</sup> A riguardo v. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, 2011, Basilea, § 35.

<sup>100</sup> V. a riguardo V. ACHARYA-O. MERROUCHE, *Precautionary hoarding of liquidity and interbank markets: evidence from the subprime crisis*, in *Review of Finance* vol. 17(1), 2013, 107 ss.

Lo stesso mercato interbancario, volendo utilizzare gli schemi interpretativi visti *supra* nel Paragrafo 2 e nella nt. 58, può essere descritto come un canale di interconnessione tra banche, e quindi di propagazione del rischio di liquidità (e del contagio). Nello specifico, come gli eventi di cui alla recente crisi finanziaria hanno dato contezza, il crescere dei dubbi nel mercato interbancario circa la *reale* capacità solutoria delle proprie controparti (*i.e.*, il manifestarsi di situazioni di asimmetria informativa) *naturaliter* conduce gli agenti ad adottare comportamenti di selezione avversa che, traducendosi in strette alla concessione di credito, in ultima analisi provocano il collasso del mercato in questione e il venir meno delle funzioni da esso svolte (e quindi, all'aumentare di situazioni in cui la mera illiquidità degli istituti bancari, per assenza di controparti disponibili a finanziarle, si trasforma in insolvenza, con gli effetti domino verso terzi di cui si è già data ampia evidenza). Per un'analisi del mercato interbancario in tal senso, e per rimandi alla letteratura economica rilevante, v. K. NIKOLAU, *Liquidity (risk) concepts*, *op.cit.* 28 s.

<sup>101</sup> Per uno storico dei volumi del finanziamento concluso tramite *repo* e *commercial papers* nei periodi antecedenti il 2007, v. rispettivamente G. GORTON-A. METRICK, *securitized banking*, *op.cit.* figure 7, e M. KACPERCZYK, *When safe proved risky*, *op.cit.*, 38.

sistemica<sup>102</sup>. Solamente l'intervento dei banchieri centrali e dei governi, nelle forme del *bail-out*, scongiurò e arginò il crollo del sistema finanziario.

4. *Un'introduzione al prosieguo del Capitolo: su (a) gli approdi della regolamentazione bancaria e le ripercussioni sull'organizzazione dell'impresa bancaria; (b) la posizione nell'organizzazione dei titolari di pretese residuali e pretese fisse; e (c) l'emersione di principi rilevanti per il seguito della trattazione, ma con la necessità di estendere l'indagine alla regolamentazione dell'organizzazione patrimoniale dell'ente bancario.*

Gli eventi di cui alla recente crisi finanziaria hanno dato conferma di alcuni approdi argomentativi in realtà latenti lungo tutto il corso di queste prime pagine: (i) l'attività bancaria come momento nevralgico per il funzionamento delle moderne economie di mercato, ma allo stesso tempo snodo ed espressione di altrettante vulnerabilità del sistema finanziario e (ii) la dimensione potenzialmente sistemica degli intermediari bancari (evidentemente, non di tutti), la cui crisi sarebbe per tale motivo capace di innescare effetti domino (c.d. *knock-on effects*) sia internamente al sistema finanziario, che propagarsi all'esterno.

Seppur la regolamentazione bancaria ha da tempo riconosciuto e, conseguentemente incorporato nei suoi dettami tale "stato di fatto", vi è che la crisi finanziaria globale ha fatto emergere la consapevolezza, e il conseguente bisogno, di strumenti *differenti* da quelli tradizionalmente impiegati, che permettano di riconoscere e individuare l'emergere e il manifestarsi del rischio sistemico in tale settore. Come si vedrà a breve, la recente crisi finanziaria ha fatto sorgere la necessità di una prospettiva "macroprudenziale", sia negli approcci della regolamentazione che in quelli della supervisione e gestione della crisi degli intermediari bancari.

Da qui la possibilità di individuare l'emersione (*infra* Paragrafi 4.1 e 4.2) di due linee di tendenza di cui la regolamentazione dell'impresa bancaria tenta di farsi carico<sup>103</sup>: (i) la necessità, invero non nuova e già da tempo avvertita, di garantire la stabilità finanziaria del *sistema*, ma ciò, soprattutto (e

---

<sup>102</sup> In maniera eloquente IMF, *Regulatory reform*, *op.cit.*, 58: "These multiple interconnections between highly leveraged institutions with fragile funding structures increased systemic risk and ultimately played an important role in propagating the effect of the financial shock well beyond the mortgage and banking sectors. In most countries, no single "macroprudential" authority had a view of how risks migrated across sectors, or powers and tools to contain such systemic risks".

<sup>103</sup> Regolamentazione che, come si vedrà anche nel corso del presente elaborato, inserendosi nel solco del progetto di un'Unione Bancaria Europea, è in massima parte di fonte e derivazione europea. Sull'ambizioso progetto volto alla creazione di un sistema bancario europeo unitario, fondato sui tre pilastri de (i) una vigilanza unica; (ii) un sistema di risoluzione delle crisi bancarie comune e (iii) un sistema comune per la garanzia dei depositi v., senza pretesa di completezza, Aa. Vv., *L'Unione Bancaria Europea*, Pisa, 2016; Aa. Vv., *Dal testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia No. 75*, Roma, 2013, e nella letteratura internazionale E. FERRAN, *European Banking Union: imperfect, but it can work*, in *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 30/2014*, 2014, 1 ss.

qui le istanze di novità), (ii) per il tramite di strumenti che consapevolmente assumano una dimensione macroprudenziale, e ciò perché “*il sistema finanziario [può] rivelarsi fragile anche quando le singole componenti del sistema risultano solventi*”<sup>104</sup>. Si passerà subito ad analizzare tali attitudini dell’odierna regolamentazione bancaria (ma invero, finanziaria) nei prossimi due Paragrafi; peraltro, per esigenze di chiarezza espositiva, pare qui opportuno presentare e anticipare alcune delle conclusioni a cui si addiverrà (sia al termine del presente Capitolo – seppur in maniera parziale – che, auspicabilmente, dell’intero lavoro).

Così, la rilevanza delle precedenti considerazioni sta in ciò: lo svilupparsi della regolamentazione di settore dell’impresa bancaria lungo una direttrice macro-prudenziale<sup>105</sup>, che enuclei le esigenze di stabilità di un sistema e si imponga ai *singoli* intermediari con riguardo a profili *collettivi*, sembrerebbe non essere indifferente per le posizioni di chi si situa “all’interno” e “all’esterno” dell’*organizzazione* di tale impresa (ma, come si vedrà, a riguardo non si sta dicendo nulla che non sia già stato detto). Avvicinandoci al fulcro della questione, e detto altrimenti, è lo stesso strumento societario che potrebbe non porsi in maniera neutrale rispetto a siffatte considerazioni, e ciò a prescindere che lo si recepisca, “oggettivamente”, come uno strumento di organizzazione di un’attività di impresa – della quale dunque recepirebbe i connotati di specialità rispetto ai modelli di diritto comune – o che si prediliga, “soggettivamente”, l’istituto del contratto per descriverne le caratteristiche – nel qual caso, i suddetti connotati di specialità sarebbero da riconoscere alle parti di tale contratto, e all’eterointegrazione del rapporto contrattuale che imporrebbe la legge – .

In particolare, riprendendo le posizioni di autorevole dottrina, sembrerebbe che con riferimento alla “*differenza qualitativa (intendo, di “qualità” rilevante per il giurista e che allora è riconoscibile nella disciplina positiva) fra rapporti “sociali” e “non-sociali [...] [nel]le società bancarie [...], il diritto scritto si sia orientato in una direzione che almeno riduce la differenza fra quei due tipi di rapporti; consentendomi allora di comprendere anche in questa prospettiva la specificità delle società bancarie*” sicché, con riguardo alle società *de qua* diverrebbe “*inutilizzabile, in ultima analisi, anche la prospettiva che vede nel riferimento alla disciplina del capitale sociale il criterio decisivo, forse l’ultimo a residuare, per distinguere in termini formali fra soci e terzi*”<sup>106</sup>.

Come si tenterà di argomentare (*infra*, Paragrafo 5) – ma anche criticamente ridimensionare, perlomeno fintantoché non si passerà in rassegna la regolamentazione patrimoniale di tali pretese nel Secondo Capitolo –, nella società bancaria capitalistica parrebbe assistersi a una tendenziale convergenza tra pretese sociali e creditizie che su detta impresa si puntualizzano, le prime

---

<sup>104</sup> A. DI CLEMENTE, *Rischio sistemico e intermediari bancari*, in *Stabilità finanziaria e rischio sistemico*, 2016, 45.

<sup>105</sup> In cui a dire il vero, anche la disciplina più schiettamente “micro-prudenziale”, attenta ai profili prudenziali del singolo istituto, rinforza e costituisce espressione della prima. V. *infra*, Paragrafo 4.1.

<sup>106</sup> C. ANGELICI, *Introduzione, op.cit.*, 767 s.

“estromesse”, per certi rilevanti aspetti, dalla “proprietà” dell’impresa, le seconde che si vedono “attrarre” nell’alveo del rischio di impresa.

4.1. A) *Sulla stabilità finanziaria come linea guida/obiettivo della regolamentazione bancaria e prime considerazioni sulle ricadute di tale paradigma sulle posizioni di azionisti e creditori bancari.*

La necessità di garantire, per il tramite della regolamentazione bancaria, la stabilità del sistema finanziario<sup>107</sup>, è in realtà un *topos* non nuovo e da tempo compreso – e dibattuto – sia nella letteratura nazionale<sup>108</sup> che nel contesto dell’azione legislativa e di vigilanza<sup>109</sup>.

---

<sup>107</sup> Per ciò che riguarda la definizione della fattispecie “stabilità finanziaria” parrebbe corretto attingere alle posizioni assunte dalla scienza economica. Così, come argomentano G. GALATI-R. MOESSNER, *Macroprudential policy, op.cit.*, 6, la latitudine semantica del termine sembrerebbe collocarsi tra due differenti (e contrastanti) poli: (i) un primo indirizzo definisce la stabilità finanziaria in termini di solidità (*robustness*) del sistema finanziario rispetto a *shocks esterni*, e in tal senso cfr. in letteratura, senza pretese di completezza, W. ALLEN- G. WOOD, *Defining and achieving financial stability*, in *Journal of financial stability*, 2006, 152 ss., e T. PADOA-SCHIOPPA, *Central banks and financial stability: exploring the land in between*, in *The transmission of the European Financial System*, Francoforte, 2003, 269 ss.; (ii) un secondo indirizzo invece, enfatizzando la natura *endogena* delle crisi finanziarie (per cui *infra* Paragrafo 4.2 e nt. 125), descrive la stabilità finanziaria in termini di resilienza del sistema finanziario rispetto a *shocks* originatisi al suo *interno*, e, a riguardo, cfr. C. BORIO-M. DREHMANN, *Towards an operational framework for financial stability: “fuzzy” measurement and its consequences*, in *BIS Working papers No 284*, 2009, 1 ss.

Volendo qui svolgere una considerazione generalissima, si può osservare come, soprattutto per gli operatori giuridici, l’utilizzo dell’una ovvero dell’altra definizione possa avere risvolti applicativi notevoli (si pensi in sede giudicante, ma anche ermeneutica e, per alcuni sviluppi in tal senso v. *infra* nt. 219). Per i fini del presente elaborato non sembra necessario schierarsi in favore dell’una o dell’altra posizione, ma semplicemente rilevare una generale tendenza della regolamentazione finanziaria a puntualizzarsi su tale nozione, e dunque farne oggetto di bene giuridico autonomamente tutelato. Si tornerà sull’argomento subito, nel testo.

<sup>108</sup> Se non ci si inganna, il tema, se non compreso appieno, risultava comunque sotteso a quei dibattiti di diritto interno che riconoscevano nell’esercizio di un’impresa bancaria una funzione di pubblico interesse. Su tutti, v. G. FERRI, *La posizione, op.cit.*, 4, per cui “la funzione della banca ontologicamente coinvolge [...] una pluralità di interessi: quello dei soci, quello dei risparmiatori, quello generale relativo all’investimento produttivo del risparmio. E proprio perché coinvolge ontologicamente questa pluralità di interessi la legge qualifica questa funzione come funzione di pubblico interesse”. Il tema si inserisce a sua volta nell’ormai sopito dibattito circa la concezione dell’impresa bancaria come “impresa-diritto” ovvero “impresa-funzione”. Per una recente ricostruzione, con rimandi a dottrina e giurisprudenza, v. P. DE BIASI, *note sull’attualità della querelle tra banca-impresa e banca-funzione*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2019, 275 ss., e R. COSTI, *Le trasformazioni dell’ordinamento bancario*, in *Banca impresa soc.*, 2019, 184 ss. V. anche M. CLARICH, *La disciplina del settore bancario in Italia: dalla legge bancaria del 1936 all’Unione bancaria europea*, in *Giur. comm.*, 2019, 32 ss.; M. RICHTER, *A proposito di bank government, corporate governance e Single Supervisory Mechanism governance*, in *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2016, 772 ss.; A. NIGRO, *Considerazioni conclusive*, in *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2016, 835 ss.; C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche, op.cit.*, 64 ss., e F. SARTORI, *Disciplina dell’impresa e statuto contrattuale: il criterio della “sana e prudente gestione”*, in *BBTC*, 2017, 132 ss.

Il tema degli interessi pubblici che l’esercizio dell’attività bancaria coinvolge intercetta il generalissimo tema della libertà di impresa bancaria: in particolare, acquisito il dato che l’attività bancaria pur costituisce l’esercizio di un *diritto* di iniziativa economica (e non l’adempimento di una *funzione* di interesse generale), dovrebbe seguire che gli obiettivi di stabilità sistemica che si impone di perseguire la regolamentazione configurino altrettanti vincoli e limiti alla libertà di impresa bancaria, ma giammai fini e obiettivi dell’esercizio dell’attività. La materia è evidentemente vasta, e non può qui essere compiutamente approfondita. Peraltro sul punto, oltre agli autori già riportati in nota, v. in particolare ID, *Le trasformazioni dell’ordinamento bancario, op.cit.*, 185 ss.

<sup>109</sup> Così M. CLARICH, *La disciplina del settore bancario, op.cit.*, 32 e 38, sulla stabilità finanziaria come “bussola” dell’azione legislativa e di vigilanza nazionale a far luogo dalla Legge Bancaria del 1936, sino all’art. 5 del T.U.B., ove tra le finalità che le autorità creditizie debbono perseguire nell’esercizio dei loro poteri figura la “*stabilità complessiva*”

Tale paradigma ha trovato peraltro un momento di decisa emersione nell'ambito della regolamentazione bancaria di derivazione europea: come è stato detto, forse in maniera radicale, “*la stabilità finanziaria costituisce la “cifra” di buona parte dell'intervento del legislatore dell'Unione in materia di mercato finanziario e bancario in particolare*”<sup>110</sup>. Ciò si avverterebbe, e con riferimento alla legislazione primaria di più importante momento per la regolamentazione bancaria, (i) nel Regolamento (UE) n. 575/2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento<sup>111</sup> (d'ora in avanti, “CRR”, recentemente modificato dal Regolamento (UE) n. 876/2019, c.d. “CRR2”); (ii) nella Direttiva 2013/36/UE sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento<sup>112</sup> (d'ora in avanti, “CRDIV”, recentemente modificata dalla Direttiva 2019/878/UE, c.d. “CRDV”); (iii) nel Regolamento (UE) n. 1024/2013, che attribuisce alla Banca Centrale Europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi<sup>113</sup> (si tratta del

---

[...] *del sistema finanziario*” (peraltro, e in maniera potenzialmente problematica, posta sullo stesso piano della “*sana e prudente gestione dei soggetti vigilati*”, nonché dell’ “*efficienza e competitività del sistema finanziario*”).

<sup>110</sup> R. D'AMBROSIO, *La stabilità finanziaria tra gli obiettivi della legislazione dell'Unione su mercati finanziari, SEVIF e Unione Bancaria*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2017, 1473. In maniera analoga, sembrerebbero porsi F. CAPRIGLIONE-R. MASERA, *La corporate governance delle banche: per un paradigma diverso*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2016, 302.

Chi scrive ritiene da condividere l'affermazione in esame, pur con la precisazione che con essa non si intende dire che la stabilità finanziaria sia l'unico obiettivo della regolamentazione finanziaria (così si pensi, allora nella dimensione del rapporto intermediario-mercato, alle norme in tema di trasparenza; creazione ed efficienza di un mercato comune e alle norme in punto di *investor/consumer protection*) o che la tutela di altri beni giuridici sia assicurata in tanto in quanto servono il primo (seppur spesso la giustificazione ultima addotta per molti degli interventi della regolamentazione finanziaria sia il mantenimento della *fiducia* del pubblico verso il sistema finanziario, un'ottica quindi di *stabilità* e v. più approfonditamente *infra* Paragrafo 4.2). In tal senso, v. E. WYMEERSCH, *Financial regulation: its objectives and their implementation in the European Union*, in *EBI Working paper series No. 36*, 2019, 1 ss., dove la proposta di una dimensione trifasica della regolamentazione finanziaria, e v. anche Aa. Vv., *Principles, op.cit.*, 71, dove la constatazione per cui esattamente da questa dimensione multilivello della regolamentazione scaturiscono i noti temi dei conflitti e contrasti tra obiettivi diversi.

Ciò che si vuole qui sostenere è che la regolamentazione qui rilevante, che trova giustificazione nelle, e tenta di far fronte alle, vulnerabilità del sistema bancario analizzate nei precedenti Paragrafi, si pone quale *principale* obiettivo la stabilità del sistema finanziario (che poi per assicurare tale stabilità sia sufficiente garantire la solidità del singolo intermediario o meno, è un tema che verrà trattato *infra* Paragrafo 4.2). In maniera adesiva con quanto qui sostenuto v. ID, *Financial regulation, op.cit.*, 8; ID, *Principles, op.cit.*, 434, e S. SCHWARCZ, *Systemic risk, op.cit.*, 205 ss.

D'altronde che l'architettura della regolamentazione finanziaria post-crisi abbia avuto come stella polare proprio la definizione di un sistema finanziario più *resiliente* trova conferma in IMF, *Regulatory reform, op.cit.*, 55.

<sup>111</sup> La centralità dell'obiettivo emergerebbe in particolare dai considerando 3, 14, 16, 20, 31, 51, 76 e 123, CRR, e in tal senso cfr. anche V. R. D'AMBROSIO, *La stabilità, op.cit.*, 1473 (nt. 14).

<sup>112</sup>, il riferimento è in particolare ai considerando 29, 30, 47, 50, 51, 67 e 81, CRDIV. Come per la nota precedente, cfr. R. D'AMBROSIO, *op.cit.*, 1473 (nt. 14).

<sup>113</sup> Così l'obiettivo della stabilità del sistema finanziario giustificerebbe e caratterizzerebbe l'attribuzione alla BCE dei compiti ivi contenuti. In tal senso depongono, nel testo del Regolamento: (i) il considerando 13 (“*As the euro area’s central bank with extensive expertise in macroeconomic and financial stability issues, the ECB is well placed to carry out clearly defined supervisory tasks with a focus on protecting the stability of the financial system of the Union. Indeed many Member States’ central banks are already responsible for banking supervision. Specific tasks should therefore be conferred on the ECB concerning policies relating to the supervision of credit institutions within the participating Member States*”); (ii) il considerando 16 (“*The safety and soundness of large credit institutions is essential to ensure the stability of the financial system. However, recent experience shows that smaller credit institutions can also pose a threat to financial stability. Therefore, the ECB should be able to exercise supervisory tasks in relation to all credit institutions authorised in, and branches established in, participating Member States*”) e (iii) il considerando 30 (“*The ECB should carry out the tasks conferred on it with a view to ensuring the safety and soundness of credit institutions and the stability*

Regolamento istitutivo del c.d. Meccanismo di Vigilanza Unico, o anche “MVU”) e, infine, (iv) nel Regolamento (UE) n. 806/2014 che fissa norme e una procedura uniformi per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro del meccanismo di risoluzione unico e del Fondo di risoluzione unico (d’ora in avanti “SRMR”; si tratta del Regolamento istitutivo del c.d. Meccanismo di Risoluzione Unico, o anche “MRU”, e recentemente modificato dal Regolamento (UE) n. 877/2019 – c.d. SRMR2” –, il quale ricalca sostanzialmente la “più celebre” Direttiva 2014/59/UE che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento, d’ora in avanti “BRRD”, anche quest’ultima recentemente modificata dalla Direttiva 2019/879/UE, c.d. “BRRD2”)<sup>114</sup>. Ma si avrà modo di tornare nel Secondo Capitolo del lavoro estensivamente, e con ben altro grado di approfondimento, su tutti gli articolati normativi qui solo menzionati: lì si vedrà come l’obiettivo della stabilità finanziaria, rispetto al quale il materiale normativo fin qui riportato mostra un’adesione di principio e di intenti, ma nulla più, viene concretamente e principalmente declinato dal diritto bancario dell’Unione in termini di stabilità dell’*aggregato patrimoniale prudenziale* di volta in volta rilevante.

Infine, sono gli stessi orientamenti del diritto pretorio europeo a riconoscere la centralità dell’interesse pubblico alla stabilità del sistema finanziario in situazioni di *crisi* dell’intermediario bancario. Come si rimarcherà successivamente, si tratta di pronunce ivi funzionali a giustificare l’imposizione di limiti e compressioni alla proprietà azionaria e ai diritti dei creditori dell’ente bancario<sup>115</sup>, in alcuni casi derogando alla legislazione di fonte comunitaria in materia di società azionarie, in punto di tutela dei soci e dei creditori sociali. Tre, nello specifico, le pronunce in questione:

(i) Nella Causa C-526/14 *Tadej Kotnik e altri c./Drzavni zbor Republike Slovenije*<sup>116</sup> la Corte di

---

*of the financial system of the Union as well as of individual participating Member States and the unity and integrity of the internal market, thereby ensuring also the protection of depositors and improving the functioning of the internal market, in accordance with the single rulebook for financial services in the Union. In particular the ECB should duly take into account the principles of equality and non-discrimination”).*

<sup>114</sup> L’obiettivo della stabilità finanziaria emergerebbe direttamente dall’art. 14, paragrafo 2, lett. a e b, SRMR, (e, in maniera speculare, dall’art. 31, paragrafo 2, lett. a e b, BRRD), laddove si individuano tra gli obiettivi della risoluzione, rispettivamente: (a) “*to ensure the continuity of critical functions*” (ove quest’ultime sono a loro volta definite come “[those] *activities, services or operations the discontinuance of which is likely in one or more Member States, to lead to the disruption of services that are essential to the real economy or to disrupt financial stability [...]*”) e (b) “*to avoid significant adverse effects on financial stability, in particular by preventing contagion, including to market infrastructures, and by maintaining market discipline*”. Infine, si segnala come la fattispecie “*critical functions*” trovi un più preciso contesto definitorio in EBA, *Technical advice on the delegated acts on critical functions and core business lines*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2015.

<sup>115</sup> Da una prospettiva temporale, è rilevante qui sottolineare come seppur nessuna delle pronunce discusse faccia applicazione diretta delle regole contenute nel nuovo quadro europeo per la risoluzione delle crisi bancarie (*i.e.*, la BRRD e il SRMR), la Corte abbia adottato principi e criteri (quali quello del *burden sharing*) che a tale quadro non sono alieni. Si tornerà in maniera più approfondita su tali principi nel Secondo Capitolo del lavoro.

<sup>116</sup> Nella causa *de qua* si discuteva sulla legittimità di un provvedimento della Banca Centrale Slovena con cui veniva disposto l’annullamento autoritativo di azioni e passività subordinate di cinque banche in crisi, e ciò al fine di ottenere dalla Commissione Europea il permesso a intervenire per il salvataggio – tramite misure di ricapitalizzazione e sostegno alla liquidazione – di quest’ultime. Si tratta di una materia, quella degli aiuti di Stato al settore bancario, che ai tempi della fattispecie in questione era disciplinata dalla Comunicazione della Commissione sugli Aiuti di Stato del 2013, la

Giustizia dell'Unione Europea afferma come (paragrafo 69 della sentenza): “l’obiettivo di garantire la stabilità del sistema finanziario, al contempo evitando una spesa pubblica eccessiva e minimizzando le distorsioni della concorrenza, costituisce un interesse pubblico superiore di [...] natura” tale da giustificare la compressione, tramite misure di condivisione degli oneri, di posizioni di creditori subordinati e azionisti. Infatti (Paragrafo 91 della sentenza) “Sebbene vi sia un evidente interesse pubblico a garantire, in tutta l’Unione, una tutela degli investitori forte e coerente, tale interesse non può essere ritenuto prevalente, in ogni circostanza, rispetto all’interesse pubblico a garantire la stabilità del sistema finanziario”;

(ii) Nella *Causa C-41/15 Gerard Dowling e a. c./Minister for Finance*<sup>117</sup>, si legge come (paragrafo 50) “la protezione che la seconda direttiva accorda agli azionisti e ai creditori di una società per azioni, per quanto riguarda il capitale sociale di quest’ultima, non si estende fino a comprendere una [...] misura nazionale adottata in una situazione di grave perturbamento dell’economia e del sistema finanziario di uno Stato membro, la quale mira a rimediare ad una minaccia sistemica per la stabilità finanziaria dell’Unione, scaturente dall’insufficienza del capitale della società in questione”<sup>118</sup>;

---

quale imponeva misure di *burden sharing* (i.e., condivisione e incidenza prioritaria delle perdite tra, e nei confronti di, chi nella banca aveva investito), prima di poter riconoscere all’intermediario la concessione di qualsiasi forma di sostegno pubblico. Per un approfondimento sulla pronuncia in questione, v. E. RULLI, *Contributo allo studio della disciplina della risoluzione bancaria. L’armonizzazione europea del diritto delle crisi bancarie*, Torino, 2017, 75 ss., e I. DONATI, *L’incerto bilanciamento dei diritti degli azionisti e dei creditori nella capitalizzazione forzata dei crediti (nota a Corte di Giustizia UE, Grande Sezione, 19 luglio 2016, 20 settembre 2016 e 8 novembre 2016, in Riv. dir. soc., 2017, 1107.*

<sup>117</sup> Nella pronuncia *de qua*, la Corte è stata chiamata a pronunciarsi sulla legittimità di un’operazione di ricapitalizzazione “forzosa” adottata nel 2011 dalle autorità irlandesi della banca *Irish Life and Permanent plc*. In particolare, la ricapitalizzazione coatta era stata attuata tramite un aumento di capitale riservato all’autorità pubblica, con esclusione dunque dei precedenti azionisti, i quali avevano così visto le proprie pretese fortemente diluite (a circa l’un per cento del capitale) a seguito di detto aumento. Quest’ultimi lamentavano dunque violazioni dell’allora Direttiva 2012/30/UE (c.d. Seconda Direttiva), che detta regole “per tutelare gli interessi dei soci e dei terzi per quanto riguarda la costituzione della società per azioni, nonché la salvaguardia e le modificazioni del capitale sociale della stessa”, in particolare laddove detto aumento: (i) era stato attuato senza un’apposita deliberazione assembleare; (ii) non aveva previsto alcun diritto di opzione a favore degli azionisti (diritto di opzione riconosciuto dalla legislazione societaria irlandese, in attuazione delle disposizioni europee) e infine (iii) aveva previsto un prezzo di sottoscrizione “sotto la pari”. Per un approfondimento della pronuncia in questione, v. E. RULLI, *Contributo, op.cit.*, 78; I. DONATI, *L’incerto bilanciamento, op.cit.* 1109, e V. DE STASIO, *La seconda direttiva europea sul capitale sociale e la deroga nella crisi sistemica bancaria*, in *BBTC*, 2017, 14 ss.

Si segnala infine come le esigenze sottese alla pronuncia in oggetto siano ormai state positivizzate nella rilevante normativa societaria di fonte europea con l’introduzione dei nuovi meccanismi di risoluzione della crisi di istituti bancari (i già menzionati BRRD e SRMR). Infatti l’art. 84 della Direttiva (UE) 2017/1132 (che ha sostituito, peraltro con cambiamenti minimi, la Direttiva 2012/30/UE di cui al precedente capoverso) dispone la *disapplicazione*, “in caso di uso di strumenti, poteri e meccanismi di risoluzione”, degli articoli concernenti, *inter alia*, la competenza assembleare per la decisione degli aumenti di capitale e il diritto di opzione dei soci per i casi di aumenti di capitale tramite conferimenti in denaro.

<sup>118</sup> Parrebbe tuttavia che la pronuncia appena riportata perda buona parte del suo carattere eccezionale ed “eversivo” se si accettano quegli orientamenti dottrinali e di taluna giurisprudenza comunitaria che ritengono la disciplina comunitaria refluita nella Direttiva (UE) 2017/1132, pur in assenza di esplicita dispensa, *non applicabile* a società “*assoggettate a formali procedure di insolvenza*”. La questione è peraltro solo rimandata, stante la necessità di attribuire un chiaro significato al virgolettato (e pur partendo dalla considerazione che esso non può riferirsi alle sole procedure liquidatorie, ove l’esigenza di ripensare e neutralizzare il complesso dei poteri dei soci sul passivo ideale evidentemente non si pone). *Amplius*, per i punti qui solamente accennati, v. V. PINTO, *Concordato preventivo e organizzazione sociale*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, 119 (nt. 45 ove più ampi riferimenti), e L. BENEDETTI, *La posizione dei soci nel risanamento della società*

infine

(iii) Nella Causa C-8/15 *Ledra Advertising Ltd e altri c./Commissione Europea e BCE* nel contesto di operazioni di riduzione (e conversione in fondi propri) di depositi di banche cipriote<sup>119</sup> la Corte di Giustizia si pronuncia nel senso che “*considerato l’obiettivo di assicurare la stabilità del sistema bancario nella zona euro, e alla luce del rischio imminente di perdite finanziarie cui sarebbero stati esposti i depositanti presso le due banche interessate in caso di fallimento di queste ultime, simili misure non costituiscono un intervento sproporzionato e inammissibile che pregiudica la sostanza stessa del diritto di proprietà dei ricorrenti. Esse non possono, dunque, essere considerate come restrizioni ingiustificate di tale diritto*”.

*Prima facie*, le pronunce in materia sono espressione di quel paradigma della stabilità finanziaria di cui questo Paragrafo ha tentato di dar conto. Peraltro, esse si legano ad un altro tema che risulterà centrale per le prossime pagine (per cui *infra*, Paragrafo 5 e ss.), e che dunque vale la pena iniziare ad introdurre: quello delle ricadute del paradigma in questione sulla posizione dei portatori di posizioni all’interno – o all’esterno – dell’*organizzazione* societaria bancaria. Come è stato detto e anticipando alcune delle prossime riflessioni “*Kotning e Dowling [ma sembrerebbe a chi scrive, anche Ledra Advertising] esprimono principi tutt’altro che scontati. Essi, forse, appaiono tali, ossia si presentano come principi nell’attuale contesto economico, che è il risultato di ormai quasi dieci anni di crisi finanziaria e dei debiti sovrani. Un contesto nel quale le ragioni della stabilità finanziaria e di contenimento del debito pubblico, [...], non possono che tendere a prevalere sulle ragioni della titolarità di una posizione giuridica soggettiva. Del resto, Kotnik e Dowling muovono dalla necessità di affrontare un problema macroeconomico, la cui soluzione giammai potrebbe essere impedita da esigenze di tutela di carattere individuale, come lo è la tutela dei diritti di azionisti e creditori*”<sup>120</sup>. Vi è di più: nella misura in cui la tutela proprietaria accordata a creditori e azionisti

---

*in crisi: dal potere di veto al dovere di sacrificarsi (o di sopportare) (Aufopferungs o Duldungspflicht)?*, in *RDS*, 2017, 791 ss. Peraltro *contra*, per una pronuncia della Corte che, con riguardo a società per azioni bancarie, ha espresso principi diametralmente opposti a quelli qui commentati v. la Causa C-441/93, *Pafitis e a.*, paragrafo 57, secondo cui “*la [seconda] direttiva continua ad applicarsi in caso di semplice disciplina di risanamento destinata ad assicurare la sopravvivenza della società, anche se questa disciplina comporta uno spossessamento temporaneo degli azionisti e degli organi normali della società*”. In generale, per una rassegna delle pronunce del Giudice europeo conformi e difformi con quella riportata nel testo, v. V. DE STASIO, *La seconda direttiva europea, op.cit.*, 15 s., oltre agli autori testé riportati.

<sup>119</sup> Nella pronuncia *de qua* si è discusso sulla legittimità di misure di riduzione del valore (e conversione in fondi propri) dei depositi di clienti di banche cipriote, adottate dall’Autorità a seguito della crisi bancaria del paese, al fine di ottenere l’intervento del Meccanismo Europeo di Stabilità (il c.d. “fondo salva Stati”). Per un approfondimento della pronuncia in questione, v. E. RULLI, *Contributo, op.cit.*, 2017, 80 ss., e I. DONATI, *L’incerto bilanciamento, op.cit.* 1108.

<sup>120</sup> E. RULLI, *Contributo, op.cit.*, 79. Cfr. anche V. DE STASIO, *La seconda direttiva europea, op.cit.*, 16, dove la constatazione, con riferimento alla sentenza *Dowling*, per cui la crisi (e il salvataggio) di un istituto le cui passività sono denominate in Euro assume una dimensione non solo interna (nazionale), ma si trasforma in un problema sistemico (dell’area Euro), donde l’interesse alla continuazione dell’impresa bancaria prevale sulla tutela degli azionisti. Negli stessi termini, in merito al complessivo sistema di tutela giurisdizionale che emerge dal d. lgs. 180/2015, attuativo della BRRD nell’ordinamento italiano, v. G. CARRIERO, *Crisi bancarie, tutela del risparmio, rischio sistemico*, in *AGE*, 2016, 379, per cui: “*è di manifesta evidenza e certo non merita specifica dimostrazione la circostanza che gli interessi pubblici di ordine macro economico sottesi al rischio sistemico alla cui prevenzione la disciplina di risanamento e risoluzione è*



nelle pronunce qui rilevanti è risultata la *medesima*, ossia la garanzia a non veder pregiudicato il contro-valore economico delle rispettive pretese (c.d. principio dell'assenza di pregiudizio), ma non anche “*il loro interesse a conservare la propria posizione all'interno della società*”<sup>121</sup>, si è osservato – in maniera all'apparenza decisiva per alcuni dei punti di questo elaborato – come “*il nucleo di maggiore novità della recente giurisprudenza europea sia proprio l'abbandono di una caratterizzazione qualitativa della posizione dei soci e dei creditori, quantomeno nella prospettiva della tutela del diritto di proprietà nell'ambito delle crisi societarie. La partecipazione sociale e i diritti di credito si distinguerebbero non sul piano qualitativo, ma su quello quantitativo della partecipazione al rischio di impresa (maggiore per i soci, minore per i creditori). Superata tale distinzione, la conversione dei creditori in azionisti non interferirebbe con la sostanza dei loro diritti di proprietà, quando essi abbiano, di fatto, assunto la posizione tipica dei soci dal punto di vista della sopportazione del rischio di impresa*”<sup>122</sup>.

4.2. B) *Sulla necessità di garantire la stabilità finanziaria tramite un approccio – regolamentare e di vigilanza – c.d. macroprudenziale.*

Acquisito il dato della stabilità del sistema finanziario come punto focale di elaborazioni dottrinali, regolamentari e pretorie in tema di impresa bancaria, si deve ora procedere a una disamina, in punto di criteri ispiratori, degli *strumenti* con cui si è cercato di perseguire tale obiettivo.

Si tenterà di essere più chiari<sup>123</sup>. Prima del dispiegarsi della crisi finanziaria globale, i regolatori

---

*deputata sono di rilevanza tale da giustificare l'affievolimento o la sospensione di taluni presidi giurisdizionali a garanzia della tutela di diritti e interessi*”. Ad *abundantiam*, l'attenuamento delle posizioni giuridiche individuali in favore della tutela di interessi collettivi sembrerebbe emergere anche, in termini forse ancor più preponderanti, dal complessivo regime di tutela dei depositanti di banca sottoposta a procedura di risoluzione, laddove i depositi protetti risultano essere solamente quelli di ammontare complessivo inferiore a Euro 100.000,00. Come è stato evidenziato, la scelta in questione parrebbe evidenziare come il sistema non si ispiri alla tutela del deposito con obbligo di rimborso *in sé* considerato, ma invece tuteli quest'ultimo nei termini e nella misura in cui tale tutela garantisca l'integrità del sistema dei pagamenti, allora giustificando il disinteresse per alcune posizioni individuali. Il tema è affrontato, con rimandi alla letteratura rilevante, *infra* nt. 174, ma in realtà “*accompagnerà*” il lettore per larghi tratti del Secondo Capitolo.

<sup>121</sup> I. DONATI, *L'incerto bilanciamento*, *op.cit.* 1109.

<sup>122</sup> I. DONATI, *L'incerto bilanciamento*, *op.cit.*, 1118 s. Invero, anche la giurisprudenza nazionale ha recentemente assunto posizioni non dissimili. Si fa riferimento alla sentenza del Tribunale di Arezzo dell'11 febbraio 2016, vertente sullo stato di insolvenza della Banca Popolare dell'Etruria: nella sentenza in oggetto il giudice di prime cure, esaminando il programma di risoluzione che ha comportato l'azzeramento delle riserve, del capitale sociale e delle obbligazioni subordinate computate nei fondi propri dell'istituto, e dovendosi esprimere circa una pretesa violazione dell'articolo 3 della Costituzione, in virtù di una irragionevole parificazione di trattamento tra azionisti e creditori subordinati, ha invece affermato come “*appare sostanzialmente omogenea la posizione dei titolari delle azioni e delle obbligazioni subordinate (computabili nei fondi propri della banca) partecipando entrambi, sia pure in modo diverso, al rischio di impresa*”. L'importanza della pronuncia *de qua* sta in ciò, nel sottolineare come l'*omogeneità* tra pretese sociali e creditizie (nella misura in cui entrambe siano computate tra i fondi propri) sussisterebbe non soltanto in una situazione patologica di crisi, ma anche in una situazione fisiologica di esercizio dell'impresa bancaria, denotando allora una caratteristica propria della struttura patrimoniale bancaria. Cfr., in commento alla pronuncia, F. CAPRIGLIONE-R. MASERA, *La corporate governance*, *op.cit.*, 325 s., seppur maggiormente interessati ai risvolti della pronuncia in punto di governo societario. Il tema peraltro assumerà importanza centrale nel II Capitolo dell'elaborato.

<sup>123</sup> In termini pressoché analoghi, per le righe che seguono, v. Aa. Vv., *Principles*, *op.cit.*, 409 s.

ritenevano, in maniera pressoché pacifica, che per garantire la stabilità del sistema finanziario (e bancario, nello specifico) nella sua *interezza*, fosse necessario e sufficiente assicurare la stabilità dei *singoli* intermediari individualmente considerati. A tal proposito, si parlava di un approccio c.d. micro-prudenziale: “*the common view was that systemic risk was a matter of contagion from one failing institution to the others*”<sup>124</sup>, in cui la fonte (c.d. *source*) del rischio sistemico era da individuarsi in eventi esclusivamente esogeni, e non *anche endogeni* al sistema finanziario stesso (dove quest’ultimi devono essere intesi come funzioni dei comportamenti collettivi e delle interazioni degli agenti finanziari)<sup>125</sup>.

In realtà, come si è tentato di dare conto nei Paragrafi precedenti, la dimensione del rischio sistemico non si colloca e non si dispiega solamente a un livello individuale (ed a tal proposito, si sono toccati i temi delle interconnessioni dirette e indirette e delle esposizioni bancarie verso intermediari attivi al di fuori del normale canale del credito, nel c.d. sistema bancario ombra). La crisi finanziaria del 2007 – 2009 ha infatti, e semplicemente, mostrato come tale prospettiva fosse errata<sup>126</sup>: in linea con quella che in retorica viene comunemente definita “fallacia di composizione”, “*the system as a whole behaves differently from its individual components [...] when trying to make themselves safer, financial institutions can behave in a way that collectively undermines the stability of the system*”<sup>127</sup>. La prospettiva micro-prudenziale, non intercettando la genesi e il dispiegarsi di certi rischi, non era

---

<sup>124</sup> Aa. Vv., *Principles*, op.cit., 409.

<sup>125</sup> Per un’analisi della prospettiva esogena e endogena, v. C. BORIO, *Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation*, in *BIS Working Papers 128*, 2003, 5 s. Per l’idea che le crisi finanziarie abbiano, nel loro originarsi, una dimensione endogena, v. l’antesignano lavoro di H. MINSKY, *The financial instability hypothesis*, in *The Jerome Levy Economics Institute Working paper No. 74*, 1992, 1 ss.

<sup>126</sup> In tal senso F. ALLEN-X. GU, *The Interplay*, op.cit., 233, hanno sottolineato come: “*during the Crisis of 2007–9 microprudential regulation of the banking system turned out to be unable to maintain financial stability largely because it did not recognize the problem of systemic risk*”. Analogamente cfr. M. HELLWIG, *Systemic risk, macro-shocks*, op.cit., 1. V. anche V. ACHARYA, *Understanding financial crisis: theory and evidence from the crisis of 2007-08*, disponibile su [www.nyu.edu](http://www.nyu.edu), 2013, dove un elenco di fallimenti regolamentari dell’approccio micro-prudenziale proprio della legislazione vigente al manifestarsi della crisi.

<sup>127</sup> D. SCHOENMAKER-P. WIERTS, *Macroprudential supervision: from theory to policy*, in *ESRB Working Papers Series*, 2016, 2. Concretamente, per un esempio di come Basilea II, trascurando tale prospettiva, sia finita con il dettare metodologie per la modellazione dei rischi (*risk modelling*) incomplete, compromettendo in ultima analisi il processo degli intermediari di autovalutazione e accantonamento di adeguate quote di capitale (c.d. *Internal Capital Adequacy Assessment Process*, su cui si tornerà nel Secondo Capitolo) a copertura di suddetti rischi v. R. MASERA, *CRR/CRD IV*, op.cit., 383.

Infine, seppur con riferimento alla teoria sociologica (ma confermando allora una dimensione infra-disciplinare della prospettiva esposta nel testo), il punto è ottimamente compendiato in N. TALEB, *Skin in the game*, Londra, 2018, 69, per cui “*the main idea behind complex systems is that the ensemble behaves in a way not predicted by its components. The interactions matter more than the nature of the units. [...] This is called an “emergent” property of the whole, by which parts and whole differ because what matters are the interactions between such parts*”.

in grado di farvi fronte quando tali vulnerabilità si ponevano alla base di uno *shock* sistemico<sup>128 129</sup>. Da qui è possibile individuare il sorgere (e la consapevolezza) di un approccio e un paradigma regolamentare differente, c.d. macro-prudenziale<sup>130</sup>, che si concentri sulla stabilità del sistema nella sua interezza, più che su quella delle singole imprese che lo pongono, la cui prospettiva sia globale nel senso che riesca a intercettare i rischi posti dagli agenti del sistema bancario e finanche finanziario “collettivamente”, oltre che “individualmente”, considerati<sup>131</sup>. Detto altrimenti, le imposizioni

---

<sup>128</sup> Un caso emblematico spesso riportato in letteratura, vuoi soprattutto per la rilevanza avuta nel corso della crisi finanziaria globale, è la pratica già analizzata in queste pagine del *fire sales of assets*: difatti, assumendo una prospettiva micro-prudenziale, l'ente che, al sorgere di perdite inattese, si libera sul mercato di larghi volumi di *assets* per poter rientrare da queste perdite, assume un comportamento assolutamente *razionale* dal punto di vista del singolo intermediario. Si è visto come tale pratica sia invece disastrosa, quando analizzata da una prospettiva “olistica”: il repentino collocamento sul mercato di larghi volumi di *assets* da parte del primo intermediario innesca un calo dei relativi corsi (*i.e.*, un aumento dell'offerta a cui non corrisponde una domanda adeguata), che a sua volta si ripercuote sulla posizione patrimoniale di quegli intermediari che, adottando simili (e correlate) strategie di investimento, detengono le medesime attività (e le contabilizzano al c.d. *mark-to-market value*). Si attiva così una sorta di effetto domino, in cui alle vendite del primo intermediario seguono quelle “forzate” degli altri intermediari, le quali deprimono ancor di più i prezzi degli attivi oggetto di *fire sales*, e incentivano vieppiù simili comportamenti in altri intermediari. Si è di fronte qui a una fattispecie che *in nuce* non prospetta problematiche solamente quando e se valutata in un'ottica micro- e non macroprudenziale. Inoltre, la fattispecie *de qua* mostra come le vulnerabilità del sistema bancario possano avere un'origine *endogena* al sistema stesso. In argomento, v. D. SCHOENMAKER-P. WIERTS, *Macroprudential supervision*, *op.cit.*, 3 ss., e soprattutto, le considerazioni di vertice di C. BORIO, *Towards a macroprudential framework*, *op.cit.*, 3: “A microprudentialist would argue that for a financial system to be sound it is necessary and sufficient that each individual institution is sound. A macroprudentialist would take issue with this. [...] By taking risk as exogenous, it would not be possible for a microprudentialist to conceive of situations in which what was rational, even compelling, for an individual institution could result in undesirable aggregate outcomes. A macroprudentialist would find this possibility natural. For example, it could make sense for a financial firm to tighten its risk limits and take a defensive stance in the face of higher risk. But if all did that, each of them could end up worse off. Tightening credit standards and liquidating positions could precipitate further financial stress as asset prices decline. Risk would thereby increase”.

Per una casistica di fattispecie in cui il crearsi e diffondersi del rischio sistemico non può essere intercettato esclusivamente monitorando la posizione individuale degli intermediari, v. M. HELLWIG, *Systemic risk, macro-shocks*, *op.cit.*, 11 e 21, e anche, con specifico riferimento ai fenomeni di panico e *bank run*, S. SCHWARCZ, *Systemic risk*, *op.cit.*, 199.

Infine, per un tentativo di categorizzazione delle fonti del rischio sistemico, v. F. ALLEN-X. GU, *The Interplay*, *op.cit.*, 234 ss.

<sup>129</sup> A tal proposito alcuni commentatori, nel discutere il *gap* tra l'approccio micro-prudenziale (dominante perlomeno fino allo scoppio della crisi finanziaria del 2007 – 2009) e macro-prudenziale, parlano di una differenza *epistemica* tra le due prospettive, in cui la dimensione del (e il modo di concepire il) rischio si collocano su piani *conoscitivi* differenti. V. M. THIEMANN-M. ALDEGWY-E. IBROCEVIC, *Understanding the shift from micro- to macro-prudential thinking: a discursive analysis*, in *SAFE Working paper no. 136*, 2016, 1 ss., dove anche un tentativo di ricostruzione, in chiave storica, delle ragioni che impedirono alle correnti e posizioni dominanti nel dibattito economico pre-crisi di adottare già allora un'ottica macroprudenziale.

<sup>130</sup> Il tema della regolamentazione macroprudenziale è ormai oggetto di numerosi contributi. Senza pretesa di esaustività, v. G. GALATI-R. MOESSNER, *Macroprudential policy*, *op.cit.*, 3 ss.; S. HANSON-A. KASHYAP-J.C. STEIN, *A macroprudential approach to financial regulation*, in *Journal of economic perspectives*, 2011, 3; C. BORIO, *Towards a macroprudential framework*, *op.cit.*, 1 ss.; A. CROCKETT, *Marrying the Micro- and Macro- prudential dimensions*, *op.cit.* e M. THIEMANN-M. ALDEGWY-E. IBROCEVIC, *Understanding the shift from micro- to macro-prudential thinking*, *op.cit.*, 1 ss.

<sup>131</sup> Un'utile tassonomia per inquadrare le caratteristiche differenziali tra la prospettiva micro- e macro-prudenziale (sia regolamentare che in termini di supervisione) si trova in C. BORIO, *Towards a macroprudential framework*, *op.cit.*, 1 ss. Segnatamente, e in sintesi, i due approcci si differenzerebbero in punto di: (i) obiettivi prossimi (dove una politica macroprudenziale, a differenza di quella micro, mira a limitare la turbolenza finanziaria a livello di sistema, e non a livello di singole istituzioni); (ii) obiettivi ultimi (dove l'approccio macroprudenziale, contrariamente a quello micro, aspira a evitare costi in termini di perdite stimate su variabili macroeconomiche, e non sul singolo investitore/consumatore, in un'ottica di *investor protection*); (iii) modellazione e approccio al rischio (dove una prospettiva macro-prudenziale, differentemente da quella micro, considera il rischio di instabilità del sistema come *anche* endogeno al sistema stesso,

regolamentari e le misure di vigilanza e di gestione del dissesto bancario che discendono da una politica macroprudenziale, prescindono dalla (o meglio, non si puntualizzano esclusivamente sulla) posizione dell'intermediato regolato, ma richiedono a quest'ultimo l'internalizzazione dei c.d. “*systemic stability costs*”<sup>132</sup>.

Una puntuale classificazione e analisi degli strumenti di intervento macroprudenziali<sup>133</sup> individuabili nella complessiva architettura della regolamentazione bancaria esula dagli obiettivi della presente trattazione<sup>134</sup> (perlomeno, per quegli istituti macroprudenziali che non si sostanziano in misure patrimoniali e dunque non sono direttamente ricollegabili alla struttura patrimoniale dell'ente bancario, dei quali invece si darà conto nel Secondo Capitolo). Qui giova sottolineare come la regolamentazione di tali strumenti (in uno con la loro dimensione macroprudenziale) trova sistemazione nei medesimi corpi normativi di cui si è dato conto nel Paragrafo precedente, quasi a rimarcare la consapevolezza che l'obiettivo della stabilità finanziaria e l'ottica macroprudenziale siano intimamente collegati<sup>135</sup>. Così:

---

ossia funzione dei comportamenti degli agenti finanziari, sicché assumono rilevanza temi quali le esposizioni verso *common assets* nei bilanci degli intermediari) e (iv) calibrazione dei controlli prudenziali e interventi dell'autorità (dove una politica macro-prudenziale, contrariamente a quella micro, indirizza il suo intervento – sia regolamentare che autoritario – sugli intermediari focalizzandosi *solo su* quei comportamenti ed eventi che possono innescare il sorgere di rischio sistemico).

<sup>132</sup> Si rende a questo punto necessaria una considerazione: la concezione c.d. macro-prudenziale della regolamentazione – che si è posta alla base del passaggio dal sistema delineato da Basilea II a quello di Basilea III –, non considera superflui gli strumenti classici di intervento micro-prudenziale – si pensi ai classici requisiti di capitale, integrati dai requisiti di *leverage* e ai requisiti di liquidità, sui quali verterà l'indagine nel Secondo Capitolo –, i quali invero ben contribuiscono a garantire la stabilità del sistema tramite la solidità degli operatori che lo compongono. La prospettiva macro-prudenziale però, pur avvalendosi di queste classiche misure micro-prudenziali, non le ritiene necessariamente sufficienti per intercettare il rischio sistemico. In questi termini v. Aa. Vv., *Principles, op.cit.*, 416.

<sup>133</sup> In letteratura si è soliti distinguere tra: (a) *cross-sectional measures*, ove il rischio sistemico è individuato nell'esistenza di canali di contagio esterni al sistema bancario, ma connessi con quest'ultimo, e conseguentemente le misure macro-prudenziali tentano sia di diminuire le esposizioni infra-sistemi, che di esportare la regolamentazione bancaria verso istituzioni finanziarie formalmente non bancarie, ma esercenti attività simili e (b) *time-varying measures*, dove il rischio sistemico è individuato nell'espansione (c.d. *boom*) dei valori di particolari *assets*, che a loro volta guida l'espansione dell'offerta di credito, con possibili conseguenze disastrose al crollare (“*bust*”) dei primi (esemplificativo è qui lo scoppio della bolla del settore immobiliare di cui si è dato *supra*, nel Paragrafo 3) e dove le misure macro-prudenziali impongono allora strette all'offerta di credito durante i *periodi* espansionistici, per evitare il manifestarsi di conseguenze ancor più funeste, nei periodi di *bust*. Per una trattazione più approfondita, cfr. Aa. Vv., *Principles, op.cit.*, 411, e C. BORIO, *Towards a macroprudential framework, op.cit.*, 5 ss.

<sup>134</sup> Per una panoramica dei differenti strumenti macro-prudenziali rinvenibili nella legislazione europea (in particolare, nel CRR e nella CRDIV), v. EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD, *Flagship report on Macro-prudential Policy, op.cit.* 18 ss. Per un resoconto sul loro utilizzo, v. ID, *A review of macro-prudential policy in the EU one year after the introduction of CRD/CRR*, Francoforte, 2015, e da ultimo ID, *A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2018*, Francoforte, 2019.

<sup>135</sup> Ma d'altronde contezza di ciò poteva già aversi dalla lettura del c.d. Rapporto Larosière del Febbraio 2009, le cui determinazioni hanno influenzato buona parte del processo di revisione della regolamentazione e della supervisione del sistema finanziario europeo.

Volendo mantenere una prospettiva storica (e contestualizzante), che guardi in particolare al diritto nazionale e alla sua evoluzione, l'interprete potrebbe anche legittimamente chiedersi se la necessità (e la consapevolezza) di un approccio macroprudenziale alla regolamentazione e alla vigilanza si sia posta *anche* a seguito: (i) dei fenomeni di privatizzazione delle banche che hanno significativamente interessato il sistema bancario italiano negli anni novanta del novecento (e che hanno segnato il tramonto di quella natura prettamente pubblicistica dell'attività bancaria – *i.e.*, funzione di interesse pubblico – dischiusa dalla legge bancaria del 1936, la quale disponeva un sistema di penetranti limiti alla, e controlli sulla, attività) e (ii) del contestuale avvio di uno spazio giuridico europeo e della creazione di un mercato unico in campo

(i) Per quanto riguarda la disciplina dell'organizzazione della struttura patrimoniale e finanziaria dell'ente bancario, obiettivi macro-prudenziali, rinvenibili nel complessivo sistema delineato dal CRR e dalla CRDIV (per il quale v. nel Secondo Capitolo, il Paragrafo 5), sono sottesi sia alla filosofia che informa la complessiva perimetrazione e composizione *qualitativa* dell'aggregato regolamentare rilevante (il tema è estensivamente trattato nel Secondo Capitolo, ma v. sin da ora e soprattutto il Paragrafo 1) che alle finalità proprie dei *buffers* aggiuntivi di capitale, quali (a) il *capital conservation buffer*<sup>136</sup> (b) il *countercyclical capital buffer*<sup>137</sup>; (c) il *systemic risk buffer*<sup>138</sup>; (d) i *capital surcharges* per le istituzioni di rilevanza sistemica<sup>139</sup> – le c.d. *Global Systemically Important Institutions* e *Other Systemically Important Institutions* –; (e) le c.d. *national flexibility measures*<sup>140</sup>, che permettono alle autorità nazionali di innalzare i requisiti prudenziali (di capitale; liquidità; *large exposures* e coefficienti di rischio degli attivi) per far fronte a rischi sistemici ma (f) non più ai *buffers* aggiuntivi, previsti nel quadro del Secondo Pilastro della vigilanza bancaria per far fronte a rischi macroprudenziali, a seguito del *Supervisory Review and Evaluation Process*<sup>141</sup>. Come già accennato, si avrà modo di tornare in maniera dettagliata nel Secondo Capitolo del presente elaborato sui profili quantitativi e qualitativi e sulle finalità perseguite sia da tali *buffers* aggiuntivi (per cui v. sin da ora il Paragrafo 1.5.4) che dai c.d. requisiti di Secondo Pilastro (per cui v. sin da ora il Paragrafo 1.5.3);

---

bancario (la qual cosa ha, *inter alia*, permesso alle banche commerciali di esercitare il credito a medio e lungo termine, facendo venir così meno la ormai obsoleta regola di “specializzazione temporale”). E per entrambi i momenti, v. C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche, op.cit.*, 29 ss.

In effetti, potrebbe sostenersi, gli eventi di cui *sub* (i) e (ii) avrebbero spronato il regolatore (nazionale prima, ed europeo poi) a trovare una strategia giuridica, diversa dalla gestione pubblica, capace di governare il privato quando le azioni di questo possano ripercuotersi su interessi collettivi (più che pubblici). Il tema è peraltro complesso, e non può essere qui estensivamente indagato, anche perché metodologicamente richiederebbe *in primis* una presa di posizione sulla rilevanza e incidenza (conoscitiva e empirica) dei c.d. eventi controfattuali, i quali per definizione rifuggono a qualsiasi controllabilità empirica. Il tema tuttavia è stato oggetto di approfondito studio nelle scienze cognitive, con risultati invero alquanto deludenti: la capacità di valutare l'importanza e l'incidenza sul corso degli eventi di fenomeni che non sono avvenuti, o che sarebbero potuti avvenire diversamente, risulta in gran parte inquinata dalle aprioristiche prese di posizione ideologiche dell'interprete (in un classico esempio di “belief perseverance”, che trasforma i controfattuali in “ideological counterfactuals”). In tal senso, cfr. *amplius* P.E. TETLOCK, *Expert political judgement. How good is it? How can we know?*, Princeton, 2005, 144 ss., e P.E. TETLOCK-A. BELKIN, *Counterfactual thought experiments in world politics: logical, methodological, and psychological perspectives*, Princeton, 1996.

<sup>136</sup> V. art. 129 CRDIV. In realtà può discutersi se il *capital conservation buffer* sia da considerarsi una riserva di capitale che assolva autenticamente ed esclusivamente finalità macroprudenziali. Probabilmente questo *buffer* esemplifica la possibilità che misure micro-prudenziali possano ben contribuire al raggiungimento di obiettivi propri della regolamentazione e supervisione macroprudenziale (e v. quanto già si è detto *supra*, in nt. 132). In quest'ottica peraltro appare rilevante come la Banca d'Italia annoveri l'implementazione del *capital conservation buffer* tra le decisioni di politica macroprudenziale, e v. <https://www.bancaditalia.it/compiti/stabilita-finanziaria/politica-macroprudenziale/applicazione-riserva-conserv-capitale/>.

<sup>137</sup> V. art. 130 CRDIV.

<sup>138</sup> V. art. 133 CRDIV.

<sup>139</sup> V. art. 131 CRDIV.

<sup>140</sup> V. art. 458 CRR.

<sup>141</sup> Cfr. gli articoli 97, paragrafo 1, lett. b; 98, paragrafo 1, lett. j e 103 CRDIV, nella versione antecedente la pubblicazione della CRDV. Le disposizioni in questione sono state rimosse dal testo della CRDIV dalla CRDV, a conferma che requisiti patrimoniali di c.d. Secondo Pilastro potranno essere imposti solamente per far fronte a specifici rischi di carattere micro-prudenziale. La complessiva normativa che compendia il Secondo Pilastro dell'adeguatezza patrimoniale bancaria sarà oggetto di analisi nel Secondo Capitolo.

(ii) In merito alla disciplina delle risoluzioni bancarie, sia il SRMR (Art. 18, paragrafo 1, lettera c) che la BRRD (Art. 32, paragrafo 1, lettera c) condizionano la possibilità di sottoporre l'intermediario a una procedura di risoluzione, *inter alia*<sup>142</sup>, alla presenza di un interesse pubblico<sup>143</sup> (laddove tale interesse si identifica, tra le altre cose, con la necessità di preservare la stabilità del sistema finanziario “*in particolare attraverso la prevenzione del contagio*”). La risoluzione, dunque, oltre a essere una *extrema ratio* (nel senso che a essa dovrebbero essere preferite le “ordinarie” procedure di insolvenza, qualora non si pongano esigenze di stabilità sistemica)<sup>144</sup>, è procedura a cui non tutte le banche possono accedere. Come è stato efficacemente detto, “*la risoluzione non costituisce un salvataggio della banca, ma un salvataggio del sistema*”<sup>145</sup>, e proprio in ciò risiedono (e si dischiudono) i suoi

---

<sup>142</sup> Oltre alla presenza di un interesse pubblico rilevante, presupposti della risoluzione (art. 32 BRRD e art. 18 SRMR) sono: (i) lo stato o il rischio di dissesto (intendendosi per tale una situazione in cui la banca, alternativamente (a) violi, o è probabile che violerà, i requisiti per il mantenimento dell'autorizzazione; (b) detenga attività il cui valore è, o è probabile che sarà, inferiore a quello delle passività; (c) non è in grado, o è probabile che non sarà in grado, di pagare i propri debiti a scadenza o (d) ha bisogno di un sostegno finanziario pubblico) e (ii) l'inesistenza di soluzioni alternative di salvataggio di mercato (*i.e.*, private).

A riguardo, in particolare per i rapporti che corrono tra “stato di dissesto” e (accertamento dello) “stato di insolvenza”, v. G. SANTONI, *La disciplina del bail-in, lo stato di dissesto e la dichiarazione dello stato di insolvenza*, in AGE, 2016, 517 ss.; per le circostanze identificative di uno “stato di dissesto”, e per gli indici che le autorità possono valorizzare ai fini della valutazione prospettica del “rischio di dissesto”, v. EBA, *Guidelines on the interpretation of the different circumstances when an institution shall be considered as failing or likely to fail under Article 32(6) of Directive 2014/59/EU*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2015.

<sup>143</sup> Per un rilievo delle criticità operative che il criterio dell'“interesse pubblico” può comportare (soprattutto in termini di discrezionalità interpretativa) e ha concretamente comportato nella liquidazione di Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza e nella risoluzione del Banco Popolare, v. L. SCIPIONE, *L'affaire “popolari venete” e il modello italico di gestione delle crisi bancarie. Ricadute applicative e profili di incoerenza sistemica*, in *Dir. fall.*, 2018 (in generale per una dettagliata ricostruzione delle vicende che hanno interessato le due banche venete, ma per il tema qui rilevante da p. 600 ss.). Cfr. anche S. MERLER, *Bank liquidation in the European Union: clarification needed*, disponibile su [www.brueger.org](http://www.brueger.org), 2017, 1 ss., e J. BINDER, *Proportionality at the resolution stage: calibration of resolution measures and the public interest test*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2017, 1 ss. Per un accenno al tema, cfr. C. BARBAGALLO, *Crisi e regolamentazione finanziaria: cambiamenti e prospettive*, intervento al convegno “un decennio di regole finanziarie anticrisi, come la gestione delle banche italiane ha risposto alle domande dell'economia”, 2019, 14.

Infine, per l'interessante osservazione per cui il criterio dell'interesse pubblico dovrebbe essere interpretato in maniera procedimentale, *i.e.* come implicante un obbligo delle autorità di soppesare e valutare gli argomenti a supporto e contrari una soluzione alternativa allo scenario risolutorio (e dunque procedimentalizzando un *iter* che l'autorità di risoluzione deve seguire), v. J. BINDER, *Resolution: concepts, requirements and tools*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2014, 20.

<sup>144</sup> V. Considerando 45, BRRD.

<sup>145</sup> L. STANGHELLINI, *Risoluzione, bail-in e liquidazione coatta: il processo decisionale*, in AGE, 2016, 579. In maniera analoga parrebbero porsi M. ONZA, *Il bail-in: tra esercizio di potere e “proprietà” dell'impresa*, relazione tenuta presso l'Università degli Studi di Macerata al convegno “Verso un nuovo diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza”, 2016, 4, dove l'osservazione per cui tra gli obiettivi a cui dovrebbe tendere la risoluzione non vi sono riferimenti alla posizione del socio (che peraltro, come osserva subito l'a., è comunque tutelata attraverso i “*principi*” che governano la risoluzione) e C. ANGELICI, *Introduzione, op.cit.*, 762, laddove si rimarca, commentando il profilo della “sana e prudente gestione” dell'attività bancaria, come “*potrebbe anche essere chiaro che per tale specifica caratterizzazione dell'impresa bancaria un ruolo decisivo svolgono considerazioni che non la intendono tanto nel suo significato di singolo operatore in un mercato, strumento di profitto per chi l'attività intraprende, ma anche e per certi aspetti nel suo ruolo sistemico: come evidenziato espressamente dalle disposizioni che, disciplinando la crisi dell'impresa, assegnano rilevanza ai temi del contagio (così, [...] l'art. 50 del d.lgs. 180/2015)*”. Sull'architettura e sui principi e regole generali sottese alle odierne procedure di risoluzione, v. nel Secondo Capitolo il Paragrafo 7. Nella letteratura internazionale, per un approfondimento dei medesimi punti e del medesimo tema, Cfr. J. BINDER, *Proportionality at the resolution stage, op.cit.*, 9 e 13 (ma in generale, tutto il testo); M. HAENTJENS-B. WESSELS, *Three paradigm shifts, op.cit.* 398, e Aa. Vv., *Principles, op.cit.*, 417.

*Contra*, con riferimento al modello di gestione della crisi bancaria tramite risoluzione, si è recentemente osservato come l'interesse (pubblico) sotteso al principio di conservazione e continuità delle funzioni bancarie ben può conciliarsi con il



obiettivi macroprudenziali<sup>146</sup>. E infine

(iii) Per ciò che attiene ai profili della vigilanza bancaria nell'Eurozona, è la stessa *architettura* del MVU (intendendosi con tale termine la distribuzione di competenze e responsabilità al suo interno) che fa emergere come i compiti e i poteri di supervisione debbano garantire il perseguimento di obiettivi macroprudenziali. Brevemente<sup>147</sup>, quest'ultima si impernia sul trasferimento dalle autorità nazionali e attribuzione esclusiva alla BCE di determinate (e "nominate") competenze e responsabilità di vigilanza prudenziale nei confronti di tutti gli enti creditizi stabiliti negli Stati dell'Eurozona<sup>148</sup>, e ciò principalmente perché "*in quanto banca centrale della zona euro dotata di ampie competenze in materia macroeconomica e di stabilità finanziaria, la BCE è l'istituzione adatta ad assolvere compiti di vigilanza chiaramente definiti nell'ottica di tutelare la stabilità del sistema finanziario dell'Unione*"<sup>149</sup>. Per l'esercizio di tali competenze è direttamente responsabile la BCE con riferimento agli enti creditizi c.d. significativi (c.d. attribuzione diretta delle competenze), mentre con riferimento agli enti creditizi non ritenuti tali, la responsabilità permane in capo alle autorità di vigilanza nazionali (c.d. attuazione decentrata)<sup>150</sup>, fatto salvo il potere riconosciuto alla BCE di

---

sacrificio (privato) dei creditori, "*compensato da una seria prospettiva di risanamento dell'impresa bancaria, coniugata [...] ad un trattamento non peggiorativo rispetto a quello risultante da una procedura risolutiva*", così L. SCIPIONE, *L'affaire "popolari venete"*, *op.cit.*, 597. A chi scrive pare che la questione in esame non possa essere risolta in astratto e aprioristicamente, prova ne è il fatto che la prospettiva della continuità ben può aggravare, ritardandolo, il sacrificio da imporsi al ceto creditorio, da scontarsi comunque in un futuro prossimo.

<sup>146</sup> Seppur conferme di diritto positivo possono già trarsi dalla lettura dei Considerando 4, 5, 6, 11, 21, 25, 29, 45, 49, 56 e 57 della BRRD.

<sup>147</sup> L'analisi della rinnovata architettura della vigilanza bancaria europea esula dal perimetro della presente trattazione. Si segnala in materia, senza pretesa di completezza Aa.Vv., *Il meccanismo di vigilanza prudenziale*, in *L'Unione Bancaria Europea*, Pisa, 2016, 175 ss.; F. ANNUNZIATA, *Fostering centralization of EU banking supervision through case-law*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper Series*, 2018, 2 ss.; M. SEPE, *supervisione bancaria e risoluzione delle crisi: separatezza e contiguità*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2018, 302 ss.; M. LAMANDINI-D. MUNOZ-J. ALVAREZ, *depicting the limits to the SSM's supervisory powers: the role of constitutional mandates and of fundamental rights' protection*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale numero 79*, 2015, 9 ss.; C. BRESCIA MORRA, *La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa*, in *Banca impresa soc.*, 2015, 73 ss., e R. D'AMBROSIO, *Meccanismo di vigilanza unico*, voce in *Enciclopedia del Diritto*, Annali IX, 2016, 589 ss.

<sup>148</sup> V. art. 4, Regolamento MVU.

<sup>149</sup> Considerando 13, Regolamento MVU.

<sup>150</sup> V. art. 6, paragrafo 4, Regolamento MVU. Peraltro, l'articolo menziona due competenze che permangono radicate in capo alla BCE, a prescindere dalla significatività della banca vigilata, ossia la competenza a (i) rilasciare e revocare l'autorizzazione allo svolgimento dell'attività creditizia e (ii) valutare le notifiche di acquisizione e di cessione di partecipazioni qualificate in enti creditizi (tranne nel caso in cui tali partecipazioni vengano acquisite nelle more della risoluzione dell'intermediario).

Invero, sulla effettiva allocazione (e attribuzione) delle competenze nominate dal Regolamento tra BCE e autorità nazionali è da evidenziarsi un vivo dibattito sia dottrinale, che giurisprudenziale. Si segnalano così due differenti orientamenti: una prima posizione sostiene l'*esclusiva* attribuzione delle competenze nominate dall'articolo 4 in capo alla BCE su *tutte* le banche dell'Eurozona (significative e non), con la conseguenza che essa sarebbe *originariamente* titolare di detti poteri di vigilanza, i quali poi troverebbero *attuazione* sia in via diretta (ossia, sotto la diretta responsabilità della BCE), che in via "decentrata", per il tramite delle Autorità di vigilanza nazionali, a seconda della significatività dell'ente. A tale ricostruzione se ne contrappone una seconda, la quale ritiene che il Regolamento abbia ripartito le competenze in seno al MVU tra BCE e singole Autorità Nazionali sulla base del criterio della "significatività" delle istituzioni (fatte salve le due competenze permanentemente radicate in capo alla BCE). Secondo detta prospettiva, il criterio in questione non opera su competenze già *in nuce* attribuite alla BCE, ma invece è esso stesso il *criterio di allocazione* delle medesime. Per un'approfondita disamina dei termini della questione in letteratura, v. F. ANNUNZIATA, *i "postumi" del caso Landesbank vs. BCE*, in *AGE*, 2018, 409 ss.; ID, *European banking supervision in the age of the ECB. Landeskreditbank*

“avocare” e esercitare direttamente anche con riferimento a quest’ultimi i poteri attribuitigli dal Regolamento<sup>151</sup>, e ciò sulla base dell’ assunto per cui “*anche enti creditizi più piccoli possono minacciare la stabilità finanziaria*”<sup>152</sup>. Infine, e in maniera decisiva per le finalità di questo Paragrafo, l’articolo 5 del Regolamento MVU, rubricato “*Compiti e strumenti macroprudenziali*”, riconosce alla BCE il potere di sostituirsi alle autorità nazionali in merito all’applicazione degli strumenti macroprudenziali discussi *supra sub (i)*.

Non è questa la sede per esprimersi, criticamente, sull’efficacia degli strumenti e delle politiche c.d. macroprudenziali e sulla loro capacità di raggiungere gli obiettivi che si propongono<sup>153</sup> (e non, invece, di ingenerare *side-effects*, ad esempio ripercuotendosi sul, e danneggiando il, sistema finanziario per il tramite di misure mal calibrate e onerose<sup>154</sup>, in ultima analisi con conseguenze negative proprio su quel sistema che invece si intendeva salvaguardare<sup>155</sup>). Qui rileva evidenziare, alla stregua di quanto fatto in conclusione del precedente Paragrafo, una *tendenza* dell’attuale panorama regolamentare in materia bancaria: la necessità di assicurare la (i) stabilità del sistema finanziario per (ii) il tramite di

---

*baden-wuerttemberg v. ECB*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper Series*, 2018, 4 ss. (di cui una prima versione, in italiano, in *Giur. Comm.*, 2017, 118ss); M. LAMANDINI-R. D’AMBROSIO, *la “prima volta” del Tribunale dell’Unione europea in materia di Meccanismo di Vigilanza Unico*, in *Giur. Comm.*, 2017, 594 ss.; R. D’AMBROSIO, *The ECB and NCA liability within the Single Supervisory Mechanism*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale numero 78*, 2015, 71 ss., e C. BARBAGALLO, *Il rapporto tra BCE e autorità nazionali nell’esercizio della vigilanza*, intervento al Convegno “Unione bancaria: istituti, poteri e impatti economici”, 2014.

Per le pronunce del giudice dell’Unione v. la decisione del 16 maggio 2017 del Tribunale UE, Caso T-122/15, *Landeskreditbank Baden-Württemberg – Förderbank contro Banca Centrale Europea e*, a conclusione della *querelle* giudiziaria (e dottrinale) posta da tale pronuncia, la recentissima sentenza C-2019/372 della Corte del 9 maggio 2019. Con tale sentenza, la Corte ha definitivamente stabilito come, nel perimetro delineato dal Regolamento MVU, la BCE disponga di una competenza *esclusiva* per esercitare i compiti *ex art. 4*, paragrafo 1, nei confronti di «tutti» gli enti creditizi stabiliti negli Stati membri partecipanti, senza distinzione tra gli enti significativi e gli enti meno significativi. In tale ambito, le Autorità Nazionali *assisterebbero* la BCE nell’attuazione ed esercizio dei compiti di cui al Regolamento, ma non sarebbero titolari di autonome competenze.

<sup>151</sup> V. art. 6, paragrafo 5, lett. *b*, Regolamento MVU.

<sup>152</sup> V. Considerando 16 Regolamento MVU.

<sup>153</sup> V. in particolare M. HELFWIG, *Systemic risk, macro-shocks*, *op.cit.*, 1 ss., dove si argomenta come molti degli strumenti e delle nozioni rilevanti utilizzati dalla legislazione in materia (lo stesso concetto di “macro-prudential policies”; di “macro-shocks” e di “systemic risk”) siano spesso impiegate in maniera promiscua, prive di chiari referenti definitivi, e alle volte ambigua, se non antinomica, rispetto al fine che si propongono di raggiungere (così a titolo esemplificativo, l’idea di una “politica macroprudenziale” appare alle volte indifferentemente connessa all’obiettivo della stabilità finanziaria e della stabilità economica, nonostante i due termini possono ben escludersi a vicenda, *i.e.* sottintendere l’utilizzo di strumenti che possano sacrificare l’una per garantire l’altra). In maniera analoga, cfr. C. BORIO, *Towards a macroprudential framework*, *op.cit.*, 4. Sul riconoscimento che il perseguimento di politiche macroprudenziali necessita di un coordinamento con le competenti autorità monetarie e fiscali, stante il possibile intersecarsi – e annullarsi, se non ostacolarsi – delle misure predisposte – e degli obiettivi perseguiti – dalle rispettive autorità v. EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD, *Flagship report on Macro-prudential Policy*, *op.cit.*, §§ 4-11 e da 39 a 43, e G. GALATI-R. MOESSNER, *Macroprudential policy*, *op.cit.*, 23 s.

<sup>154</sup> Invero, il rischio di *overregulation/over-shooting* non è proprio del solo approccio macro-prudenziale, potendosi manifestare anche in un contesto normativo di “ispirazione” micro-prudenziale. A riguardo cfr. C. BORIO, *Towards a macroprudential framework*, *op.cit.*, 5.

<sup>155</sup> V. Aa. Vv., *op.cit.*, 424. Per l’osservazione invero comune con riferimento alla normativa sulla gestione della crisi degli intermediari bancari (*i.e.*, BRRD e SRMR), per cui la risoluzione di un istituto tramite *bail-in*, attivata in virtù di un interesse pubblico, possa di fatto instillare generali crisi di fiducia in risparmiatori di altri istituti, conducendo così a situazioni di instabilità, v. in luogo di molti C. BRESCIA MORRA, *Nuove regole per la gestione delle crisi bancarie: risparmiatori vs contribuenti*, in *AGE*, 2016, 285 s. Il tema è trattato anche nel Secondo Capitolo, per cui v. nt. 619.



strumenti che permettano di intercettare il sorgere e il manifestarsi di rischi che sorgono, per così dire, “collettivamente”. Si dovrà indagare se tale tendenza (assieme ad altri *topoi* dell’impresa bancaria analizzati in questo Capitolo) sia tale da giustificare ricadute in punto di organizzazione dell’impresa bancaria (esercitata in forma societaria).

5. *Ricadute in punto di organizzazione societaria: verso un appiattimento e “omogeneizzazione” delle posizioni sociali e creditizie (rispetto al proprium della fattispecie azionaria ordinaria)? Un’introduzione.*

Volendo portare a conclusione il Capitolo, a chi scrive pare che due siano i principali approdi argomentativi in materia di impresa bancaria che si impongono all’attenzione dell’interprete. Segnatamente: (a) la constatazione della centralità del canale bancario per il funzionamento sia dei moderni sistemi finanziari che delle odierne economie di mercato<sup>156</sup>, da cui deriva la necessità di garantire la stabilità del primo (intercettando e individuando appropriatamente le vulnerabilità e i rischi che presenta) per assicurare quella delle seconde e (b) il rilievo che il capitale raccolto a titolo di debito rappresenti non solo un finanziamento funzionale all’esercizio dell’attività bancaria, ma sia esso stesso un momento determinante e attuativo di tale attività. Ci si dovrà domandare se tali caratteristiche possano suggerire, seppur in prima e *generica approssimazione*, un ripensamento del tradizionale modo in cui soci e creditori si pongono nella, e al di fuori della, organizzazione societaria. Si tratta di un quesito che, come più dettagliatamente si vedrà nel prosieguo della trattazione, si interseca con la necessità di interrogarsi sulla capacità della disciplina del capitale sociale a differenziare, nel contesto societario bancario, tra soci e non-soci.

A prima vista, tali rilievi sembrerebbero intersecarsi con altre e più generali ricostruzioni (e dibattiti) che nel nostro ordinamento hanno interessato i temi e le relazioni tra attività di impresa, fenomeno societario azionario e contratto. In realtà:

(a) sia che si ritenga il fenomeno e l’istituto societario indissolubile negli schemi contrattuali privatistici “*del diritto soggettivo e dell’obbligo*”<sup>157</sup>, ma, per il ruolo assunto dall’impresa, gli si

---

<sup>156</sup> Si badi, con ciò non si intende predicare la necessità dell’impresa bancaria – come intermediatrice del credito – per l’esistenza di una moderna economia di mercato (e ciò perché il trasferimento di risorse in surplus, da soggetti che hanno accumulato risparmio, verso soggetti in deficit, bisognosi di risorse finanziarie, può ben attuarsi tramite altri canali, in particolare i mercati finanziari), ma soltanto sottolineare come la prima si ponga come una condizione in grado di facilitare l’instaurazione di quel tipo di economia. Per inciso, non pare nemmeno possibile sostenere la costruzione di un nesso di dipendenza inverso, se sol si tiene conto di come le banche siano, storicamente, comparse ben prima di quella che viene odiernamente definita “economia di mercato”. E in tal senso, cfr. le ricostruzioni storiche del fenomeno bancario di C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, op.cit., 23 ss.

<sup>157</sup> C. ANGELICI, *le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, I\*, Torino, 2004, 105.

L’archetipo contrattuale privatistico si contrapporrebbe a quello societario, secondo una impostazione inaugurata da P. FERRO LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1975, essenzialmente perché il primo riguarderebbe (a) fenomeni di

riconosca una differenza innanzitutto qualitativa rispetto alla “logica del contratto” per presupposti e oggetto della sua regolamentazione<sup>158</sup>, motivo per cui sarebbe legittimo interrogarsi “*se non sia possibile e necessario individuare nell’impresa l’a priori sulla cui base ricostruire la disciplina della società*”<sup>159</sup> (e dunque, in termini di risvolti applicativi, non estensibili argomenti e soluzioni ermeneutiche sviluppate colà);

(b) sia che, invece, a tale dimensione contrattuale si attribuisca una feconda funzione ordinante/conoscitiva del fenomeno societario, sicché “*sfruttando l’elasticità della nozione di contratto e l’ampiezza della nozione di scambio [si concepisca la società come] costruita su una piramide di espressi o taciti contratti*”<sup>160 161</sup>.

In entrambi i casi, e quasi indifferentemente dal modello ricostruttivo adottato<sup>162</sup>, il particolare

---

disposizione e circolazione della ricchezza (atterrebbe dunque al momento dello “scambio”) e, proprio per questo motivo, vivrebbe nella (b) istantaneità e (c) nel regno dei rapporti obbligatori inter-personali (tendenzialmente conflittuali).

<sup>158</sup> L’impostazione in questione vede nella dimensione societaria un (a) fenomeno collettivo/associativo di produzione della ricchezza (o, il che è lo stesso, di organizzazione di un’attività economica), sicché (b) la logica oggettiva e *infra-personale* dell’impresa sarebbe il criterio ordinante della regolamentazione societaria, in cui il rapporto obbligatorio non esisterebbe, di guisa che “*ove vi è diritto soggettivo in senso proprio si è [...] fuori o al termine del fenomeno associativo*” – così P. FERRO LUZZI, *I contratti associativi*, *op.cit.*, 240.

Come anche eloquentemente detto, la prospettiva in questione “*si traduce nella ricerca delle peculiarità delle vicende collettive, quelle che possono distinguerle dalle altre individuali, e non implica l’esclusione di ogni ruolo per il contratto [...] ma la consapevolezza che esso, centrale per il Individualrecht, non è di per sé in grado di far comprendere le vicende che si svolgono sul piano del Sozialrecht*” – così C. ANGELICI, *Note sul «contrattualismo societario»: a proposito del pensiero di Francesco Denozza*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 196. Ad *abundantiam* cfr. anche ID, *Profili dell’impresa nel diritto delle società*, in *Riv. soc.*, 2015, 237 ss.

<sup>159</sup> C. ANGELICI, *La riforma*, *op.cit.*, 217. In maniera analoga cfr. G. FERRI, *La posizione*, *op.cit.*, 3.

<sup>160</sup> F. DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: “contratto, impresa e società” nel pensiero di Carlo Angelici*, in *Giur. comm.*, 2013, 481. In maniera altrettanto efficace, tra i numerosi contributi in materia, v. G. SCOGNAMIGLIO, *Tutela del socio e ragioni dell’impresa nel pensiero di Oppo*, in *BBTC*, 2012, 15, per la quale: “*I profili organizzativi, l’organizzazione, nelle società per azioni, si sovrappongono al contratto, ma non ne paralizzano la “perdurante operatività” sul rapporto, che si manifesta nella salvaguardia delle posizioni reciproche dei soci: l’organizzazione e la stessa personalità servono il rapporto contrattuale e non possono contraddirlo*”.

<sup>161</sup> Per una convinta difesa della “contrattualità” del modello societario, v. F. DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema*, *op.cit.*, 480 ss. Elemento centrale delle tesi dell’A. è l’inesistenza di una “disarmonia” tra regole e categorie rispettivamente contrattuali e societarie (tale per cui i due fenomeni si porrebbero su piani qualitativamente differenti). La rivalutazione del fenomeno societario in chiave contrattuale poggerrebbe in particolare su (a) una ormai acquisita flessibilità di molte delle categorie del prototipo contrattuale, tale da far svanire una feconda contrapposizione con le regole delle società per azioni e (b) la svalutazione della “dicotomia” contratto – impresa (ove il primo modello evocerebbe la dimensione dello scambio – e le relative categorie dell’appropriazione e della circolazione – e dell’istantaneità, e la seconda atterrebbe al regno della produzione e della divisione del lavoro), stante i numerosi momenti di *cross-fertilization* tra i due paradigmi.

Il dibattito è comunque vastissimo, e qui se ne sono potute riproporre solamente le coordinate e gli approdi principali. Tra i molti contributi, senza nessuna pretesa di completezza, v. M. JENSEN-W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 305 ss., e F. EASTERBOOK D. FISCHER, *The economic structure of corporate law*, Harvard, 1996, 1 ss. Nella letteratura nazionale, v. C. MARCHETTI, *La Nexus of contracts theory*, Milano, 2000.

<sup>162</sup> Sulla possibilità che le divergenze tra i due approcci risultino essere più apparenti che reali, si veda C. ANGELICI, *Note sul «contrattualismo societario»*, *op.cit.*, 191 ss., dove si riconducono le opposte vedute anche a un contrasto di carattere terminologico/descrittivo (nel senso che il termine “contratto” viene utilizzato, in maniera più o meno consapevole, in riferimento a diversi referenti fattuali), che non necessariamente allora involge una inconciliabilità nei contenuti, ma più semplicemente cela una diversità in punto di obiettivi, di problemi e di indagini che l’interprete vuole affrontare. In breve, i due approcci intenderebbero diversamente il fenomeno contrattuale perché “a monte” si collocherebbe una diversità dei fini verso cui il discorso viene riferito. Lo stesso A. inoltre, nonostante le sue posizioni

atteggiarsi dell'attività bancaria potrebbe giustificare integrazioni, esportazioni di modelli e/o sviamenti dalle tradizionali ricostruzioni.

Così, per quanto riguarda l'approccio contrattualistico di cui *sub (b)*, l'esistenza di portatori di interessi ulteriori rispetto a quelli dei soci, interessi rilevanti *ai fini dell'attività*, parrebbe legittimare un'estensione delle tradizionali parti del *contratto di società*, con un tendenziale scolorimento delle prerogative (e delle giustificazioni per tali prerogative) riservate alla compagine azionaria nelle ricostruzioni tradizionali<sup>163</sup>. Egualmente la prospettiva di cui *sub (a)*, nella misura in cui postula la centralità dell'*impresa* e dell'*attività*, entrambe un *prius* rispetto all'organizzazione societaria, sembrerebbe legittimare modifiche dei tradizionali assetti di quest'ultima<sup>164</sup>, e ciò perché "se la società è una forma di esercizio collettivo dell'impresa, la struttura organizzativa necessariamente risente delle particolari caratteristiche dell'impresa e riceve di riflesso i connotati propri della sua funzione"<sup>165</sup>.

In particolare e *anticipando* le posizioni che si prenderanno e sosterranno, chi scrive condivide quella autorevole posizione dottrinale per cui, in tema di società bancaria, "per esprimerci in termini impressionistici, per un verso gli azionisti sono in un certo modo "allontanati" dall'impresa bancaria, riducendosi il suo significato di società, mentre per un altro verso gran parte dei creditori (e in una misura che deve almeno corrispondere a un minimo) viene collocata al suo "interno". Si riduce in definitiva, ed è questa una delle possibili implicazioni teoriche più significative della *nexus-of-contracts theory*, la distinzione fra ciò che è dentro e ciò che è fuori della società e dell'impresa"<sup>166</sup>. Nella materia *de qua* si assisterebbe dunque a uno "sgretolamento della linea di

---

"anti-contrattualiste", si è mostrato favorevole a un utilizzo in chiave descrittiva dello schema proprio della *nexus of contracts theory* con riferimento all'impresa bancaria. V. ID, *Introduzione*, *op.cit.*, 767. Sembra aprire e aderire alla possibilità che le divergenze e i dissensi che si registrano sull'argomento possano essere a tratti questioni meramente "nominalistiche" anche F. DENOZZA, *Logica dello scambio e "contrattualità": la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, 13 (nt. 23).

<sup>163</sup> Come è stato persuasivamente notato, condividere una visione contrattualistica della società non implica affatto sostenere che la regolamentazione di quest'ultima *debba* essere orientata alla difesa di soli determinati interessi (che, nelle c.d. teorie dello *shareholder value*, sono identificati in quelli dei soci, a prescindere che quest'ultimi siano portatori di interessi omogenei). Invero, una concezione contrattualista del fenomeno societario che voglia anche essere scientifica (e dunque, *descrittiva* dello stesso), implica solamente far propria "una chiave di interpretazione in cui la regolazione viene concepita come tendenzialmente modellata sulle esigenze di soggetti visti come potenziali contraenti, e propensa a dare alle norme i contenuti che i soggetti interessati avrebbero scelto se avessero potuto contrarre direttamente tra loro. Il che non implica affatto che questi contenuti debbano tener conto degli, ed essere conformi agli, interessi dei soli soci" – così F. DENOZZA, *Logica dello scambio*, *op.cit.*, 8.

<sup>164</sup> V. C. ANGELICI, *Profili dell'impresa*, *op.cit.*, 250 ss.

<sup>165</sup> G. FERRI, *la posizione*, *op.cit.*, 3. Invero a risultati applicativi non dissimili si giunge qualora si configuri il fenomeno societario non solo come forma di esercizio collettivo dell'impresa, ma anche come "organizzazione dell'esercizio, della responsabilità e del finanziamento di impresa", per cui v. P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma*, *op.cit.*, 673 ss. In entrambi i casi infatti, l'impresa e le sue specificità parrebbero porsi come fatto storico da cui partire per ricostruire il modello societario.

<sup>166</sup> C. ANGELICI, *Introduzione*, *op.cit.*, 769.

*distinzione tra capitale di rischio e capitale di credito, tra pretesa residuale e pretese fisse*<sup>167</sup> o, come si è detto, al venir meno della “*dicothomy between equity and debt*”<sup>168</sup>, allo scomparire dei “*profili di differenziazione tra capitale di debito e capitale di rischio*”<sup>169</sup> (in favore di un approccio che si focalizzi sulla *loss absorption capacity* dello strumento, anziché su categorizzazioni e indici *formali*, approccio che verrà dettagliatamente approfondito nel Secondo Capitolo del lavoro).

Nelle prossime pagine, seppur come si vedrà in termini *ancora* approssimativi e non appaganti, si tenterà di dar conto di questo fenomeno di tendenziale equiparazione tra i portatori di pretese residuali e pretese fisse che si verificherebbe all’interno della società azionaria bancaria (nello specifico, tramite un ridimensionamento e allontanamento della posizione dei primi dall’organizzazione e un avvicinamento – o meglio, la necessità di riconoscere tale avvicinamento – dei secondi a quest’ultima, stante una loro attrazione nell’alveo del rischio di impresa).

L’obiettivo sarà così quello di saggiare se in materia “*div[enga] inutilizzabile, in ultima analisi, anche la prospettiva che vede nel riferimento alla disciplina del capitale sociale il criterio decisivo, forse l’ultimo a residuare, per distinguere in termini formali fra soci e terzi*”<sup>170</sup>, e ciò in ragione, e confermando la posizione, per cui (peraltro riportandoci ai due rilievi con cui si era aperto il presente Paragrafo) “*le banche sono [...] tradizionalmente sottoposte a una disciplina speciale che incide sui diritti e le libertà economiche di coloro che intendono intraprendere tale forma di attività; e ciò sia in ragione del fatto che esse impiegano denaro dei depositanti sia della circostanza che le conseguenze di una loro eventuale crisi possono compromettere la stabilità del sistema finanziario, la fiducia che i risparmiatori ripongono in esso e, in casi estremi, lo stesso tenore di vita dei cittadini dell’Unione o di sue parti*”<sup>171</sup>.

Come si avrà modo di argomentare in conclusione di Capitolo (per cui *infra*, Paragrafo 6) le

---

<sup>167</sup> G. PRESTI, *Il Bail-in*, in *Banca impresa soc.*, 2015, 356. L’osservazione fa riferimento agli effetti della disciplina di svalutazione e conversione (*bail-in*) che, a seguito dell’attivazione di una procedura di risoluzione, può toccare non solo le passività della banca non computate nei fondi propri ma finanche alcuni depositi bancari (in particolare, quelli il cui ammontare risulta superiore a 100.000,00 Euro), donde, argomenta l’A., da un punto di vista conoscitivo e classificatorio la distinzione tra strumenti “*bail-inable*” e strumenti “*non bail-inable*” parrebbe aver soppiantato quella tra capitale di rischio e capitale di debito. La disciplina *de quo* verrà analizzata in termini più dettagliati nel Paragrafo 7 del Secondo Capitolo.

Per il rilievo per cui la disciplina in oggetto comporti, in ultima analisi, un avvicinamento dei depositi bancari agli strumenti finanziari, cfr. anche R. LENER, *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *BBTC*, 2016, 295; N. CIOCCA, *Depositi e obbligazioni bancarie*, *op.cit.*, 435, e F. CAPRIGLIONE, *La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato*, in *Contr. e Impr.*, 2017, 807 (nt. 90). Si tornerà sul tema subito *infra* nel Paragrafo 5.2, oltre che nel Paragrafo 7 del Secondo Capitolo.

<sup>168</sup> Aa. Vv., *Principles*, *op.cit.*, 312 s., anche ed in particolare sulla necessità di focalizzarsi sulla *loss absorption capacity* dello strumento, in luogo di categorizzazioni formali, un punto che si avrà modo di toccare approfonditamente nel Secondo Capitolo. In argomento v. fin da subito – con riferimento al sistema di Basilea II – anche D. LA LICATA, *La struttura finanziaria*, *op.cit.*, 114 s.

<sup>169</sup> V. BEVIVINO, *Capitale e struttura finanziaria*, *op.cit.*, 28.

<sup>170</sup> C. ANGELICI, *Introduzione*, *op.cit.*, 768.

<sup>171</sup> R. D’AMBROSIO, *La stabilità finanziaria*, *op.cit.*, 1497.

conseguenze applicative di tale approdo sono di non poco momento, potendo fornire importanti criteri di risoluzione di alcuni dei principali problemi interpretativi posti dal diritto societario interno in generale, e dal c.d. sistema del netto in particolare, quando tali problemi sorgono nel contesto organizzativo di una S.p.A. bancaria. Il riferimento qui è alla disciplina degli strumenti finanziari partecipativi (su cui si tornerà estensivamente *infra*, nel Terzo Capitolo), la quale, per il modo in cui si relaziona rispetto alla disciplina del capitale sociale (e per i dibattiti che i rapporti tra titolari di strumenti finanziari partecipativi e azionisti hanno suscitato), rappresenta un banco di prova ideale per appurare detta incapacità del capitale sociale a differenziare tra soci e non-soci nel contesto societario bancario<sup>172</sup>. Peraltro, si tratta di una tematica che in questo Capitolo ci si può al più limitare ad enunciare e presentare, ma che troverà completa presentazione e dimostrazione nel Secondo Capitolo del lavoro, e infine applicazione nel Terzo Capitolo.

In punto di metodo, si procederà nella maniera che segue: si tenterà ora una sistematizzazione delle principali tesi che, a vario titolo, hanno argomentato circa una rimodulazione delle posizioni dei soci e dei creditori all'interno (e all'esterno) della società azionaria bancaria, interrogandosi sulla latitudine e sulla valenza della "partecipatività" (e della "capacità partecipativa") dei primi ma anche, seppur in una prospettiva *de iure condendo*, dei secondi, all'intrapresa bancaria. Si tenterà infine di capire se tali tesi costituiscano altrettanti indici – in quello che si struttura come un ragionamento induttivo, dunque – di un avvicinamento "fra ciò che è dentro e ciò che è fuori della società e dell'impresa" bancaria.

In quest'ottica e preliminarmente, soprattutto per avere un effettivo termine di raffronto e *tertium comparationis* su cui valutare il relazionarsi di suddette posizioni, è qui necessario esprimere la propria adesione a quegli indirizzi dottrinali che ricostruiscono il *proprium* della *causa societatis* e della fattispecie azionaria *ordinaria* (detto altrimenti, il "partecipare" e lo "status socii" del socio di società azionaria ordinaria) in termini esclusivamente *patrimoniali*, ossia attraverso l'imputazione, *eventuale e residuale*, del risultato periodico e finale dell'attività svolta dall'ente, constatandosi come la riforma organica del diritto societario del 2003 abbia segnato il "tramonto della nozione di partecipazione sociale come partecipazione all'organizzazione"<sup>173</sup>. Ai fini del presente elaborato, ma

---

<sup>172</sup> Concretamente, si pensi al problematico tema della regolamentazione del concorso (e dunque, del rapporto) tra azioni e strumenti finanziari partecipativi in punto di partecipazione alle perdite correnti dell'attività, la cui risoluzione è alle volte fatta dipendere da argomenti formali, non centrati sulla sostanza economica e "causale" dello strumento azionario e finanziario partecipativo, e di come allora una prospettiva che non consideri come dirimenti tale formalismo, ma valorizzi i profili contenutistici degli strumenti di raccolta, incida su tali temi. Il tema troverà enunciazione e dimostrazione nel Secondo Capitolo e dunque applicazione nel Terzo Capitolo del lavoro (in particolare, nel Paragrafo 3.2)

<sup>173</sup> A. GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2002, 645. In termini simili M. ONZA, "partecipare", *op.cit.*, 641: "La costante della "partecipazione" del socio [...] è da ravvisarsi nell'imputazione, eventualmente neppure "condivisa" con altri e priva di "governo" attraverso il voto, del risultato dell'attività svolta dell'ente [...]". Ma si tratta di tesi ormai

si avrà modo di tornare sul punto in conclusione di Capitolo, il raffronto tra pretese residuali e fisse nell'ambito di una società bancaria e la valutazione circa un loro differenziarsi rispetto al contesto societario ordinario dovrà avvenire avendo a mente, e rispetto a, tale impostazione.

5.1. A) *Tesi che sostengono un ridimensionamento della proprietà azionaria nella società bancaria, subordinata e conformata vuoi al perseguimento di obiettivi di interesse generale, vuoi – il che è lo stesso – a esigenze di stabilità del sistema finanziario. Su alcune considerazioni critiche.*

L'idea che le prerogative amministrative e patrimoniali del socio di società bancaria, la quale “*esercita con capitali altrui una funzione di pubblico interesse*”<sup>174</sup>, possano essere comprese e

---

unanimente accettate nel dibattito dottrinale. Così, cfr. anche M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010, 88 ss.; G. FERRI JR., *La posizione*, op.cit., 813 s.; ID, *Situazioni giuridiche soggettive e disciplina societaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 398 ss. (quest'ultimo per l'enfasi sulla configurazione finanziaria del fenomeno societario); M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 1\*\*\*, Torino, 2004, 255 ss.; N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, op.cit., 23 ss.; e F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 26 ss.

Volendo sintetizzare, alla conclusione *de qua* si giunge argomentando a partire dall'*inessenzialità*, ai fini della configurazione della fattispecie azionaria (e dello *status socii*), e a seguito della riforma organica del diritto societario del 2003, de: (i) la dotazione di diritti di voto (art. 2351, II comma, c.c.); (ii) la proporzionalità tra potere/voto e rischio/conferimento (artt. 2346, IV comma e 2348, II comma, c.c.); (iii) la pluralità dei soci – e allora dell'esercizio *in comune* di un'attività economica – (art. 2328, I comma, c.c.) e, da contro, invece, valorizzando il dato positivo de (iv) la graduabilità (art. 2350 c.c.) ma *insopprimibilità* (art. 2265 c.c.) dei diritti patrimoniali, da intendersi come partecipazione ai risultati dell'attività (*rectius*, al saldo attivo, periodico e/o finale, dei risultati dell'attività). Anche sulla base di questi elementi autorevole dottrina ha individuato, a seguito della menzionata novella, il tratto distintivo e caratterizzante della partecipazione azionaria nell'apporto di ricchezza all'intrapresa comune nella *forma* del conferimento, e nella conseguente imputazione dello stesso al (regime del) capitale sociale, in un'ottica allora prettamente *formalistica*. Così v. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, op.cit., 70 ss., e G. FERRI JR, *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, 770. Il tema è stato già presentato nell'Introduzione al presente lavoro, per cui si rimanda alla nt. 8, e verrà ulteriormente trattato nel Terzo Capitolo.

<sup>174</sup> G. FERRI, *La posizione*, op.cit., 8. Lo stesso A. circoscrive in maniera più dettagliata la nozione di questo (p. 5) “*interesse ipostatizzato, che si impone quindi ai soci e agli organi sociali e ne condiziona l'azione*”, individuandolo non solamente nella tutela dei creditori e risparmiatori, ma in quello del (p. 4) “*risparmio considerato come valore sociale*”. In maniera analoga cfr. G. FERRI JR, *La posizione*, op.cit., 811.

Se l'interesse così individuato si identifica con il “risparmio considerato come valore sociale”, e non con la figura del depositante-risparmiatore singolarmente considerato, la posizione in esame parrebbe condividere e “anticipare”, in punto di criteri ispiratori, l'odierno regime di tutela dei depositanti bancari (e la struttura dei regimi di garanzia dei depositi, così come innovati dalla Direttiva 2014/49/UE) in punto di (gestione della) insolvenza di un ente creditizio. Ciò perché la garanzia di pieno rimborso per i soli depositi di valore contenuto nei 100.000,00 Euro farebbe emergere un principio di tutela dei depositi bancari non inquadrabile come “*tutela della figura giuridica del deposito con obbligo del rimborso a vista, quanto come tutela del piccolo, più o meno, risparmiatore e forse di più delle sue personali esigenze di pagamento*. In ultima analisi, e nella realtà, la tutela oggettiva dei depositi va, come già rilevato, sempre più vista come tutela del sistema dei pagamenti [...]” – così M. CERA, *Il depositante bancario*, op.cit., 276. La medesima linea argomentativa sembrerebbe essere condivisa da L. STANGHELLINI, *Tutela dell'impresa bancaria e tutela dei risparmiatori*, in *Banca impresa soc.*, 2018, 421 ss., ove osservazioni circa la possibilità di scindere e diversamente perseguire la tutela dell'impresa bancaria da quella dei suoi risparmiatori. Nella letteratura internazionale cfr. anche P. ATHANASSIOU, *On the Legal and Economic Treatment of Bank Deposits*, op.cit., 720, e S. GLEESON, *Legal aspects of bank bail-ins*, disponibile su <http://www.lse.ac.uk>, 2012, 5 (nt.2).

Incidentalmente infine, ci si potrebbe qui interrogare circa la compatibilità della disciplina della risoluzione della banca in dissesto (e sul principio a essa sotteso del salvataggio interno dell'istituto, che in punto di diritto è stato tradotto nella possibilità di coinvolgere nella sopportazione delle perdite finanche taluni depositanti, e v. *infra* nel Secondo Capitolo il Paragrafo 7) e l'Art. 47 della Costituzione, in tema di tutela del risparmio “in tutte le sue forme”. Per un'indagine in tal senso (esprimendosi sull'assenza di conflitto tra i termini in questione), v. G. CARRIERO, *Crisi bancarie*, op.cit., 373 ss.

limitate in virtù di suddetto interesse è risalente nella letteratura italiana<sup>175</sup>. Alla base di questa posizione vi è il riconoscimento di uno “*strettissimo collegamento [...] tra il profilo della funzione, imprenditoriale, e quello della struttura, organizzativa*”<sup>176</sup>; “*il potere di autonomia dei soci, come trova dei limiti nella creazione della struttura organizzativa, che non può non realizzarsi senza l'intervento pubblico, così trova dei limiti quando la struttura organizzativa è stata creata in funzione di quell'interesse che si vuole anzitutto tutelare e la cui realizzazione condiziona necessariamente i loro atti*”<sup>177</sup>.

Se non ci si inganna, simili posizioni sono state assunte dalla Corte di Giustizia dell'UE nelle pronunce riportate *supra* nel Paragrafo 4.1: lì si era visto come il fatto che “*la stabilità finanziaria possa configurarsi quale finalità di interesse generale per consentire limiti a diritti e libertà della Carta è orientamento finora prevalente della CGUE che, in numerose occasioni, ha giustificato limitazioni alla libertà d'impresa e alla proprietà al fine di salvaguardare appunto la stabilità finanziaria*”<sup>178</sup>. Così, e in maniera forse radicale, si è sostenuto come sia la stessa logica della stabilità finanziaria a informare “*tutte le regole [poste dal diritto bancario sostanziale dell'Unione] sui requisiti prudenziali quantitativi (requisiti di patrimonio) e qualitativi (governance, organizzazione e controlli interni)*”<sup>179</sup>.

Il punto ha ricevuto una recente e interessante problematizzazione<sup>180</sup>. Così, si è constatato come:

(i) Limitazioni alle prerogative amministrative dei soci di società bancaria<sup>181</sup> sono ravvisabili non solamente riguardo quest'ultima, ma in realtà con rispetto a tutte le società c.d. finanziarie, sicché potrebbe risultare fuorviante “*ricollegare le particolarità dei primi alla banca e all'attività bancaria,*

---

<sup>175</sup> V. G. FERRI, *La posizione, op.cit.*, 1 ss.

<sup>176</sup> G. FERRI JR, *La posizione, op.cit.*, 809.

<sup>177</sup> G. FERRI, *La posizione, op.cit.*, 5. A riguardo, cfr. anche M. ONZA, *Il bai-in, op.cit.*, 10.

<sup>178</sup> R. D'AMBROSIO, *La stabilità finanziaria, op.cit.*, 2017, 1494.

<sup>179</sup> R. D'AMBROSIO, *La stabilità finanziaria, op.cit.*, 2017, 1497.

<sup>180</sup> V. G. FERRI JR, *La posizione, op.cit.*, 806 ss. La questione problematica affrontata dall'A. non coinvolge tanto la capacità del contesto bancario e degli interessi generali a esso collegati di conformare la partecipazione azionaria, prospettiva invero condivisa e accettata dall'autore, ma verte più sulla reale "specialità" della società azionaria bancaria rispetto sia alle società ordinarie, che alle altre società c.d. finanziarie – intermediari finanziari, imprese di gestione del risparmio e assicurazioni.

<sup>181</sup> Nello specifico l'A., con riferimento al diritto interno (che è invero per larghi tratti di emanazione europea e, rispetto agli articoli subito qui in commento, derivante dalla trasposizione della CRDIV), segnala *ex multibus*: (i) il potere della Banca d'Italia di (a) vietare la distribuzione di utili e di altri elementi del patrimonio (art. 53-bis, comma I, lett. d, TUB); (b) vietare il compimento di determinate operazioni, anche di natura societaria (art. 53-bis, comma I, lett. d, TUB); (c) rimuovere esponenti aziendali al fine di evitare un pregiudizio alla sana e prudente gestione della banca (art. 53-bis, comma I, lett. e, TUB); (d) autorizzare il compimento di modifiche statutarie (art. 56 TUB); (e) ordinare lo scioglimento anticipato della società o, specularmente, vietare la decisione dei soci di gestire e realizzare il proprio disinvestimento tramite messa in liquidazione della società (essendo quest'ultima una decisione subordinata, come ogni modifica statutaria, alla autorizzazione dell'autorità di vigilanza); (f) ordinare la convocazione dell'assemblea dei soci, fissandone l'ordine del giorno e proponendo l'assunzione di determinate decisioni (art. 53-bis, comma I, lett. b, TUB) e (ii) la presenza di regole che (a) sottopongono all'autorizzazione dell'Autorità di Vigilanza l'acquisto di partecipazioni qualificate (art. 19 TUB) e, prima ancora, (b) richiedono che gli acquirenti e i titolari di tali partecipazioni posseggano, ai fini della titolarità, determinati requisiti di onorabilità e competenza (art. 25 TUB).

e non anche, e più in generale, ad esigenze che caratterizzano tutte le società in questione: a partire da quella di assicurare la sana e prudente gestione delle rispettive imprese”<sup>182</sup>. La “specialità” della posizione dei soci di società bancaria dovrebbe essere valutata avendo riguardo alle società c.d. finanziarie<sup>183</sup>, vero “genere prossimo” della società bancaria, che rispetto a quelle “ordinarie”;

(ii) Se è vero che la soggezione delle prerogative del socio di società bancaria “*all’intero sistema economico e alla sua stabilità*”<sup>184</sup> ha il suo momento di massima emersione nella subordinazione del potere dei soci di porre la società in liquidazione ordinaria all’autorizzazione dell’autorità di vigilanza, “*prerogativa che dovrebbe costituire l’essenza della partecipazione sociale, in una considerazione della sua dimensione proprietaria*”<sup>185</sup>, tale limitazione in realtà, lungi dal denotare un *quid proprium* della fattispecie partecipativa bancaria, confermerebbe una tendenza già riscontrabile nella complessiva disciplina della società ordinaria, laddove il profilo partecipativo del socio si caratterizzerebbe in termini “finanziari”, più che proprietari dell’impresa<sup>186</sup>. Detto altrimenti, la propensione a valorizzare le prerogative patrimoniali, ma non quelle organizzative/amministrative del socio; a caratterizzare cioè la “partecipatività” di quest’ultimo per ciò che riguarda il *solo* profilo finanziario, sarebbe già rinvenibile nella disciplina delle società di capitali di diritto comune (vedi *supra*, in conclusione di Paragrafo 5 e soprattutto nt. 173), sicché nessuna differenziazione qualitativa rilevante sarebbe qui rinvenibile; e

(iii) Con riferimento alla disciplina della crisi della società bancaria, e in particolare alla disciplina della risoluzione, la compressione delle prerogative amministrative che quest’ultima impone ai soci<sup>187</sup>, la quale in ultima analisi finisce “*per avvicinarne sensibilmente la posizione a quella dei*

---

<sup>182</sup> G. FERRI JR, *La posizione, op.cit.*, 809.

<sup>183</sup> Ma *contra* J. BINDER, *Resolution regimes in the financial sector: in need of cross-sectoral regulation?*, in *EBI Working Paper series No 33*, 2019, 1 ss., dove si sostiene, seppur con riferimento alla disciplina della risoluzione e non soffermandosi specificamente sulla posizione dei soci, l’impossibilità di prevederne una generalizzata e indiscriminata applicazione agli intermediari finanziari – oltre quelli cui positivamente si applica –, e ciò in virtù di rilevanti “*sector specific characteristics*”, valorizzando allora i profili di differenziazione che pur esistono e possono esistere anche all’interno delle società c.d. finanziarie.

<sup>184</sup> G. FERRI JR, *La posizione, op.cit.*, 810.

<sup>185</sup> G. FERRI JR, *La posizione, op.cit.*, 813.

<sup>186</sup> In maniera più approfondita, v. G. FERRI JR, *La posizione, op.cit.*, 814. L’argomento ruota attorno alla constatazione per cui già nelle società ordinarie, in forza di esercizio di autonomia privata (ad esempio, per il tramite dell’emissione di azioni prive del diritto di voto), è possibile addivenire a una radicale compressione delle prerogative “proprietarie” dell’investimento. Ciò che però resta incompressibile, sia nella società bancaria, che in quella ordinaria, è la caratterizzazione della figura del socio come titolare di pretese patrimoniali residue (ed eventuali). In maniera analoga v. anche M.ONZA, “*Partecipare*”, *op.cit.*, 637 ss., ma più in generale, i riferimenti già riportati in nt. 173.

<sup>187</sup> Per un elenco, v. G. FERRI JR, *La posizione, op.cit.*, 817. I poteri di intervento esercitabili dall’autorità di risoluzione nei confronti della banca in risoluzione possono incidere sia sulla struttura finanziaria che corporativa dell’ente, nonché rispetto ai negozi di cui questo è parte, compromettendo e depotenziando classiche prerogative amministrative dei soci. Nello specifico, l’A., con riferimento al d. lgs. 180/2015 che ha trasposto nel nostro ordinamento la BRRD, fa leva:

(i) sul dettato dell’articolo 60 (rubricato per l’appunto “poteri generali di risoluzione”), ai sensi del quale la Banca d’Italia è legittimata, *inter alia*, a disporre: (a) la rimozione o la sostituzione degli organi di amministrazione e controllo e dell’alta dirigenza dell’ente (per cui v. anche l’articolo 22) e (b) senza la necessità del preventivo consenso degli azionisti, sia l’emissione di nuove azioni che il trasferimento a terzi di quelle già emesse (così anche gli articoli 40, 43 e 47) nonché a ridurre o convertire le medesime (per cui anche gli articoli 20, 27 e 52) e



*creditori*”<sup>188</sup>, risulta in realtà in linea con tendenze già in atto nel diritto concorsuale/della crisi ordinario nazionale ed europeo che, volte a superare il c.d. “principio di neutralità organizzativa delle procedure”<sup>189</sup>, incidono a vario titolo sull’organizzazione societaria, estromettendone i soci per quanto riguarda il compimento di operazioni per cui la loro volontà si renderebbe necessaria.

Ora, cercando di affrontare tali rilevi:

(*sub i*) Seppur appaia corretta la constatazione per cui la conformazione in termini “pubblicistici” della fattispecie partecipativa non sia un tratto specifico dell’attività bancaria, ma comune anche alle

---

(*ii*) sul dettato degli articoli 34, 35 e 37, ai sensi dei quali la Banca d’Italia può sostituirsi ed esercitare prerogative e competenze di volta in volta proprie degli organi sociali, dell’assemblea e dei singoli azionisti.

Per una collocazione dei poteri di intervento in questione nel più generale quadro dei principi e delle finalità delle procedure di risoluzione, v. sin da subito il Paragrafo 7 nel Secondo Capitolo, e in particolare la nt. 614.

<sup>188</sup> G. FERRI JR, *La posizione*, *op.cit.*, 817.

<sup>189</sup> Principio che si esplica nell’assunto per cui le procedure concorsuali “*non hanno, in linea di principio, alcuna conseguenza sull’assetto organizzativo della società [sicché non interferiscono con] le funzioni ed i poteri inerenti all’organizzazione societaria come tale*” (A. NIGRO, *La società per azioni nelle procedure concorsuali*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1993, 336). In maniera adesiva, nel recente passato, v., senza pretesa di completezza, F. GUERRERA-M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di “riorganizzazione”*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 32, e V. CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria dell’impresa in crisi*, in *Il diritto dell’impresa in crisi fra contratto, società e procedure concorsuali*, a cura di F. Barachini, Torino, 2014, 11.

Per recenti posizioni che, sulla scorta della produzione normativa che ha interessato il diritto societario della crisi (per la cui nozione vedi *infra* nt. 222) nell’ultimo decennio (v. artt. 182-*quater*; 182-*sexies*, ma in particolare 163, comma 5 e 185 ultimo comma, l. fall.), hanno a vario titolo sostenuto un *generale* superamento del principio in esame v. in luogo di molti, V. PINTO, *Concordato preventivo*, *op.cit.*, 2017, 100 ss.; G. FERRI JR, *Il ruolo dei soci nella ristrutturazione finanziaria dell’impresa alla luce di una recente proposta di Direttiva europea*, in *Dir. fall.*, 2018, 540 s.; ID, *La struttura finanziaria della società in crisi*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 482 ss.; L. BENEDETTI, *La posizione dei soci*, *op.cit.*, 725 ss.; N. ABRIANI, *Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari*, in *Giust. civ.*, 2016, 383, e G. FERRI JR, *Ristrutturazioni societarie e competenze organizzative*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 233 ss. *Contra*, per l’insostenibilità di tali posizioni, v. A. NIGRO, *Il “diritto societario della crisi”: nuovi orizzonti?*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, 1212 ss.

Si tratta di un dibattito che – evidentemente – ha tratto nuova linfa dal disegno complessivo della recente riforma organica della disciplina delle procedure concorsuali, sicché le posizioni appena riportate non hanno tardato a riproporsi con riguardo ai principi che quest’ultima esprimerebbe. A riguardo, v. ID., *Il “diritto societario della crisi”*, *op.cit.*, 1225 ss. Infine, come accennato nel testo, il monopolio dei soci sulla struttura organizzativa societaria in situazioni di crisi di impresa sembrerebbe essere messo in discussione anche a livello Unionale, come testimonierebbe il complessivo impianto della recente Direttiva (UE) 2019/1023, “riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l’esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l’efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione”. A riguardo si imporrebbe il dettato: (*i*) del considerando 57, riprodotto dall’art. 12, paragrafo 2, (ove è sottolineata l’esigenza di evitare che i soci e i detentori di strumenti di capitale “*possano impedire irragionevolmente l’adozione di un piano di ristrutturazione che ripristinerebbe la sostenibilità economica del debitore*”); (*ii*) dell’art. 9, in tema di adozione di un piano di ristrutturazione (ove si afferma *l’obbligo* degli Stati membri di riconoscere il diritto di voto ai creditori e la *possibilità* di riconoscerlo ai soci/detentori di strumenti di capitale, purché le relative posizioni siano interessate dal piano) e (*iii*) dell’art. 10, in tema di omologazione del piano (ove si afferma come il piano sia in grado di dispiegare i propri effetti nei confronti di tutte le parti da esso identificate – *i.e.*, quelle su cui è in grado di incidere –, tra cui possono ben figurare anche i soci/detentori di capitale, qualora il piano preveda una riorganizzazione del capitale, a prescindere che quest’ultimi siano stati chiamati ad esprimere il proprio voto, per quanto detto *sub (ii)*). Sicché, sulla base di questi tre punti, si è potuto concludere come “*nel sistema delineato dalla proposta [...] la riorganizzazione del capitale proprio si ricollega in ogni caso, anche qualora ai soci non venga riconosciuto il diritto di voto, al piano di ristrutturazione omologato: l’attuazione del quale, allora, non richiede il compimento di appositi atti organizzativi destinati a darvi esecuzione*” - così ID, *Il ruolo dei soci*, *op.cit.*, 545. In argomento cfr. anche A. SANTONI, *Gli azionisti e i detentori di strumenti di capitale nella proposta di Direttiva in materia di crisi d’impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 354 ss., e D. VATTERMOLI, *La posizione dei soci nelle ristrutturazioni. Dal principio di neutralità organizzativa alla residual owner doctrine?*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, 885 ss., entrambi con riferimento ancora al testo della proposta di Direttiva, ma presentando considerazioni vevole anche per il testo definitivo.

altre società finanziarie, ai fini del presente elaborato risulta sufficiente evidenziare come le esigenze di stabilità del sistema finanziario impongano tale conformazione, a prescindere che essa sia ravvisabile *anche* con riferimento ad altre fattispecie societarie<sup>190</sup>. Conformazione che, come si è di recente sostenuto, parrebbe tanto più pregnante quando l'attività viene svolta (come solitamente accade) nella forma organizzativa del gruppo bancario<sup>191</sup>;

(*sub ii*) Quand'anche si volesse ricostruire il tratto tipologico della partecipazione azionaria bancaria attorno all'interesse (patrimoniale) del socio a non vedersi privare del valore reale e residuale della sua partecipazione, così in linea con tendenze già ravvisabili nel diritto delle società ordinarie (posizione verso cui si è già potuta esprimere la propria adesione), ecco che in realtà questa constatazione non inficia uno dei punti principali di queste prime pagine: il tendenziale uniformarsi delle posizioni di *taluni creditori* di società bancarie a quelle sociali attualmente riscontrabile nel diritto bancario. E invero lo stesso A. concorda con questa presa di posizione, laddove osserva come, a seguito dell'introduzione dell'istituto del *bail-in* (per cui, più approfonditamente, *infra* nella Seconda Sezione del Secondo Capitolo), i creditori bancari “*finiscano [...] per avvicinarsi ai soci; nella disciplina attuale infatti, i creditori (e segnatamente i finanziatori) della banca non soltanto risultano esposti, come di regola accade, al rischio dell'insolvenza, o del dissesto, di quest'ultima, ma sono chiamati a sopportarne le perdite, allora analogamente ai soci, seppure subordinatamente a costoro [tramite una] ristrutturazione del passivo (contabile) volta, in particolare, alla copertura delle perdite mediante consolidamento anche di quelle superiori al capitale [...] La specificità di tale forma di consolidamento delle perdite sembra [...] rappresentata [...] dalla circostanza che a “subire” le perdite sono appunto chiamati non solo i soci, ma anche i creditori della banca: mentre,*

---

<sup>190</sup> In maniera espressiva, ciò che rileva, perlomeno a *questo* livello della discussione, è la constatazione per cui, come osservato (e argomentato) da M. ONZA, *Il bail-in, op.cit.*, 8, “*la “proprietà” di una banca si present[i] sfumata*”. Come ancora si è detto, “[...] *la prospettiva di diritto societario bancario, che aumenta ed esaspera le tendenze del diritto delle società per azioni, riduce le posizioni (di governo) dei soci e aumenta il rilievo delle posizioni degli stakeholder (creditori e depositanti) fino a modulare una prossimità di posizioni e di poteri altrimenti non riscontrabili nel diritto societario*” – così V. BEVIVINO, *Capitale e struttura finanziaria, op.cit.*, 35.

<sup>191</sup> In particolare, alla luce del *favor* per la solida patrimonializzazione del gruppo bancario che emergerebbe dalla BRRD e dal suo recepimento interno (attraverso il già menzionato d. lgs. 180/2015) rinvenibile nella complessiva disciplina in tema di: (a) gruppo bancario e piani di risanamento; (b) sostegno finanziario infragruppo (imponibile d'autorità dalla Banca d'Italia, *ex art. 16, comma 1, lett. a, d.lgs. 180/2015*) e (c) possibile esclusione del diritto di recesso dei soci rispetto alle misure prospettate nell'accordo di sostegno finanziario e nel piano di risanamento per la “rimozione degli impedimenti alla risolvibilità” (*ex art. 16, comma 2, lett. a, d.lgs. 180/2015*). In tal senso, si è osservato come “*l'interesse primario del gruppo creditizio a preservare un'adeguata consistenza del proprio patrimonio anche a seguito di operazioni che incidono significativamente sui diritti dei soci prevale, peraltro, anche sull'interesse privatistico degli azionisti di minoranza a recedere dalla singola banca di cui sono soci; e ciò nonostante l'operazione a cui essi si sarebbero voluti sottrarre sia idonea ad incidere sul grado di rischiosità dell'investimento partecipativo dai medesimi a suo tempo effettuato. In estrema sintesi, la rilevanza per gli obiettivi di stabilità patrimoniale, anche prospettica, della banca, e del gruppo bancario di appartenenza, è tale da prevalere sui diritti individuali di disinvestimento degli equity-holders*” – così A. SACCO GINEVRI, *Il gruppo bancario nella Direttiva BRRD*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2017, 431. L'obiettivo del “*favor a qualunque costo della patrimonializzazione della banca*” (p. 431 nel testo appena riportato) perseguito dalla regolamentazione bancaria sarà oggetto di particolare approfondimento nel Secondo Capitolo.

di regola, il sorgere di una passività vale a ridurre il patrimonio netto, contribuendo a formare la perdita, o comunque a facilitarne l'emersione, in questo caso è l'estinzione, coattiva, della passività ad essere utilizzata al fine, uguale e contrario, di coprirla, attraverso il consolidamento, a carico dei titolari delle passività estinte, delle perdite superiori al capitale. [D'altra parte], e significativamente, identica risulta la tutela accordata, nell'ambito della disciplina della risoluzione bancaria, ai soci e, rispettivamente, ai creditori: non solo, infatti, si dispone che entrambe tali categorie di soggetti non possono essere soggetti ad un trattamento deteriore di quello che avrebbero ottenuto nell'ambito della liquidazione coatta della banca o di altra procedura concorsuale (artt. 22, co. 1, lett. c, e 87, co. 1, d.lgs. n. 180 del 2015), ma si riconosce al singolo socio e al singolo creditore, qualora risulti che la perdita subita sia maggiore di quella che sarebbe gravata su di loro nell'ambito delle suddette procedure concorsuali, il diritto di ottenere a titolo di indennizzo dal fondo di risoluzione una somma pari a siffatta differenza, ma non superiore ad essa”<sup>192</sup>.

(sub iii) Infine, appare condivisibile la constatazione per cui la neutralizzazione dei poteri dei soci nella crisi della società bancaria non si distinguerebbe, qualitativamente, da tendenze già ravvisabili nel diritto comune, trattandosi dunque di una prospettiva e di una impostazione che l'ordinamento generalizza qualora vi siano interessi *estranei* al contratto ma *interni* all'impresa<sup>193</sup>. Peraltro il vero tratto innovativo, colto anche dall'A.<sup>194</sup>, sarebbe ravvisabile nel fatto che tale neutralizzazione, quando attuata nell'ambito di intermediari bancari, risulti giustificata dalla necessità di garantire la continuità delle funzioni essenziali di quest'ultimi, in linea con quell'approccio regolamentare attento alle possibili ricadute del dissesto dell'intermediario bancario sulla stabilità del sistema finanziario di cui già si è dato atto (v. *supra*, Paragrafo 4.1).

5.2. B) *Tesi che a vario titolo (vuoi valorizzando il ruolo del debito nell'attività bancaria, vuoi il raggiungimento, in punto di disciplina, di una sostanziale equiparazione tra azionisti e obbligazionisti bancari) teorizzano l'esigenza di modificare i tradizionali paradigmi di governo societario, preferendovi forme di “compartecipazione” creditoria.*

La possibilità di prevedere forme di “compartecipazione” del ceto creditorio (o perlomeno, di taluni

---

<sup>192</sup> G. FERRI JR, *La posizione*, op.cit., 817 ss. Tali considerazioni sembrano riecheggiare quelle di G. TERRANOVA, *Diritti soggettivi senza sovranità (a proposito di bail-in, cram-down e altro)*, in *Dir. fall.*, 2018, 507 ss., per cui, sintetizzando al massimo, il “nocciolo duro del credito nelle crisi d'impresa” (tanto ordinarie, quanto speciali, in particolare bancarie) sarebbe rappresentato dalla tutela dell'interesse patrimoniale del creditore.

Si ritornerà *infra*, nel Secondo Capitolo (in particolare, nel Paragrafo 7 in nt. 617), sulla possibilità di interpretare l'istituto del *bail-in* come un meccanismo di attrazione del ceto creditorio al rischio di impresa (non solo *economicamente*, ma anche *giuridicamente* inteso; e per l'importante differenza che corre tra i due concetti per differenziare tra “capitale di rischio” e “capitale di credito” v. quanto si è detto nell'Introduzione al lavoro in nt. 7).

<sup>193</sup> E in tal senso, cfr. già le osservazioni e le proposte *de iure condendo* formulate da M. LIBERTINI, *Interventi: L'uso alternativo delle procedure concorsuali*, in *Giur. comm.*, 1979, 296 ss.

<sup>194</sup> V. G. FERRI JR, *La posizione*, op.cit., 821.

membri di quest'ultimo) all'*organizzazione* di una S.p.A. bancaria<sup>195</sup> (*i.e.*, di attrarre quest'ultimi verso la sfera della gestione dell'impresa bancaria) si trova talvolta proposta, invero non sempre in maniera analitica e puntuale<sup>196</sup>, in letteratura<sup>197</sup>. Volendo proporre una categorizzazione di tali posizioni, si hanno:

(i) tesi che<sup>198</sup>, valorizzando l'incidenza dei nuovi profili di disciplina dell'istituto del *bail-in* sulla categoria di – taluni – creditori bancari (*i.e.*, come visto nel precedente Paragrafo, di attrazione di quest'ultimi nell'alveo del rischio di impresa non solo economicamente, ma anche giuridicamente inteso), sostengono la necessità di innovare gli assetti e i meccanismi di governo societario, tradizionalmente “*incentrati su profili concernenti i “diritti di proprietà” sul capitale, quali presupposto per l'accesso alla governance*”<sup>199</sup>, e ciò in virtù di una situazione di “*disallineamento strutturale [...] tra interesse [...] degli azionisti [...] e l'interesse alla sana e prudente gestione dei depositanti e dei creditori in genere*”<sup>200</sup>. L'argomento tende ad evidenziare l'anacronismo di quelle

---

<sup>195</sup> In realtà in letteratura non manca chi sostiene la possibilità di configurare in capo ai finanziatori dell'impresa posizioni nell'organizzazione societaria già nel contesto della società azionaria ordinaria. Appare allora evidente che, per gli autori in questione, gli argomenti di cui al presente Paragrafo non dischiudono alcuna valenza innovativa. V. M.ONZA, “*partecipare*”, *op.cit.*, 648 (nt. 66), per un rimando alla letteratura rilevante in materia (sia per le “classiche” posizioni che tale configurazione tendono a negare, sia per quelle che invece prospettano un'apertura in tal senso), e inoltre quanto si dirà nel Paragrafo 2 del Terzo Capitolo, sul dibattito vertente sulla possibilità di riconoscere diritti amministrativi a strumenti finanziari partecipativi caratterizzati da causa creditizia.

<sup>196</sup> Nel senso che, al di là dell'esposizione degli argomenti che dovrebbero giustificare una modifica dei tradizionali assetti di governo societario (*i.e.*, la valorizzazione del ruolo assunto dai creditori nell'impresa bancaria), difficilmente poi tali contributi si soffermano sul *quomodo* e sui limiti di tale “compartecipazione”. Per un'eccezione, v. nella letteratura nordamericana S. SCHWARCZ, *Rethinking corporate governance for a bondholder financed, systemically risky world*, in *William & Mary Law review*, 2017, 1363 ss. (dove la proposta di un modello di *sharing governance* per le imprese a rilevanza sistemica e con una struttura finanziaria fortemente basata sul debito, tramite forme di rappresentanza dei creditori in C.d.A. e annessi poteri di veto per decisioni che possano direttamente danneggiarli) e in quella italiana M. LAMANDINI, *Governance dell'impresa bancaria: un (piccolo) interrogativo sulle prospettive evolutive*, in Aa. Vv. *Il governo delle banche*, Milano, 2015, 107 ss. (in particolare, per l'enfasi sulla necessità di integrare i tradizionali strumenti di *governance* con forme di rappresentanza in c.d.a. degli obbligazionisti).

<sup>197</sup> Si veda F. CAPRIGLIONE-R. MASERA, *La corporate governance*, *op.cit.*, 296 ss.; F. CAPRIGLIONE, *La nuova gestione*, *op.cit.*, 809 ss.; M. LAMANDINI, *Governance*, *op.cit.*, 107 ss.; S. SCHWARCZ, *Rethinking*, *op.cit.*, 1363 ss.; E. MARTINO, *Law & Economics of Banks Corporate Governance*, *op.cit.*, 32 ss.; C. SANDEI, *Il bail-in tra diritto dell'insolvenza e diritto dell'impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 2017, 905 ss.; I. CHIU, *Corporate governance: the missing paradigm in the mandatory bail-in regime for creditors of banks and financial institution* in *Journal of business law*, 2014, 614, e Aa. Vv., *Principles*, *op.cit.*, 359. *Contra* v. F. VELLA, *La “qualità” del governo delle banche*, in *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni*, Milano, 2014, 42, e G. FERRARINI, *Understanding the role of corporate governance*, *op.cit.*, 15 ss.

In giurisprudenza, sull'invalidità di una clausola statutaria di una banca di credito cooperativo che demandava a un soggetto terzo (il Fondo di Garanzia dei depositanti) un diritto di gradimento sulla nomina delle cariche sociali, v. Trib. Rimini, 12 novembre 2014, in *BBTC*, 2016, 596 ss. (ma *contra* e dunque favorevolmente in riferimento alla medesima fattispecie, valorizzando il peso economico che in una situazione di crisi i fondi di garanzia sono chiamati a sopportare, v. M. LAMANDINI, *Governance*, *op.cit.*, 109).

<sup>198</sup> Esemplarmente, v. F. CAPRIGLIONE-R. MASERA, *La corporate governance*, *op.cit.*, 296 ss.; F. CAPRIGLIONE, *La nuova gestione*, *op.cit.*, 809 ss.; M. LAMANDINI, *Governance*, *op.cit.*, 109; E. MARTINO, *Law & Economics of Banks Corporate Governance*, *op.cit.*, 32 ss.; C. SANDEI, *Il bail-in*, *op.cit.*, 905 ss.; I. CHIU, *Corporate governance*, *op.cit.*, 614, e Aa. Vv., *Principles*, *op.cit.*, 359.

<sup>199</sup> F. CAPRIGLIONE, *La nuova gestione*, *op.cit.*, 810.

<sup>200</sup> M. LAMANDINI, *Governance*, *op.cit.*, 107. Inoltre, per una rassegna di studi empirici che hanno evidenziato l'esistenza di una correlazione negativa tra intermediari bancari dotati di una struttura di governo societario *shareholder-oriented* (*i.e.*, dove incentivi e interessi di azionariato e amministrazione risultano allineati) e *performance* aziendali e

“previsioni normative che assegnano esclusivamente ai titolari del capitale azionario della società bancaria l’esercizio del potere autoritativo che individua l’essenza della governance. Ed invero, oggi sono chiamati a rispondere delle conseguenze negative di eventuali situazioni di crisi e/o mala gestione anche soggetti diversi da quelli che hanno nominato gli organi amministrativi e di controllo delle banche divenute insolventi. Conseguenza la configurabilità di una sostanziale equiparazione tra le categorie degli azionisti e degli obbligazionisti, le quali finiscono col partecipare alla realtà d’impresa, in modalità non differenziate”<sup>201</sup>.

(ii) tesi che<sup>202</sup>, valorizzando i profili fisiologici e il *proprium* dell’attività bancaria, dove “l’apporto di capitale di debito [essendo un momento determinante dell’attività stessa] è enormemente maggiore rispetto alle altre imprese”<sup>203</sup>, concludono circa l’opportunità di introdurre modelli “diarchici o poliarchici”<sup>204</sup> di governo societario, modelli di governance “non esclusivamente equity based, ma capaci di riflettere anche assetti organizzativi multistakeholders”<sup>205</sup>, che riconoscano ai creditori posizioni all’interno dell’organizzazione<sup>206</sup>.

---

finanziarie durante la crisi finanziaria globale, v. G. FERRARINI, *Understanding the role of corporate governance*, op.cit., 8.

<sup>201</sup> F. CAPRIGLIONE, *La nuova gestione*, op.cit., 810. In maniera efficace nella letteratura internazionale, e conformemente a quanto nel testo, Aa. Vv., *Principles*, op.cit., 359: “[The use of bail-in tool] has both financial and governance consequences for the bank [...] as the former debt-holders become equity holders”.

Pur non spingendosi sino a teorizzare la necessità di innovare l’architettura del governo societario, si è evidenziato come a seguito dell’esercizio del *bail-in*: “l’acquisizione forzata dello status di azionista per un creditore comporta anche poteri e doveri ben diversi (quali l’approvazione delle decisioni strategiche, la nomina degli amministratori, il coinvolgimento in operazioni di ricapitalizzazione)” – così L. DONATO, *La specialità della società bancaria ai tempi della Banking Union*, in *Riv. dir. imp.*, 2017, 117.

<sup>202</sup> Esemplarmente, v. M. LAMANDINI, *Governance*, op.cit., 107; A. MIRONE, *Regole di governo*, op.cit., 40 ss., e F. CAPRIGLIONE-R. MASERA, *La corporate governance*, op.cit., 296 ss.

Per un’impostazione del problema attraverso gli schemi concettuali dell’analisi economica del diritto, laddove l’inclusione di soggetti avversi al rischio nei meccanismi di governance di imprese di dimensioni sistemiche diminuirebbe, internalizzandone i costi, la propensione di quest’ultime ad assumere rischi oltre un livello socialmente ottimale e dunque il rischio di una crisi dell’ente (e le annesse conseguenze potenzialmente sistemiche) v. S. SCHWARCZ, *Rethinking*, op.cit., 1351 ss.

<sup>203</sup> A. MIRONE, *Regole di governo*, op.cit., 40. Utilizzando gli schemi concettuali propri della teoria degli *agency problems*, in letteratura si evidenzia come gli strutturalmente elevati livelli di indebitamento dell’impresa bancaria esacerbino ancor di più l’“ordinario” conflitto tra soci/*insiders* (*residual claimants*, oltre che “protetti” dal regime di responsabilità limitata) e creditori/*outsiders*, incentivando i primi all’assunzione – e dunque, alla traslazione in capo ai secondi – di volumi di rischio maggiori di quelli socialmente desiderabili (dato che l’appropriazione degli *upsides* degli investimenti è privata, oltre che potenzialmente illimitata, mentre i *downsides* vengono socializzati con i creditori, oltre ad essere limitati nel *quantum* in virtù del regime di responsabilità limitata). V. E. MARTINO, *Law & Economics of Banks Corporate Governance*, op.cit., 11.

<sup>204</sup> Le espressioni sono di M. LAMANDINI, *Governance*, op.cit., 109.

<sup>205</sup> M. LAMANDINI, *Governance*, op.cit., 109.

<sup>206</sup> Invero, in maniera ancor più radicale ed “eversiva”, si possono qui brevemente segnalare talune posizioni di autori d’oltreoceano che, in una prospettiva *de iure condendo*, giungono a prospettare un regime di *multiple liability* per i soci di società bancaria, e ciò al fine di frenare i possibili incentivi perversi (e l’operare di meccanismi di azzardo morale) dovuti a una struttura finanziaria naturalmente basata su alti volumi di capitale di debito. Così v. J. MACEY-M. O’HARA, *Bank corporate governance*, op.cit., 98.

In realtà, un regime di *double liability* è stato una caratteristica comune della disciplina bancaria statunitense, perlomeno fino al 1930, al tempo concepito come un efficace strumento di tutela del ceto creditorio. Per un’analisi (anche storica) dell’istituto, v. J. MACEY-G. MILLER, *Double liability of bank shareholders: history and implications*, in *Wake Forest law review*, 1992, 31 ss. Per una recente riproposizione del regime, v. A. ROMANO-L. ENRIQUES- J. MACEY,

5.3. C) Tesi che, valorizzando il profilo della “sana e prudente gestione”, sostengono la necessità di arricchire la gamma degli interessi che gli amministratori di società bancaria devono perseguire (in particolare, quelli dei “debt-holders”). Cenni sui risvolti sugli assetti di governo societario.

Infine, seppur forse allontanandosi dall’oggetto di ricerca di queste pagine, gli stessi profili di specialità dell’impresa bancaria che si è visto poter incidere sulle prerogative di soci e creditori, parrebbero riflettersi anche sul piano della sua gestione arricchendo, secondo alcune ricostruzioni<sup>207</sup>, la gamma di doveri dei soggetti preposti all’amministrazione (e, come si vedrà, facendo emergere anche in questo campo un tendenziale scolorimento di posizioni sociali e extra-sociali nell’organizzazione societaria bancaria).

Il tema si interseca evidentemente con quello della realizzazione dell’interesse sociale, a cui gli amministratori di società di capitali sono tenuti. L’argomento è *ictu oculi* vastissimo<sup>208</sup>, ma basti qui osservare che a prescindere dalla possibilità – si direbbe, ontologica – di identificare positivamente una precisa nozione di interesse sociale nelle società capitalistiche, o invece “assente la possibilità di individuare un suo autonomo riferimento soggettivo”<sup>209</sup>, lo si ricostruisca in un’ottica procedimentale

---

*Extended shareholder liability for systemically important financial institutions*, in *European Banking Institute Working Paper Series – no. 52*, 2019, 1 ss.

<sup>207</sup> Nel testo si farà prevalentemente riferimento a G. GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e governance nelle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, 241 ss. Nella letteratura internazionale, v. J. DEVRIESE–M. DEWATRIPONT–D. HEREMEANS–G. NGUYEN, *Corporate governance, regulation and supervision of banks*, in *Financial Stability Review*, 2004, 98; R. MACEY–M. O’HARA, *The corporate governance*, *op.cit.*, 95, e 102 e S. SCHWARCZ, *Rethinking*, *op.cit.*, 1369 ss.

Per un inquadramento del problema secondo i dettami dell’analisi economica del diritto, v. J. ARMOUR–J. GORDON, *Systemic harms*, *op.cit.*, 40 ss. Qui gli Autori mostrano come un agire gestorio informato al perseguimento dello *shareholder value* in imprese il cui dissesto possa avere conseguenze sistemiche sia incapace di: (i) internalizzare tale rischio sistemico (che dunque viene scaricato su terzi) ma soprattutto (ii) allineare gli interessi dei gestori anche a quelli degli azionisti, e ciò perché quand’anche si considerino quest’ultimi detentori di un portafoglio perfettamente diversificato (abbiano cioè investito “nel mercato”), e dunque “indifferenti” alle ripercussioni del *default* di uno dei loro investimenti, nella situazione in esame le conseguenze sistemiche del dissesto travolgerebbero tutto il loro portafoglio. E allora, prosegue l’analisi in esame, nelle imprese *de qua* un coerente perseguimento della massimizzazione del valore delle azioni imporrebbe già agli amministratori di assumere comportamenti più prudenti, non riducibili alla “semplice” massimizzazione dello *shareholder value* (qualsiasi referente semantico tale nozione incorpori).

Giunge a simili conclusioni (ossia, sulla necessità di considerare *talune* posizioni creditorie come componenti interne della società e impresa bancaria, e di orientare conseguentemente l’agire gestorio), ma analizzando e argomentando sulla base del nuovo requisito MREL (su cui si tornerà *amplius* nella Seconda Sezione del Secondo Capitolo) C. ANGELICI, *Introduzione*, *op.cit.*, 768 ss.

<sup>208</sup> Non si intende qui affrontare l’annosa e “classica” questione circa l’identificabilità e la configurabilità, tra posizioni contrattualiste e istituzionaliste, dell’interesse sociale. Senza pretesa di completezza, a riguardo V. T. ASCARELLI, *interesse sociale e interesse comuni dei soci*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1951, 1145 ss.; A. MIGNOLI, *l’interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958, 725 ss.; P.G. JAEGER, *L’interesse sociale*, Milano, 1964, e Aa. Vv., *L’interesse sociale, tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Milano, 2010. Inoltre, per riflessioni circa l’attuale incapacità dell’interesse sociale di assurgere a preciso e chiaro criterio direttivo per l’agire sociale, v. F. DENOZZA, *Verso il tramonto dell’“interesse sociale”?* in *La dialettica degli interessi nella disciplina della società per azioni*, Napoli, 2011, 77 ss., e C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, Milano, 2012, 90 ss.

<sup>209</sup> C. ANGELICI, *La società per azioni*, *op.cit.*, 101.

– si direbbe, conoscitiva –, dove agli amministratori sarebbe demandata la ponderazione dei diversi interessi che sull’impresa si puntualizzano, vi è consenso nel ritenere che nelle società ordinarie l’*agere* sociale non possa mai attuarsi in maniera tale da disattendere programmaticamente gli interessi (e la remunerazione) di chi nell’impresa abbia investito<sup>210</sup>.

Le tesi qui in commento<sup>211</sup>, valorizzando sia (i) la portata dell’art. 5 del T.U.B., il quale imporrebbe di orientare l’agire gestorio di un’impresa bancaria alla “sana e prudente gestione” di questa<sup>212</sup> che (ii) la particolarità della struttura finanziaria di quest’ultima, ontologicamente fondata sul debito (come più volte sottolineato in queste pagine), conclude postulando un “ribaltamento” della prospettiva testé riportata: “*mentre nel modello codicistico di società per azioni il potere di gestione dell’impresa [...] comunque non può spingersi sino al punto da ignorare le attese dei soci – sicché nell’attività di mediazione tra i diversi interessi che essi possono legittimamente prendere in considerazione, è appunto l’interesse dei soci a una gestione remunerativa che rappresenta il limite alla discrezionalità gestoria – nelle società bancarie, all’opposto, tale interesse diviene recessivo, e comunque subordinato all’interesse alla sana e prudente gestione della banca, sicché saranno legittimamente perseguibili anche le scelte imprenditoriali che, in quanto finalizzate al conseguimento di tale obiettivo, si indirizzino, se del caso anche programmaticamente, verso una mera conservazione degli investimenti dei soci [...]. Nelle società bancarie si assiste [...] alla perdita della centralità [dell’interesse dei soci] come termine di riferimento della [gestione, in favore] dell’interesse del risparmio oggettivamente considerato, e dunque di un interesse pur sempre privato seppur visto in una dimensione collettiva, la cui raccolta presso il pubblico “con obbligo di rimborso” costituisce momento essenziale e fondante dell’attività bancaria, e che appunto la sana e prudente gestione protegge, rappresentando una condizione per poter adempiere l’obbligo suddetto*

---

<sup>210</sup> Su tutti, v. C. ANGELICI, *La società per azioni e gli “altri”*, in *L’interesse sociale, tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Milano, 2010, 49; G. FERRI JR, *Situazioni giuridiche soggettive*, op.cit., 399 s., e G. GUIZZI, *appunti*, op.cit., 246, dove più ampi rimandi.

<sup>211</sup> V. in particolare G. GUIZZI, *appunti*, op.cit., 248 ss.

<sup>212</sup> Per un’accurata analisi del contesto “multidimensionale” in cui il criterio della “sana e prudente gestione” troverebbe attuazione (ossia, sia come parametro e criterio di giudizio della vigilanza – dal momento autorizzativo e per tutto l’arco dell’attività di impresa – sia come canone di condotta dei vigilati e, in generale, dell’agire sociale) v. F. SARTORI, *Disciplina dell’impresa*, op.cit., 142 ss. e C. ANGELICI, *Introduzione*, op.cit., 761.

Il principio della “sana e prudente gestione” poi godrebbe di una capacità espansiva tale da interferire, comprimendolo, con un’altra regola cardine in tema di agire gestorio e responsabilità degli amministratori di società di capitali: il principio della *business judgement rule*, che veicolerebbe esigenze in astratto antitetico a quelle di una gestione “prudente”. V., per ulteriori approfondimenti, ID, *Introduzione*, op.cit., 761 s., e J. ARMOUR-J. GORDON, *Systemic harms*, op.cit., 39 (dove si sostiene come il *safe harbour* dal sindacato giudiziario garantito dalla *business judgement rule* sarebbe il viatico per l’assunzione di rischi eccessivi – i.e., sub-ottimali –, particolarmente pericolosi in un contesto bancario). *Contra*, cfr. G. FERRARINI, *Understanding the role of corporate governance*, op.cit., 22 s., anche per riferimenti a un conforme indirizzo giurisprudenziale delle corti del Delaware. Non prendendo una specifica posizione sul punto, ma elencando gli argomenti che militano a favore e contro una restrizione dell’operatività della regola, v. S. SCHWARCZ, *Rethinking*, op.cit., 1370.

Peraltro, la tesi in questione prosegue, precise conferme di questo ribaltamento degli interessi rilevanti per l'agire gestorio si rinverrebbero, *ius conditum*, nella legislazione della *corporate governance* di società bancarie attuativa della CRDIV. Una puntuale analisi delle disposizioni in questione non è qui possibile<sup>214</sup>. In questa sede ci si può limitare a evidenziare l'importanza sistematica di quelle tra queste che danno vita a vere e proprie forme di eterodeterminazione delle scelte imprenditoriali e “compartecipazione dell'Autorità di Vigilanza”<sup>215</sup> a momenti della gestione (anche ordinaria)

<sup>213</sup> G. GUIZZI, *appunti, op.cit.*, 251 ss. In maniera analoga a quella citata nel testo, v. M. PORZIO, *La sana e prudente gestione*, in *Studi per Franco Di Sabato*, Napoli, 2009, 684, ove icasticamente si osserva come: “la gestione non è sana quando non è autonoma dai soci”; K.J. HOPT, *Better governance of financial institutions*, in *ECGI Working Papers Paper Series*, 2013, 8, per cui “There is a mandatory different orientation for the board of directors of a bank – namely, to manage the bank not only or primarily in the interest of the bank's shareholders, but evenly or even primarily in the interest of the debtholders”. V. anche Basel Committee on Banking Supervision, *Guidelines. Corporate governance principles for banks*, 2015, 3, ove la sottolineatura che “The primary objective of corporate governance should be safeguarding stakeholders' interest in conformity with public interest on a sustainable basis. Among stakeholders, particularly with respect to retail banks, shareholders' interest would be secondary to depositors' interest”. Contra v. l'analisi di A. SACCO GINEVRI, *Il problema dell'interesse sociale nelle banche*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2017, 1550 ss., dove si sostiene come da frammenti rilevanti di disciplina degli assetti di governo e finanze della risoluzione bancaria (in particolare, i piani di risanamento), lungi dal poter argomentare circa una (p.1554) “*deriva istituzionalistica dell'interesse sociale nelle imprese bancarie*”, ciò che emergerebbe sarebbe pur sempre la preminenza (e la tutela) dell'interesse del socio (seppur quello di un c.d. *enlightened shareholder*), che dunque si imporrebbe come criterio direttivo (interesse sociale) per l'agire gestorio (seppur nei limiti esterni delineati dalla “sana e prudente gestione”). Analogamente cfr. A. MIRONE, *Regole di governo societario, op.cit.*, 44 e nota 49, dove si invita a non dare una lettura “dirimpente” del principio della “sana e prudente gestione”, ossia legittimante una degradazione della centralità dell'interesse dei soci ai fini dell'agire sociale, ma che ne valorizzi “il ruolo [...] nella direzione di una tendenziale convergenza tra l'interesse di depositanti e obbligazionisti con quello di medio-lungo termine degli azionisti [...] quale imposizione di regole vincolanti sulla gestione e sul trattamento dei (maggiori) rischi tipici dell'attività bancaria, nell'interesse primario dei soci”.

<sup>214</sup> V. per tutti, G. GUIZZI, *appunti, op.cit.*, 254 ss.: in breve, l'affermarsi di un approccio “*debt-holders oriented*” nell'articolazione della gestione societaria si rinverrebbe ne: (i) l'accentuazione del momento della collegialità del C.d.A. bancario (per ciò che riguarda la disciplina dell'istituto della delega, di cui è fortemente ridotto l'utilizzo in favore delle competenze del *plenum*); (ii) il maggior rigore con cui è declinato il dovere di agire in modo informato dei consiglieri non esecutivi e (iii) nelle specifiche regole, più rigorose rispetto quelle ordinarie, per l'approvazione da parte del consiglio di amministrazione di decisioni che coinvolgono interessi di parti correlate.

Per quanto *sub (i) e (ii)* v. anche C. FRIGENI, *Prime considerazioni sulla normativa bancaria in materia di “organo con funzioni di supervisione strategica”* in *Aa. Vv. Il governo delle banche*, Milano, 2015, 91 ss. (in particolare sul ridimensionamento del ruolo dell'amministratore delegato di società bancaria); per quanto *sub (ii)* v. soprattutto le sentenze della Cassazione nn. 2737, 2738, 2739 del 5 Febbraio 2013 e Cass. 9 novembre 2015, n. 22848.

<sup>215</sup> G. GUIZZI, *Appunti, op.cit.*, 264. In particolare, si fa ivi (p. 262) riferimento a (i) poteri di impulso dell'autorità di vigilanza rispetto l'assunzione di determinate scelte gestorie (si pensi al potere di convocazione degli organi sociali e di proposta circa l'assunzione di determinate deliberazioni – art. 53-bis, comma I, lett. a, T.U.B. –); (ii) autentici poteri decisori “*ancorché di carattere contingente*” (art. 53-bis, comma I, lettera d, T.U.B.) e (iii) forme di compartecipazione dell'autorità di vigilanza “*all'esercizio di prerogative che pure dovrebbero essere tipicamente consiliari*”, quali la predisposizione dei piani di risanamento e intervento precoce (art. 69-quater T.U.B.). Con riferimento all'ultima di queste forme di intervento autoritativo, in cui l'A. vede il momento culminante di tale eterodeterminazione gestoria, si rendono necessarie alcune considerazioni: il piano di risanamento è istituito che, seppur predisposto *ex ante*, assolve la precipua funzione di far fronte a situazioni di crisi dell'impresa bancaria, un momento in cui già secondo l'ordinario “diritto societario della crisi” è possibile teorizzare un riorientamento dell'agire gestorio verso interessi altri (in luogo di molti, v. R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, in *Giur. comm.*, 2014, 320), sicché *prima facie* non assurgerebbe a indice di “specialità” del diritto bancario. Invero, un'analisi più dettagliata dell'istituto, in particolare dei poteri concessi all'autorità di vigilanza di imporre modifiche all'attività, alla struttura organizzativa e finanche alla forma societaria della banca, evidenziano come per il tramite del piano “*l'autorità di controllo [possa] arrivare a rimodellare completamente l'impresa*” – così A. NIGRO, *Considerazioni conclusive, op.cit.*, 836. Infine, e



dell'impresa bancaria, e che sfociano finanche nel potere dell'autorità di vigilanza di disporre la rimozione di uno o più esponenti aziendali (artt. 53-bis, comma I, lett. e, e 67-ter, comma I, lett. e, T.U.B.)<sup>216</sup>. Tale compartecipazione, si argomenta, valorizzerebbe la posizione dei “*debt-holders sul piano degli interessi in funzione dei quali la gestione della banca deve prioritariamente orientarsi, [in maniera] coerente con la prospettiva [...] che vuole che già l'azione degli amministratori sia orientata innanzitutto all'osservanza del principio di una sana e prudente gestione*”<sup>217</sup>.

A tal proposito, e concludendo, appare significativo come anche l'A. *de quo* colga, in argomento, la potenziale emersione di uno dei principali *topoi* di questo primo capitolo (v. *supra*, Paragrafo 4.2): la prospettiva macro-prudenziale e sistemica a cui l'odierna regolamentazione bancaria sembrerebbe tendere, e, per l'effetto, le sue ricadute anche sugli assetti di *governance*. Specificamente, l'A. evidenzia<sup>218</sup> come tensioni e conflitti nell'agire sociale possano manifestarsi laddove l'autorità di vigilanza decida di ispirare e orientare l'esercizio delle proprie prerogative non verso la sana e prudente gestione della *singola* banca “compartecipata”, ma a tutela del “sistema”, introducendo allora elementi valutativi estranei a quelli della (situazione finanziaria e aziendale della) *singola* impresa, e dunque estranei a quelli che gli amministratori sono ordinariamente tenuti a considerare<sup>219</sup>.

---

tornando al piano del governo societario di società bancaria, contro l'opportunità di prevedere forme di sostituzione delle determinazioni dell'organo gestorio, v. G. FERRARINI, *Understanding the role of corporate governance*, *op.cit.*, 18.

<sup>216</sup> *Contra* A. MIRONE, *Regole di governo societario*, *op.cit.*, 43 (nt. 45), sull'opportunità di non leggere in termini di specialità ed eccezionalità la disciplina del *removal*, che ben può spiegarsi “*come meccanismo graduale rispetto a rimedi più drastici come l'amministrazione straordinaria (art. 70 ss. T.U.B.), che a loro volta sostituiscono rimedi comuni come il procedimento di cui all'art. 2409 c.c.*”. Infine, per un'attenta esegesi del potere di *removal*, di cui agli artt. 53-bis e 67-ter del T.U.B. attuativi della CRDIV, v. M. RICHTER, *A proposito di bank government*, *op.cit.*, 782 s.

<sup>217</sup> G. GUIZZI, *Appunti*, *op.cit.*, 263 s. In maniera analoga, v. J. DEVRIESE–M. DEWATRIPONT–D. HEREMEANS–G. NGUYEN, *Corporate governance*, *op.cit.*, 95 ss.

<sup>218</sup> G. GUIZZI, *Appunti*, *op.cit.*, 264. Ma in maniera analoga v. F. CAPRIGLIONE, *La governance bancaria tra interessi d'impresa e regole prudenziali (disciplina europea e specificità della normativa italiana)*, in *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni*, Padova, 2015, 92, per cui: “*il paradigma imprenditoriale, a fondamento della nozione di “attività bancaria”, deve presupporre assetti di governo societario strettamente connessi alla impostazione prudenziale che contraddistingue la supervisione sugli appartenenti all'ordinamento creditizio. Conseguentemente, la costruzione disciplinare della governance, non potendo prescindere dal riferimento al complesso finalistico della “vigilanza”, dovrà aver riguardo alla realizzazione di un'operatività svolta secondo i canoni della “sana e prudente gestione” e preordinata alla stabilità complessiva, all'efficienza ed alla competitività del sistema finanziario*”.

Invero, un'impostazione del genere, in cui si accetta un elevato grado di pervasività nel governo (e nell'autonomia) di impresa, non è esente da costi (e *trade-offs*), soprattutto in un sistema, quale quello bancario, in cui la disciplina delle risoluzioni bancarie poggia ora sull'idea (politica) per cui il rischio del dissesto bancario non dovrebbe essere sopportato, tramite il ricorso alla spesa pubblica, dal contribuente (se non come *ultima ratio*, e v. quanto si dirà nel Paragrafo 7 del Secondo Capitolo) ma, innanzitutto, da chi nell'impresa vi ha investito. Il rischio che si corre è infatti quello di disincentivare e dissuadere l'investimento privato in tali intraprese, che vedrebbe da un lato “soffocata” la propria autonomia imprenditoriale dall'eterodeterminazione dell'autorità, ma dall'altro verrebbe chiamato a sopportare integralmente i *down-sides* dell'attività. V. in tal senso, M. RICHTER, *A proposito di bank government*, *op.cit.*, 786, dove si parla enfaticamente di “*governo pubblico di un sistema creditizio composto però esclusivamente da privati*”. In maniera analoga G. CARRIERO, *Crisi bancarie*, *op.cit.*, 374.

<sup>219</sup> In realtà, si tratta di problematiche che non involgono solo il momento dell'*agere* (dell'autorità, in questo caso), ma criticamente anche quello dello *ius dicere*, nella misura in cui la clausola della “sana e prudente gestione” diviene misura di una condotta. E su questo punto, il rischio è che il diritto pretorio non dia sostanza alla clausola riconoscendo in essa (e allora, giudicando in favore di) istanze di stabilità e solidità del sistema finanziario (si direbbe, secondo un lessico adottato in queste pagine, secondo una prospettiva *macro-prudenziale*), ma vi dia concretezza solamente recependo ragioni di tutela del singolo cliente-sovventore della banca (depositante-investitore che sia, in un'ottica allora *micro-*

6. *Conclusioni: verso il venir meno delle differenze qualitative tra soci e creditori di società bancaria? E quali conseguenze per i titolari di pretese di rischio ma formalmente non di capitale (i.e. strumenti finanziari partecipativi)? Sulla necessità di volgere l'indagine alla regolamentazione della struttura patrimoniale della società azionaria bancaria.*

Volendo proporre una sintesi dei punti principali passati in rassegna in questo primo Capitolo, tentando così di comporli in un quadro coerente, valga quanto segue: l'attività esercitata da un'impresa bancaria c.d. commerciale presenta, fisiologicamente, attributi di specialità rispetto sia alle imprese non finanziarie che finanziarie, laddove l'indebitamento raccolto tramite depositi e la "fragilità" della struttura patrimoniale assurgono a tratti quasi tipologici. Tale attività svolge un ruolo fondamentale per il funzionamento delle moderne economie di mercato, caratteristica che contribuisce a rendere ancor più urgente la necessità di acconci presidi regolamentari che si puntualizzino non solo sull'impresa *in sé considerata* (approccio c.d. micro-prudenziale), prospettiva insufficiente a garantire l'internalizzazione del rischio sistemico e la stabilità del sistema finanziario, ma *collettivamente* sui rischi posti dal sistema bancario (ma anche da quello non ufficialmente considerato tale, il sistema bancario ombra) nella sua globalità (approccio c.d. macro-prudenziale). Gli eventi di cui alla crisi finanziaria globale del 2007 – 2009 hanno contribuito a consolidare questa consapevolezza.

In particolare, e per i profili di più stretto interesse per l'economia del progetto, sembrerebbe emergere, se non un principio, perlomeno un convincimento per cui una regolamentazione orientata a preservare la stabilità di un sistema e caratterizzata in senso macroprudenziale, si ripercuota a vario titolo sulle prerogative e caratteristiche delle pretese di soci e creditori bancari, "appiattendole" e "avvicinandole". Volendo sviluppare ulteriormente questo punto, come si tenterà di fare approfonditamente nel Terzo Capitolo ma su basi completamente diverse, ragioni di coerenza dovrebbero far propendere per il riconoscimento (*a fortiori*) di tale omogeneizzazione anche tra detentori di strumenti di rischio *formalmente* appartenenti al capitale sociale e strumenti di rischio a esso estranei (*i.e.*, gli strumenti finanziari partecipativi), qualora pur tuttavia questi veicolino un investimento caratterizzato da un comune e *omogeneo* sostrato causale (*i.e.*, si intenda valorizzare la continuità sostanziale dell'interesse azionario con quello partecipativo, come pur si farà nel Terzo Capitolo). Detto altrimenti, e riportando nuovamente un'efficace osservazione, nella prospettiva *de qua* diverrebbe "inutilizzabile, in ultima analisi, anche la prospettiva che vede nel riferimento alla

---

*prudenziale*), verso cui deve spiegarsi un comportamento "sano e prudente". In tema, v. F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa, op.cit.*, 156.

*disciplina del capitale sociale il criterio decisivo, forse l'ultimo a residuare, per distinguere in termini formali fra soci e terzi*"<sup>220</sup>.

Eppure, le tesi *supra* brevemente esposte a favore di tale assunto (Paragrafi da 5.1 a 5.3), non sembrano essere totalmente appaganti, e per i motivi che seguono:

(i) la compressione delle prerogative azionarie a cui si assisterebbe nella società azionaria bancaria è stata spesso affermata in situazione *di crisi* della medesima, situazione quest'ultima che contribuisce a rendere meno prorompenti e eversivi i principi in questione<sup>221</sup>: se è innegabile come questi approdi valorizzino il profilo sistemico e "sostanzialistico" a cui deve tendere la regolamentazione (che farebbe logicamente propendere per un ridimensionamento delle differenze qualitative basate su criteri meramente *formali*), si deve pur segnalare come anche il c.d. diritto societario della crisi<sup>222</sup>

---

<sup>220</sup> C. ANGELICI, *Introduzione*, *op.cit.*, 768.

<sup>221</sup> V. A. MIRONE, *Regole di governo*, *op.cit.*, 43, e soprattutto M. PERRINO, *Il diritto societario della crisi delle imprese bancarie nella prospettiva europea: un quadro d'insieme*, in *Aa. Vv. L'Unione Bancaria Europea*, Pisa, 2016, 373. La tesi dell'A. in questione è ancora più "netta", nella misura in cui sostiene che *anche* la compartecipazione al rischio di impresa di certi creditori sociali, conseguenza dell'applicazione del potere di riduzione coattiva delle loro pretese, non sia da leggere in chiave di specialità del diritto dell'impresa bancaria, ma semplicemente come una *tendenza* ad un'attuazione anticipata della responsabilità patrimoniale del soggetto, propria di una legislazione posta a salvaguardia della continuità aziendale bancaria, ma che non comporta, *qualitativamente*, differenze rispetto ai risultati che si otterrebbero qualora la responsabilità patrimoniale venisse attuata *ex post* (per il tramite dell'"ordinaria" liquidazione coatta amministrativa) e dunque rispetto al modo in cui le posizioni patrimoniali di soci e creditori bancari si configurano *ordinariamente*.

Non si concorda con la tesi in oggetto, e per due assorbenti motivi:

(i) da un primo punto di vista, è stata convincentemente affermata l'esistenza di differenze qualitative tra l'attuazione anticipata della responsabilità patrimoniale tramite procedure di risoluzione – e *bail-in* – e quella posticipata tramite l.c.a., e su tutti v. R. LENER, *Profili problematici del bail-in*, intervento al convegno "La gestione delle crisi bancarie e l'assicurazione dei depositi nel quadro dell'unione bancaria europea", organizzato da FITD, 2016, laddove si evidenzia come le prime differiscono dalla seconda per il saliente motivo che la svalutazione, anche integrale, delle passività, "comporta la cancellazione delle posizioni creditorie di taluni soggetti con la conseguenza che essi non possono, neppure in astratto, concorrere alla distribuzione dell'eventuale attivo residuo", donde qualora la procedura del *bail-in* abbia esito negativo, essi non potrebbero partecipare comunque alla (successiva) l.c.a.. In maniera analoga si pongono C. SANDEI, *Il bail-in*, *op.cit.*, 900; G. NUZZO, *L'abuso del diritto di voto nel concordato preventivo. Interessi protetti e regole di correttezza*, Roma, 2018, 127, e parrebbe M. ONZA, *Il bail-in*, *op.cit.*, 15 s.; R. LENER, *Bail-in bancario*, *op.cit.*, 294 e I. DONATI, *La crisi delle società di capitali al tempo del bail-in*, disponibile su <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it>, 2016, 231. Nella letteratura internazionale, per medesimi argomenti e per la constatazione che "From the creditors' perspective, the decision to initiate resolution instead of traditional insolvency winding-up thus translates into a substantially less secure position [...]" v. J. BINDER, *Proportionality at the resolution stage*, *op.cit.*, 18, ma soprattutto

(ii) nel prossimo Capitolo si metterà in evidenza come una globale valutazione della regolamentazione patrimoniale dell'ente bancario, allora non focalizzata solamente sulla disciplina della fase *patologica* dell'attività di quest'ultimo, sembrerebbe far argomentare proprio per il venir meno dei profili di differenziazione tra capitale di debito e capitale di rischio (*rectius*, per il *disinteresse* della regolamentazione prudenziale circa il riconoscimento di qualche rilevanza alla dicotomia e alla "summa divisio" tra capitale di rischio e di debito quando non accompagnata anche da rilevanti differenze "sostanziali").

<sup>222</sup> Con tale espressione si fa riferimento a quel complesso di regole che, volte a governare la situazione di crisi della società e il suo funzionamento in tale scenario, investono sia profili di diritto societario che di diritto concorsuale. L'origine dell'espressione è solitamente riferita a U. TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 1138 ss.

Sul concettualmente diverso problema dell'*autonomia* del diritto societario della crisi, in grado di costituire giammai un sistema frammentario, ma un *corpus* organico e indipendente rispetto al diritto generale societario, da cui l'interprete può ricavare profili e principi "di specialità" e una logica autonoma, che dunque integrerebbero le lacune del secondo, e sul relativo dibattito v. A. NIGRO, *Il "diritto societario della crisi"*, *op.cit.*, 1212 (nt. 14), ove più ampi riferimenti sulle coordinate della questione e sulla letteratura rilevante.

“ordinario” giunga a simili conclusioni<sup>223</sup>, ma soprattutto

(ii) molte delle tesi passate in rassegna prescindono da, o comunque non si soffermano in maniera puntuale su, un’analisi dei profili *patrimoniali* dei titolari di pretese residuali e fisse di società bancaria, che invece assume tanta più rilevanza se si condivide l’impostazione di chi configura il *proprium* della partecipazione sociale proprio in tali termini (vedi *supra*, Paragrafo 5 e soprattutto nt. 173). Qualsiasi trattazione che intenda affrontare il relazionarsi e l’interagire delle suddette posizioni dovrà allora porre alla *base* della sua ricerca proprio i profili di carattere patrimoniale.

Chi scrive ritiene che l’analisi di cui *sub* (ii) sia fondamentale. In effetti, sembrerebbe sistematicamente più confortante impostare uno studio volto ad analizzare la posizione di soci e creditori bancari soffermandosi non sulle loro prerogative organizzative/amministrative, ma bensì su quelle patrimoniali, e ciò perché quest’ultime sono pur sempre un *prius* rispetto alle prime (la concreta configurazione dei profili amministrativi *presupponendo* e *modellandosi* coerentemente su una sottostante posizione patrimoniale). Come è stato detto, “*i diritti amministrativi non sono un “bene” finale, ma uno strumento a tutela degli interessi patrimoniali incorporati nello strumento finanziario*”<sup>224</sup>.

Si avverte allora l’esigenza di tentare di fondare simili conclusioni su basi diverse, *i.e.* argomentando sulla scorta della complessiva regolamentazione della struttura patrimoniale della società azionaria bancaria.

---

<sup>223</sup> Problemi potrebbero sorgere qualora, specularmente, le azioni di risoluzione – e l’estromissione dei soci – avvengano *precocemente*, quando la banca ancora mostri un valore residuo positivo del netto, ipotesi non certo peregrina nel contesto bancario dove si tende ad anticipare il momento di emersione di intervento per la soluzione della crisi (per un’analisi della fattispecie in discussione, v. E. HUPKES, *Special bank resolution and shareholders’ rights*, *op.cit.*, 294 ss.). Eppure, anche in questo caso, ci si trova di fronte a situazioni (e problematiche) che ben possono verificarsi anche *ordinariamente*. A tal proposito v., in maniera icastica, P. BENAZZO, *Crisi d’impresa, soluzioni concordate e capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2016, 246 s., per cui: “*per quanto comunque abbia una valenza positiva e condivisibile l’esigenza di favorire e promuovere una risoluzione anticipata, concordata e consensuale della crisi dell’impresa, rimane il fatto che i varchi aperti dal nuovo diritto della crisi siano orientati verso, e conducano a, una rivoluzionaria traslazione espropriativa di interessi e di diritti a favore di soggetti terzi: i creditori sociali e dunque, in ultima analisi, il mercato stesso. Una traslazione che, apparentemente, dovrebbe poter aver luogo solo e soltanto in presenza di uno stato di crisi conclamata, ma che, nella misura in cui l’asse venga a spostarsi verso una anticipazione sempre più esasperatamente tempestiva e anche solo prospettiva della crisi, potrebbe avere luogo anche ben prima di una effettiva e obiettiva manifestazione di incapacità e di insuccesso della proprietà che ha fondato e retto l’impresa*”. Cfr. anche D. VATTERMOLI, *La posizione dei soci*, *op.cit.*, 869; G. FERRI JR, *Il ruolo dei soci*, *op.cit.*, 545 s., e V. PINTO, *Concordato preventivo*, *op.cit.*, 132. Problema diverso è quello, discusso sempre nella letteratura italiana, dei c.d. “*surplus da concordato*”, ossia di ipotesi di operazioni di risanamento e ristrutturazione da cui emergano *surplus* di valori, donde gli interrogativi su una regola distributiva dei medesimi tra soci e creditori.

<sup>224</sup> R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 733. In maniera analoga, con riferimento alla partecipazione sociale, si esprimeva già G. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, Milano, 1982, 193, per cui: “*le situazioni organiche ed amministrative del socio sono strettamente collegate all’unico diritto patrimoniale, in virtù della loro strumentalità rispetto ad esso. Questa strumentalità si manifesta sotto un duplice profilo: da un lato, le situazioni organiche e amministrative forniscono una difesa dell’interesse patrimoniale del socio (...); dall’altro, il loro esercizio consente il funzionamento dell’organizzazione collettiva e quindi la realizzazione del fine lucrativo*”. V. anche A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 137 ss.; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 1278; E. SORCI, *Contributo*, *op.cit.*, 417 s., e R. TETI, *Il rapporto partecipativo fra passato e presente: riflessioni a margine di un libro recente*, in *Riv. dir comm.*, 2008, 1152.

Il prossimo Capitolo si farà carico di questo compito: più nel dettaglio, analizzando la complessiva disciplina europea del capitale regolamentare e del requisito di fondi propri e *passività ammissibili* (quest'ultimo, fortemente innovato a seguito del CRR II), ci si chiederà se, e in che termini, la *summa divisio* tra capitale di rischio e di debito abbia ancora un *valore ordinante* di rilievo nell'organizzazione del patrimonio bancario o se, viceversa, a essa vada sostituendosi un criterio *sostanzialistico*, in cui dirimente è l'astratta capacità dello strumento di assicurare un pronto (vedremo in che termini) assorbimento delle perdite (c.d. *loss absorption capacity*), in una più generale ottica di *favor* verso la *solida patrimonializzazione* dell'ente. In altre parole, si dovrà sottoporre a "nuova" verifica l'osservazione fatta da autorevole dottrina, in un contesto simile e quasi mezzo secolo fa, per cui l'importanza attribuita al contenuto economico dei rapporti di finanziamento (con particolare riferimento alla loro stabilità nel patrimonio sociale e partecipazione all'assorbimento delle perdite) "ha portato all'esplicita ammissione [per cui] la qualifica di capitale di rischio compete anche a fondi raccolti con trame di rapporti obbligatori"<sup>225</sup>: nel settore *de quo* emergerebbe "un nuovo concetto di "fondi propri" e di "capitale di rischio", basati più sulla sostanza economica che sulla forma giuridica del negozio di finanziamento, con la conseguente tendenza alla contrapposizione tra un concetto "nominale" ed un concetto "materiale" di capitale proprio, in quanto si riconosce l'esistenza di forme di finanziamento da parte di terzi che si presentano come "funktionelles Eigenkapital"<sup>226</sup>; un concetto cioè in cui rilevanza assumerebbero caratteristiche degli apporti quali la stabilità del vincolo; il grado di partecipazione alle perdite e la flessibilità nella remunerazione della provvista, donde la possibilità che anche particolari forme di finanziamento possano essere intese come "prestazioni di rischio"<sup>227</sup>. Anticipando quel che pur si dirà, chi scrive peraltro sostiene non tanto che il contesto bancario segni un *mutamento* (del perimetro) della *summa divisio* tra capitale di rischio e capitale di debito<sup>228</sup>, quanto un *disinteresse* per tale dicotomia quando non accompagnata da precise caratteristiche "sostanziali" dei negozi di finanziamento sottesi alla provvista raccolta. Tale *disinteresse* per una dicotomia che discrimini sulla base di indici e criteri *formali* (e uno speculare *interesse* per una "polarizzazione" imperniata sulla *sostanza economica* dei negozi di finanziamento) emerge in particolare in sede prudenziale, in termini di trattamento promiscuo, ai fini dell'elezione nell'aggregato patrimoniale rilevante, di pretese economicamente e causalmente omogenee (e strumenti di raccolta che veicolano tali pretese), che pur possono differenziarsi, ai sensi del diritto azionario interno, per ragioni meramente formali (ma su questo punto, come subito si dirà, si tornerà

---

<sup>225</sup> G.B. PORTALE, *La ricapitalizzazione delle aziende di credito*, op.cit., 15 s.

<sup>226</sup> G.B. PORTALE, *La ricapitalizzazione delle aziende di credito*, op.cit., 15.

<sup>227</sup> G. B. PORTALE, «*Prestiti subordinati*» e «*prestiti irredimibili*» (appunti), in *BBTC*, 1996, 6.

<sup>228</sup> In termini concordi v. F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari*, op.cit., 127 ss., anche per un elenco di dottrina in tal senso conforme. Per un tentativo di differenziare la nozione di "capitale di rischio" da quella di "capitale di debito", v. la nt. 7 nell'Introduzione al lavoro.

nel Terzo Capitolo del lavoro).

Infine, nel Terzo Capitolo si verificherà se le conclusioni così raggiunte possano avere un'incidenza su questioni e problemi ermeneutici di diritto societario interno, in particolare in punto di trattamento di categorie e regole proprie del c.d. “sistema del netto”, integrandone vuoti e contrasti interpretativi. A tal proposito, “banco di prova” di questi assunti sarà la disciplina degli strumenti finanziari partecipativi emessi da S.p.A. bancaria (nella particolare circostanza in cui quest'ultimi rappresentino una provvista raccolta a titolo di rischio) e del loro rapportarsi rispetto alla disciplina del capitale sociale. L'“intuizione”, che necessiterà di opportuno inquadramento, sta in ciò, che quelle differenze di trattamento tra azionisti e titolari di strumenti finanziari partecipativi vengano fatte dipendere, nel diritto societario comune, dal criterio *formale* di appartenenza delle une pretese, ma non delle altre, al capitale sociale: a riguardo, (come già si è visto *supra* nel Paragrafo 5, alla nt. 172), è possibile riportare come esempio la problematica posta dalla regolamentazione del concorso tra azioni e strumenti finanziari partecipativi in punto di partecipazione alle perdite c.d. correnti (ma anche in sede di distribuzione del supero attivo di liquidazione). Così, a chi scrive sembra che la tendenziale indifferenza della legislazione europea per indici distintivi tra *equity* e *debt* puramente “formali”, in luogo di una loro considerazione quasi unitaria ed omogenea perché basata sulla sostanza economica del negozio di finanziamento, dovrebbe far tendere *a fortiori* per una considerazione promiscua e *paritetica* di diversi strumenti di raccolta appartenenti all'alveo del capitale di rischio di una S.p.A. bancaria, perlomeno quando la pretesa differenza di trattamento (o l'esistenza di questioni ermeneutiche circa tale trattamento) derivi da indici (ed esigenze) del tutto formali.

## CAPITOLO II

### LA STRUTTURA PATRIMONIALE E FINANZIARIA DELL'IMPRESA BANCARIA: LA REGOLAMENTAZIONE (E LA PROSPETTIVA) INTERNAZIONALE ED EUROPEA

SOMMARIO: SEZIONE PRIMA – *La capitalizzazione bancaria nella regolamentazione internazionale ed europea. Delimitazione del campo di indagine: il capitale regolamentare (o patrimonio di vigilanza) come tecnica di selezione di valori funzionali a garantire la solida e stabile patrimonializzazione dell'ente bancario (in particolare, ma non solo, permettendo un pronto assorbimento delle perdite correnti ovvero un ordinato svolgimento della liquidazione dell'ente). Sull'indifferenza, per la perimetrazione e composizione dell'aggregato in esame, delle qualificazioni formali degli apporti e dei titoli di raccolta della provvista, in luogo di criteri sostanzialistici.* - 1. I «fondi propri» delle banche nella letteratura economica e giuridica: funzione di assorbimento delle perdite e selezione di valori secondo un'ottica macroprudenziale. - 2. Lo sviluppo del requisito di fondi propri nella regolamentazione bancaria internazionale ed europea: le tappe principali. - 2.1. Struttura e caratteristiche sistematiche dell'Accordo di Basilea I. - 2.2. Processo di trasposizione dell'Accordo di Basilea I nella legislazione europea. Le Direttive 89/299/CEE e 89/647/CEE. - 2.3. Struttura e caratteristiche sistematiche dell'Accordo di Basilea II. - 2.4. Processo di trasposizione nella legislazione europea dell'Accordo di Basilea II. La Direttiva 2009/111/CE e le *Guidelines* del CEBS: approccio funzionale all'individuazione delle caratteristiche qualitative degli elementi di fondi propri ed espansione del perimetro del patrimonio di vigilanza. - 3. I punti deboli e le vulnerabilità della regolamentazione patrimoniale pre-crisi: il “ruolo” della crisi finanziaria globale. - 4. Le risposte fornite dal sistema di Basilea III. - 1.4.1. A) “More and better capital”: una maggiore qualità (intesa come maggiore capacità di assorbimento delle perdite) e quantità del capitale bancario, secondo una prospettiva funzionale. - 1.4.2. B) L'introduzione di requisiti patrimoniali addizionali macroprudenziali e anticiclici. - 1.4.3. C) L'introduzione di un requisito patrimoniale aggiuntivo per le istituzioni di rilevanza sistemica globale (“higher loss absorbency requirement for G-SIBs”) e nazionale (“higher loss absorbency requirement for D-SIBs”). - 1.4.4. D) L'introduzione di un requisito di leva finanziaria. - 5. Il recepimento del sistema di Basilea III nella disciplina comunitaria: dal CRDIV Package del 2013 (comprensivo del CRR e della CRDIV) al recente *Banking Reform Package* del 2019 (comprensivo del CRRII e della CRDV). Uno sguardo d'insieme alla organizzazione patrimoniale bancaria nella prospettiva europea. - 5.1. Ambito operativo della regolamentazione patrimoniale europea: la dimensione applicativa (*cenni*). - 5.2. Profili quantitativi della regolamentazione patrimoniale europea: A) il requisito di Primo Pilastro e sua composizione. - 5.3. (*Segue*). B) il requisito di Secondo Pilastro (e il *Pillar 2 Guidance*) e le conseguenze della violazione del *Total SREP Capital Requirement*. - 5.4. (*Segue*). C) il requisito complessivo di riserva di capitale e le conseguenze della sua violazione. - 5.5. (*Segue*). D) il requisito di leva finanziaria. - 5.6. (*Segue*). Interrelazioni e “stacking order” dei requisiti di patrimonializzazione. - 5.7. Profili qualitativi della patrimonializzazione bancaria europea:

eleggibilità degli strumenti finanziari di raccolta nelle classi del capitale regolamentare. Le classi come strumenti di individuazione di discipline conformate a una predeterminata funzione. - 5.8. (*Segue*). Strumenti di raccolta di CET1. Alcuni cenni sul tema del (a) “contagio” tra strumenti di raccolta computati nel capitale regolamentare e strumenti non computati nel medesimo (anche a seguito del nuovo art. 48, paragrafo 7, BRRD) e delle (b) regole distributive di allocazione delle perdite tra strumenti di CET1 e altri strumenti di capitale regolamentare. - 5.9. (*Segue*). Strumenti di raccolta di AT1. - 5.10. (*Segue*). Strumenti di raccolta di Tier 2.- 6. Requisiti patrimoniali prudenziali e discipline societarie (nazionali): quali rapporti? Alcune divagazioni sulla logica dei “microsistemi normativi” e attività ermeneutica. (*rinvio*). - SEZIONE SECONDA – *La Total Loss Absorbing Capacity bancaria nella regolamentazione internazionale ed europea. Delimitazione del campo di indagine: gli aggregati MREL-TLAC come tecniche di selezione di valori funzionali a garantire la solida e stabile patrimonializzazione dell’ente bancario (in particolare permettendo un ordinato svolgimento della risoluzione/liquidazione dell’ente). Sull’indifferenza per la perimetrazione e composizione degli aggregati in esame delle qualificazioni formali e dei titoli degli apporti, in luogo di criteri sostanzialistici.* - 7. *La Total Loss Absorbing Capacity delle banche: sulle ragioni economiche di un requisito patrimoniale complementare agli standard di adeguatezza patrimoniale e alla tecnica del capitale regolamentare. Sul ruolo del debito come strumento di assorbimento delle perdite.* - 8. *Il riconoscimento della Total Loss Absorbing Capacity bancaria nella legislazione internazionale ed europea: lo standard TLAC e il requisito MREL.* - 8.1. *La regolamentazione internazionale del requisito TLAC: i Principles on Loss-Absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution e i Guiding principles on the Internal Total Loss-Absorbing Capacity of G-SIBs del Financial Stability Board. Sui profili (a) applicativi e distributivi; (b) quantitativi e (c) qualitativi degli elementi e del requisito TLAC.* - 8.2. *La legislazione europea (pre-Banking Reform Package): il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili disciplinato dalla BRRD e dal Regolamento Delegato (UE) 2016/1450 della Commissione. Sui profili (a) applicativi e distributivi; (b) quantitativi e (c) qualitativi degli elementi e del requisito MREL. Alcune considerazioni sui rapporti tra i principi della concorsualità e della risoluzione.* - 9. *Il Banking Reform Package del 2019 e la complessiva risistemazione della disciplina europea della Total Loss Absorbing Capacity bancaria: il riconoscimento di un nuovo requisito TLAC per le istituzioni sistemiche e la strutturale modifica del requisito MREL. Uno sguardo di insieme alla organizzazione patrimoniale bancaria nella prospettiva europea.* - 9.1. *Ambito operativo, profili applicativi e distributivi del nuovo requisito TLAC e del riformato requisito MREL.* - 9.2. *Profili quantitativi del nuovo requisito TLAC e del riformato requisito MREL. Nuove previsioni in punto di violazione del requisito MREL e modifica dello stacking order dei requisiti di patrimonializzazione dell’ente.* - 9.3. *Profili qualitativi del nuovo requisito TLAC e del riformato requisito MREL: la nuova nozione di passività ammissibili.*



## SEZIONE PRIMA

*La capitalizzazione bancaria nella regolamentazione internazionale ed europea. Delimitazione del campo di indagine: il capitale regolamentare (o patrimonio di vigilanza) come tecnica di selezione di valori funzionali a garantire la solida e stabile patrimonializzazione dell'ente bancario (in particolare, ma non solo, permettendo un pronto assorbimento delle perdite correnti ovvero un ordinato svolgimento della liquidazione dell'ente). Sull'indifferenza, per la perimetrazione e composizione dell'aggregato in esame, delle qualificazioni formali degli apporti e dei titoli di raccolta della provvista, in luogo di criteri sostanzialistici.*

*1. I «fondi propri» delle banche nella letteratura economica e giuridica: funzione di assorbimento delle perdite e selezione di valori secondo un'ottica macroprudenziale.*

Il tema dell'*obbligatoria* componente patrimoniale “propria” delle banche (e delle sue caratteristiche e finalità) ha avuto riconoscimento nel dibattito accademico e legislativo soltanto “recentemente”, e ciò in luogo di trattazioni che, fino alla metà del secolo scorso, affermavano come “*in teoria, una banca potrebbe anche non avere nessun capitale proprio e quindi vivere esclusivamente come intermediaria tra il pubblico che risparmia e l'affida per l'impiego e gli intraprenditori di commerci ed industrie che ne mancano*”<sup>229</sup>.

Si tratta evidentemente di affermazioni che ad un più attento scrutinio appaiono inconsistenti: così, soffermandosi sul piano dell'attività dell'impresa (per cui v. ampiamente nel Primo Capitolo, il Paragrafo 1), è possibile rilevare come da un lato, la dotazione di capitale proprio possa assolvere una genuina funzione di finanziamento dell'attività<sup>230</sup> e dall'altro, in termini consequenziali al tema del

---

<sup>229</sup> M. PANTALEONI, *Scritti vari di economia*, Roma, 1910, 357. In maniera analoga P. SARACENO, *La gestione della banca di credito ordinario*, Milano, 1948, 136 ss. L'affermazione di cui nel testo è riportata da C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 15.

<sup>230</sup> A riguardo v. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 15.

Peraltro, seppur una dotazione obbligatoria di mezzi propri si riveli funzionale a garantire alla banca una provvista finanziaria per l'esercizio dell'attività, da ciò non consegue che l'attività bancaria sia *indifferente* rispetto al titolo e alle forme cui tale provvista è raccolta. Il tema, un luogo classico nella letteratura economica, involge la – mai sopita – questione circa la supposta maggiore dispendiosità per le banche di una raccolta effettuata tramite strumenti di *equity* e *quasi-equity* rispetto a quella conclusa con strumenti di debito (prevalentemente emissione di depositi). Indirettamente poi, il tema interagisce con l'oggetto principale di questo e dei prossimi Paragrafi, ossia la dimensione qualitativa e quantitativa da riconoscere al concetto di “adeguatezza patrimoniale”.

Così, ad un lato dello spettro si pongono coloro che, ritenendo la raccolta tramite capitale di *equity* più costosa rispetto a quella effettuata con obbligo di restituzione, argomentano circa la necessità di porre un argine all'imposizione di coefficienti patrimoniali obbligatori in quanto quest'ultimi, pur promuovendo la stabilità e solidità dell'istituto, aumenterebbero il costo della provvista e in definitiva imporrebbero tassi di interesse più alti per i prenditori dei finanziamenti bancari, se non una contrazione dell'offerta di credito – *credit crunch* – con ricadute negative su sviluppo e crescita dei sistemi economici. Dal lato opposto dello spettro si collocano coloro che negano l'esistenza di questo *trade-off* (tra crescita e stabilità) e, sostenendo l'applicabilità anche al contesto bancario del teorema di Modigliani-Miller – per cui vedi, nel Primo Capitolo, nt. 34 – ritengono indifferente che il finanziamento dell'attività bancaria avvenga tramite raccolta a titolo di capitale proprio ovvero di terzi, sicché l'imposizione di una maggiore dotazione patrimoniale tramite

finanziamento dell'impresa ma ben più pregnanti, si osserva come l'attività bancaria – al pari di qualsiasi attività di impresa – è *naturaliter* esposta a una serie di rischi (di credito – liquidità – mercato – legale) il manifestarsi dei quali, in assenza di acconci presidi<sup>231</sup>, potrebbe comprometterne la stabilità (e in ultima analisi, le posizioni di creditori e depositanti). In quest'ultimo senso, l'esistenza di una dotazione patrimoniale “propria” si giustifica a fronte della necessità di evitare che le perdite sugli attivi trovino capienza esclusivamente sulle risorse di cui la banca dispone perché raccolte presso terzi, e dunque soggette a obblighi restitutori<sup>232</sup>.

È in tale seconda accezione, ossia come strumento di contenimento e gestione del rischio, che la letteratura in materia<sup>233</sup> ha principalmente inquadrato il capitale «proprio» delle banche: una

---

*equity* non comporterebbe maggiori costi per l'ente bancario e, in definitiva, per i suoi debitori (peraltro le posizioni in questione non si spingono sino a ipotizzare un obbligo di finanziamento dell'attività interamente ed esclusivamente concluso per il tramite di capitale di *equity*, soluzione questa che comprometterebbe le funzioni di trasformazione e produzione di liquidità svolte dalla banca che pur si basano su una provvista raccolta tramite debito). A questa seconda chiave di lettura sembrerebbero doversi ricondurre quelle constatazioni rinvenibili nella letteratura italiana, per cui “[...] posto che l'attività bancaria è attività di raccolta del risparmio tra il pubblico e di esercizio del credito, fisiologicamente le operazioni poste in essere dalle banche sul lato attivo (degli impieghi) sono destinate a essere finanziate da quelle di raccolta, comunque effettuate. Si mostra allora chiaro che, sul piano dell'attività, non vi sono ragioni per distinguere nell'ambito dei mezzi finanziari complessivamente destinati all'impresa, se non appunto quella di individuare una più precisa funzione che alcuni di essi possono svolgere” – così D. LA LICATA, *La struttura finanziaria*, op.cit., 173.

Eppure, e chi scrive aderisce con quanto segue, vi è un profilo dell'attività bancaria, già ampiamente investigato nel Primo Capitolo, che dovrebbe far propendere il regolatore verso la prima delle posizioni proposte: si fa riferimento qui al ruolo del debito come momento essenziale ed attuativo della suddetta attività. In tal senso, è stato persuasivamente sostenuto come “for a bank, unlike a non-financial firm, the composition of the balance-sheet is essential to its value. The business of a bank is not just about screening and monitoring when extending credit to firms and households but also about extending liquidity services to depositors in the form of claims that are sum certain and continuously redeemable. One might go so far as to say that the business of a bank is financing medium- and long- term credit claims with deposits. This means that an all-equity bank will be a less valuable bank than one funded at least in part by deposits. The idea of the “irrelevancy” of financing to business project value does not hold where the business project itself is a particular form of financing” – così Aa. Vv., *Principles of financial regulation*, op.cit., 311 s., e, nei medesimi termini P. DAVIES, *The Fall and Rise of Debt*, op.cit., 499.

La problematica che qui si è tentato di esporre è invero ben più articolata (e evidentemente, per i suoi risvolti pratici, risulta un *topos* classico del dibattito tra banchieri e regolatori). Per un più appropriato inquadramento v. ID, *Principles of financial regulation*, op.cit., 310 ss., dove anche rimandi alla letteratura internazionale rilevante; S. HANSON-A. KASHYAP-J.C. STEIN, *A macroprudential approach to financial regulation*, op.cit., 17 ss., e F. ALLEN-X. GU, *The interplay*, op.cit., 244 ss. Nella letteratura italiana v. F. VELLA, *Banche che guardano lontano*, in *Banca impresa soc.*, 2016, 377 ss.; R. MASERA, *Verso Basilea 4: le criticità per le banche e l'economia*, in *Bancaria*, 2016, 2 ss.; V. BEVIVINO, *Capitale e struttura finanziaria*, op.cit., 16 ss., e V. CALANDRA BUONAURO, *L'attività degli intermediari finanziari nella regolamentazione sovranazionale*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale – Rivista online*, 2013, 5, dove l'A. accenna alla maggiore dispendiosità della raccolta effettuata tramite emissione di strumenti di capitale.

<sup>231</sup> Da un punto di vista economico, la razionalità dell'intervento sul, e della conformazione regolamentare del, patrimonio bancario si ricollega al ben noto tema dei fallimenti di mercato. Per una rassegna di ragioni, invero già tutte analizzate nel Primo Capitolo, che giustificerebbero l'imposizione di presidi regolamentari con riferimento all'industria bancaria, v. I. DRUMOND, *Bank capital requirements, business cycle fluctuations and the Basel accords: a synthesis*, in *Journal of Economic Surveys*, 2009, 808.

<sup>232</sup> In questi termini v. C. FRIGENI, *Natura e funzione del «capitale» delle banche*, op.cit. 57.

<sup>233</sup> Cfr. B. SHORT, *Capital requirements for commercial banks: a survey of the issues*, in *Staff paper – International Monetary Fund*, 1978, 528 ss.; B. ARNOLD-C. BORIO-L. ELLIS-F. MOSHIRIAN, *Systemic risk, macroprudential policy frameworks, monitoring financial systems and the evolution of capital adequacy*, in *Journal of Banking & Finance*, 2012, 3131 s.; H. SCOTT, *Reducing systemic risk through the reform of capital regulation*, in *Journal of International Economic Law*, 2010, 764; J. RICHARDON-M. STEPHENSON, *Some aspects of regulatory capital*, in *FSA Occasional Paper Series*, 2000, 17 ss.; A. BERGER-R. HERRING-G. SZEGO, *The role of capital in financial institutions*, in *Journal of Banking and Finance*, 1995, 393 ss., e A. SANTOS JOAO, *Bank capital regulation in contemporary banking theory: a review of the literature*, in *BIS Working Paper No 90*, 2005, 1 ss., quest'ultimo per una rassegna di letteratura economica

dotazione patrimoniale necessaria, *adeguata e commisurata*<sup>234</sup> all'entità di quei rischi che concretamente involgono l'attività (*rectius*, gli impieghi) bancari; una tecnica che vincolando una quota-parte del complessivo patrimonio bancario – tanto maggiore, a parità di esposizioni, quanto maggiori risultino i rischi assunti<sup>235</sup> –, svolgerebbe primariamente una funzione di assorbimento di perdite inattese<sup>236</sup>. Così, come è stato detto, “*per mezzo di questo coefficiente [...] alle banche è richiesto di dotarsi di mezzi patrimoniali in grado di sopportare le perdite inattese, in misura almeno pari a una frazione predeterminata dei rischi assunti con i propri attivi, tendenzialmente allineata a una realistica stima della probabilità del loro concretizzarsi*”<sup>237</sup>.

---

sul tema. Nella letteratura italiana v. M. ONADO, *Aspetti economici e tecnici del capitale proprio delle banche*, in *Aa. Vv. Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, 78 ss.; G. BOCCUZZI-F. GARRONE, *Il ruolo del capitale nella regolamentazione bancaria e la disciplina degli strumenti innovativi di patrimonializzazione*, in *Aa. Vv. L'innovazione finanziaria*, Milano, 2003, 257 ss.; F. DAGNINO, “*Capitale versato*” e “*strumenti innovativi di capitale*” nella disciplina di vigilanza delle banche italiane: il principio di prevalenza della sostanza sulla forma, in *Banca impresa soc.*, 2009, 424; E. RULLI, *Contributo*, *op.cit.*, 99; C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 15, e ID, *Natura e funzione del «capitale» delle banche*, *op.cit.*, 56 ss.

Per completezza, per una rassegna di letteratura economica che ha affrontato il tema della regolamentazione patrimoniale bancaria con riferimento al perseguimento di obiettivi *altri* rispetto a quello della stabilità, v. I. DRUMOND, *Bank capital requirements*, *op.cit.*, 808 s.

<sup>234</sup> Se, come vedremo, il capitale bancario adempie primariamente una funzione di stabilizzazione dell'ente e mantenimento della sua capacità operativa (seppur in un'ottica macroprudenziale), si comprende come esso dovrebbe essere determinato solo in funzione di quei rischi che tale stabilità minacciano. In questi termini è da intendere la logica dei *ratios* patrimoniali minimi, come *adeguatezza* del patrimonio bancario ai rischi effettivi delle attività bancarie. Il tema allora, come si vedrà, diviene quello della effettiva *sensibilità* del capitale regolamentare ai rischi concretamente assunti dalla banca, e dunque un problema di “misurazione e stima”.

<sup>235</sup> L'intuizione, che appare quasi un truismo, è che date due banche con il medesimo livello di attivo, a quella che detenga esposizioni più rischiose si dovrà richiedere una dotazione di capitale di copertura e assorbimento delle perdite maggiore.

<sup>236</sup> Si rende qui necessaria una precisazione: sarebbe inesatto ritenere che la regolamentazione in tema di capitale bancario sia solamente orientata, perché posta a garanzia di una adeguata capienza patrimoniale, a far fronte a quei rischi – e quelle perdite – che maturano sulla *asset-side* del bilancio bancario (si pensi a esposizioni *non-performing*) ma non anche a quelli che sorgono sulla *liability-side*, nelle forme di rischi di liquidità (così, si pensi alle conseguenze di un generalizzato ritiro dei fondi). Per quanto sia maturato ormai un ampio consenso circa la necessità di definire specifici e differenti presidi regolamentari per far fronte ai rischi di liquidità, imponendo vincoli e obblighi alla struttura degli impieghi e al *funding* bancario – ciò anche alla luce della recente crisi finanziaria globale, la quale come si è potuto indagare nel Primo Capitolo è stata innanzitutto una crisi di liquidità – e conseguentemente di capitale –, questo non significa che una regolamentazione volta a garantire la solidità dell'aggregato patrimoniale bancario *indirettamente* non possa far fronte anche al rischio di illiquidità dell'ente, e viceversa. Detto altrimenti, la *asset-side* e la *liability-side* del bilancio bancario non sono indifferenti l'un l'altra, ma ben possono comunicare e i rischi *transitare* da una parte all'altra.

Basti il seguente esempio a conferma di quanto sopra: come già si è avuto modo di esporre nel Primo Capitolo, la condotta “classica” che la banca adotta in risposta ad un'inaspettata e generalizzata corsa agli sportelli si identifica nel *fire sales of assets*, ossia una generalizzata dismissione di attivi – finanche fortemente illiquidi – a più o meno elevati tassi di sconto, e ciò al fine di soddisfare l'improvvisa domanda di liquidità dei depositanti. Peraltro, proprio tali dismissioni impongono all'ente la registrazione di perdite che – e qui il *fil rouge* che lega rischio di liquidità e rischio di incapienza patrimoniale – tanto più facilmente potranno essere assorbite e ripianate quanto più capitale “proprio” avrà a disposizione l'istituto. Sul tema, in termini analoghi, cfr. *Aa. Vv.*, *Principles of financial regulation*, *op.cit.*, 291; P. DAVIES, *The Fall and Rise of Debt*, *op.cit.*, 493; B. SHORT, *Capital requirements*, *op.cit.*, 532 ss. e più di recente, per una modellizzazione delle interazioni tra capitalizzazione bancaria e rischio di liquidità, v. F. GOMEZ-Q. VO, *Liquidity management, fire sale and liquidity crises in banking: the role of leverage*, in *Bank of England Staff Working Paper No. 894*, 2020, 1 ss.

<sup>237</sup> C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 24. A riguardo, si è soliti riferirsi a tale tecnica di capitalizzazione come *risk based capital requirement(s)*, la quale si contrappone a, ma invero potenzialmente affianca, tecniche basate: (i) sia su valori minimi di dotazione imposti in maniera assoluta (che in quanto non rapportati al volume degli impieghi, potrebbero fornire informazioni fallaci sulla solidità relativa della banca) che (ii) su valori relativi, in cui la dotazione patrimoniale sarebbe rapportata, come nel caso in esame, alle esposizioni dell'ente, ma di quest'ultime sarebbero considerati i valori facciali (c.d. *unweighted*), con il rischio allora di non intercettare la reale rischiosità degli attivi, trattandoli tutti promiscuamente (ma sterilizzando le conseguenze di inesatte stime del rischio). Con riguardo a quest'ultima tecnica si

Tuttavia tale approdo, la concezione della dotazione patrimoniale propria come *adeguata* rispetto a una individuata funzione di assorbimento delle perdite, ancora non fornisce risposte rispetto a due temi che necessariamente tale impostazione esige di affrontare, vale a dire (a) l'esatto significato da attribuire all'espressione "assorbimento delle perdite" (che, come vedremo, si ripercuote sulla *individuazione e perimetrazione* delle risorse ammesse a caratterizzare la dimensione "proprietaria" dei fondi dell'ente) e (b) in termini consequenziali, la funzione che il capitale delle banche sarebbe diretta a realizzare; ossia, in altre parole, la posizione assunta dai fondi propri rispetto agli obiettivi della stabilità finanziaria e alla prospettiva macroprudenziale della regolamentazione bancaria (per cui *amplius*, v. nel Primo Capitolo, i Paragrafi 4.1 e 4.2).

Così, per quanto *sub (a)*, coglie nel segno quella dottrina<sup>238</sup> che sottolinea come riconoscere alla dotazione patrimoniale bancaria una funzione di copertura delle perdite inattese ancora nulla dica se tale assorbimento debba risultare funzionale a (i) garantire la *continuità* dell'attività bancaria, facendo fronte a perdite impreviste di gestione c.d. correnti e di fatto prevenendo l'insolvenza dell'ente (*loss absorption on a going concern basis*) ovvero (ii) assicurare una completa soddisfazione delle ragioni dei creditori in sede liquidatoria, dunque in caso di *default* dell'ente (*loss absorption on a gone concern basis*). Postulata in astratto una coesistenza tra le due funzioni (seppur possa ipotizzarsi come il perseguimento della prima, mirando a prevenire l'insolvenza, ricomprenda e assicuri anche quello della seconda)<sup>239</sup>, vi è che "l'indiscussa centralità riconosciuta alla capacità del patrimonio di assorbire le perdite sia stata accompagnata, a lungo, da una certa indifferenza sull'esatto significato da attribuire a questa espressione"<sup>240</sup>, con la conseguenza che le due accezioni, benché differenti, siano state trattate – soprattutto nel contesto pre-crisi – con una certa promiscuità. Eppure, appare indiscutibile come il concetto di "adeguatezza patrimoniale" e la selezione di valori e risorse a ciò funzionali, differisca a seconda che si intenda garantire quanto *sub (i)* ovvero *sub (ii)*, in quanto nell'un caso "il tratto caratterizzante del "patrimonio di vigilanza", cioè l'elemento decisivo che vale

---

utilizza solitamente la denominazione di *gearing ratio* o quella più comune di *leverage ratio*, su cui pur si tornerà nel corso della presente Sezione.

<sup>238</sup> V. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, op.cit., 17ss.; ID, *Natura e funzione del «capitale» delle banche*, op.cit., 57 ss.; V. BEVIVINO, *Capitale e struttura finanziaria*, op.cit., 4; J. RICHARDON-M. STEPHENSON, *Some aspects of regulatory capital*, op.cit., 27 ss.; A. CAHN-P. KENADJIAN, *Contingent Convertible Securities: from theory to CRDIV*, in *Institute for Law and Finance Working Paper Series No. 143*, 2014, 2, e Aa. Vv., *Principles of financial regulation*, op.cit., 305 s. Ma si tratta di un punto di cui la letteratura pareva aver consapevolezza già nella seconda metà del secolo scorso, e in tal senso cfr. le considerazioni di B. SHORT, *Capital requirements*, op.cit., 530.

<sup>239</sup> Ma in realtà, v. le attente considerazioni di V. BEVIVINO, *Capitale e struttura finanziaria*, op.cit., 31, ove la constatazione per cui l'importanza di un autonomo aggregato che garantisca una *loss absorption on a gone concern basis* si manifesta proprio quando, al sorgere di una crisi, il capitale di *equity* risulterà verosimilmente del tutto eroso, donde la necessità del primo, vuoi anche per il tramite di una modifica della sua qualità giuridica tramite esercizio di poteri di conversione in capitale di *equity*. In termini coincidenti cfr. P. DAVIES, *The Fall and Rise of Debt*, op.cit., 504. Il tema verrà ripreso nella Seconda Sezione del Capitolo, ove si indagheranno *composizione* e finalità degli aggregati TLAC – MREL.

<sup>240</sup> C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, op.cit., 17 ss.

a connotare la dimensione “proprietaria” delle risorse” si identificherebbe con la capacità di assorbire le perdite durante società, mentre nell’altro “assume valore preponderante, ai fini della qualificazione dei fondi come “propri” la facoltà dell’ente di non procedere alla loro restituzione in caso di default”<sup>241</sup>.

Invero, e venendo a quanto *sub (b)*, alla base dell’una ovvero dell’altra scelta si pone un differente modo di intendere la *funzione* della dotazione patrimoniale obbligatoria, oltre che dimensione e finalità della regolamentazione prudenziale. Appare infatti di tutta evidenza che, soprattutto in situazioni di crisi sistemiche e non idiosincriche, la stabilità del sistema possa essere raggiunta assicurando la, e intendendo l’adeguatezza patrimoniale come garanzia della, *continuità* delle funzioni dell’ente, mentre a tale risultato non si perviene limitandosi a garantire un “cuscinetto patrimoniale” che soddisfi i creditori del singolo ente quando l’attività risulti compromessa, e che operi dunque in fase liquidatoria. Da un angolo prospettico di tipo *funzionale*, mentre nell’un caso la dotazione patrimoniale obbligatoria guarderebbe alla stabilità *complessiva* del sistema finanziario, il cui funzionamento verrebbe compromesso se in situazioni di crisi sistemiche si “permettessero” insolvenze generalizzate – che ben possono transitare verso l’economia reale –, nell’altro caso, ove il cuscinetto patrimoniale risulti definito in maniera tale da divenire operativo solamente in caso di *default* dell’intermediario, oggetto di tutela sarebbero principalmente (se non esclusivamente) i creditori della singola banca e le loro pretese restitutorie. Utilizzando categorie già note, si tratterebbe qua di assegnare al capitale bancario compiti e funzioni macro- ovvero micro-prudenziali<sup>242</sup>.

Come si vedrà infatti, tutti questi profili, emersi con chiarezza solamente al seguito della crisi finanziaria globale dello scorso decennio, si ricollegano a temi che sono già stati ampiamente trattati nel Primo Capitolo (v. Paragrafo 4.2). Lì si evidenziava come un approccio micro-prudenziale alla

---

<sup>241</sup> C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 19.

Il riferimento nel testo è verso forme di indebitamento in cui il rimborso risulta variamente condizionato e subordinato. Ebbene, nella letteratura economica si è segnalato come l’imposizione alle banche di emissioni di minimi importi di debito subordinato possa ben svolgere, nell’ottica della c.d. *market discipline*, una funzione positiva, e ciò sia (i) incentivando i creditori subordinati al monitoraggio delle *performance* aziendali (soprattutto laddove il sistema preveda, sul lato opposto, l’esistenza di forme di garanzia e protezione dei depositanti e consenta il ricorso alla spesa pubblica per il “salvataggio” degli intermediari bancari, che come già si è visto nel Primo Capitolo, possono creare *moral hazard*) che (ii) fornendo segnali, per il tramite degli aumenti dei differenziali di rendimento sui titoli in questione, per gli interventi di vigilanza. In argomento, anche per i rimandi alla letteratura economica rilevante, v. M. LUBERTI, *Secondo e Terzo Pilastro dell’Accordo di Basilea: un’opportunità di cambiamento per il sistema di vigilanza bancaria in Italia*, in *Banca impresa soc.*, 2007, 273.

<sup>242</sup> In maniera analoga, evidenziando la dimensione (e la consapevolezza) macroprudenziale di una regolamentazione del capitale bancario che accolga una nozione di adeguatezza patrimoniale che assicuri la *loss absorption capacity on a going concern basis* dell’ente, v. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 87 ss.; posizione ribadita in ID, *Natura e funzione del «capitale» delle banche, op.cit.* 58 ss.

Un esempio di approccio *micro-prudenziale* all’individuazione della funzione a cui risulta preposto il capitale regolamentare è enucleato nell’osservazione per cui “l’idea di fondo è che nella misura in cui la struttura finanziaria della banca è articolata in conformità a quanto previsto dalla disciplina di vigilanza, la banca dovrebbe essere sempre in grado di garantire la restituzione dei depositi, anche in caso di crisi” – così F. DAGNINO, “Capitale versato” e “strumenti innovativi di capitale”, *op.cit.*, 425.

regolamentazione degli intermediari bancari non sia condizione sufficiente per scongiurare le fragilità e le vulnerabilità poste dal sistema globalmente considerato – *i.e.*, dal complesso delle interazioni degli agenti nel sistema – ma anzi si tratti di una inferenza ben inquadrabile nello schema delle fallacie di composizione. Un coerente sviluppo di quei temi alla materia in oggetto impone di declinare il tema dell’adeguatezza patrimoniale secondo i canoni di una regolamentazione c.d. macroprudenziale, e allora di intendere la *loss absorption capacity* dell’ente in ottica “gestoria” e dunque di modulare l’area, la composizione e la definizione dei «fondi propri» facendo leva su, e discriminando in base a, criteri – sostanziali – coerenti con tale impostazione<sup>243</sup>.

Tracciati in questi termini le coordinate essenziali per l’inquadramento della dotazione patrimoniale obbligatoria bancaria, si dovrà ora ultimare la caratterizzazione soffermandosi su: (a) il riconoscimento e lo sviluppo della nozione di adeguatezza patrimoniale nella rilevante regolamentazione internazionale pre-crisi, analizzando in particolare quel complesso di criteri e classi di discipline che miravano a garantire la stabilità e solidità dell’aggregato patrimoniale bancario e, successivamente, (b) le vulnerabilità di tali plessi regolamentari, emersi a seguito della crisi finanziaria globale, e alla base della più recente legislazione in materia.

## *2. Lo sviluppo del requisito di fondi propri nella regolamentazione bancaria internazionale ed europea: le tappe principali.*

In termini generali, la rilevante regolamentazione in materia ha tradizionalmente implementato gli approdi di cui al precedente Paragrafo imponendo alle banche il rispetto di uno o più coefficienti di patrimonializzazione minima<sup>244</sup>, da calcolarsi quale rapporto (*ratio*) tra: (i) un numeratore, definito come sommatoria di classi patrimoniali (a loro volta composte da elementi di fondi propri<sup>245</sup>) caratterizzate da proprietà comuni (solitamente, ma non solo, una più o meno spiccata *loss absorbing capacity*), a cui vengono così applicate rettifiche (nelle forme di filtri e/o deduzioni, i c.d. “regulatory adjustments”) il cui obiettivo è quello di salvaguardare la qualità della base patrimoniale regolamentare (si pensi, a fronte della potenziale volatilità di valori di poste attive del patrimonio) e (ii) un denominatore, in cui figurano gli impieghi della banca non considerati in termini assoluti ma ponderati in ragione del loro grado di rischiosità (c.d. “Risk Weighted Assets”, o “RWAs”). Operativamente, si richiede alla banca (solitamente, come si vedrà, sia al livello del consolidamento più alto, oltre che su base individuale) di dotarsi di una provvista di fondi propri di una certa qualità

<sup>243</sup> In questi termini cfr. C. FRIGENI, *Natura e funzione del «capitale» delle banche*, *op.cit.*, 62.

<sup>244</sup> A cui ci riferisce come si vedrà, perlomeno nella più recente legislazione vigente in materia, con il termine di “requisito/i di fondi propri”.

<sup>245</sup> A cui ci si riferiva nella legislazione italiana non più vigente con il termine di “patrimonio di vigilanza”, e attualmente qualificato come “Capitale Regolamentare” ovvero “elements of own funds”.

e quantità, adeguata – e dunque, variabile –, in ragione e in rapporto delle esposizioni dell'ente<sup>246</sup> e della loro rischiosità.

Così semplicemente definita la costante delle regole in tema di adeguatezza patrimoniale bancaria, vi è che il pendolo della regolamentazione degli ultimi trent'anni ha fornito differenti risposte sia in termini *qualitativi* (con riguardo principalmente ad aspetti inerenti il numeratore del coefficiente) che *quantitativi* (con riguardo principalmente ad aspetti inerenti il denominatore del coefficiente, oltre che, ovviamente, il valore assoluto del coefficiente medesimo). Detto altrimenti, la regolamentazione in materia si è fatta principalmente carico di affrontare i seguenti temi<sup>247</sup>: (i) fornire regole per la *definizione e composizione* dei fondi propri bancari – ossia, criteri di computabilità di valori patrimoniali nell'aggregato regolamentare, in particolare per l'elezione di strumenti di capitale e di debito –; (ii) definire avverso quali rischi tali fondi debbano essere detenuti e infine (iii) decidere se i fondi propri debbano essere rapportati al valore facciale degli attivi, ovvero se tale valore debba essere ponderato per il rischio delle esposizioni considerate (in realtà, si è già potuta fornire una risposta a quest'ultimo punto) e, accolta la seconda delle soluzioni proposte, delineare una metodologia capace di differenziare le coperture patrimoniali richieste in virtù dell'effettivo profilo di rischiosità degli impieghi (c.d. *risk sensitivity*)<sup>248</sup>.

Di seguito dunque, senza pretese di completezza<sup>249</sup>, si analizzeranno le risposte date dalla regolamentazione antecedente la crisi finanziaria ai punti appena evidenziati (seppur soffermandosi principalmente sulle caratteristiche della dotazione patrimoniale obbligatoria – *i.e.*, il numeratore del coefficiente di patrimonializzazione –, di più importante rilievo ai fini del presente elaborato).

---

<sup>246</sup> Con la conseguenza che l'ente, per rispettare il coefficiente di patrimonializzazione richiesto, può sia “operare” sul numeratore, incrementando il valore delle voci che lo compongono, ovvero sul denominatore, dismettendo le proprie esposizioni.

<sup>247</sup> Per un'impostazione simile a quella di cui subito nel testo cfr. Aa. Vv., *Principles of financial regulation*, op.cit., 296 ss.

<sup>248</sup> Il tema delle metodologie per il calcolo e la determinazione dei coefficienti di rischio degli attivi (*i.e.*, delle determinanti del denominatore del coefficiente di patrimonializzazione) esula dal campo di indagine del presente lavoro, il quale invece si puntualizza sulle caratteristiche della dotazione patrimoniale bancaria obbligatoria (*i.e.* il numeratore del coefficiente di patrimonializzazione). Il tema dovrà però essere inquadrato, perché su di esso si basa il sistema di determinazione del capitale di copertura utile ai fini di vigilanza sicché, oltre alle considerazioni di cui *infra* nel testo, valga quanto segue: la superiorità di una tecnica di capitalizzazione bancaria obbligatoria basata su *risk based capital requirements* è solitamente predicata in virtù della maggiore capacità di quest'ultima, rispetto alle alternative disponibili, di intercettare i rischi effettivamente corsi dalla banca.

Ebbene, tale assunto è stato messo in discussione sotto molteplici punti di vista. In particolare, i modelli e le modalità di determinazione dei RWAs (e di un sistema di *capital ratios* su questi fondato), sono state contestate con specifico riguardo alla loro: (i) affidabilità e accuratezza (e ciò per le inaccurate stime del rischio che tali modelli possono fornire); (ii) adeguatezza (e ciò in base all'osservazione per cui spesso si è assistito ad un abbassamento delle stime dei rischi prodotte dai modelli in contesti economici di innalzamento generale della rischiosità) e (iii) tendenza pro-ciclica (a tal riguardo si è spesso evidenziato come le stime dei rischi ottenute sulla base di *ratings* – a loro volta basati su serie storiche – tendano ad essere troppo basse in periodi congiunturali positivi e ad innalzarsi troppo tardi in periodi negativi). A riguardo, v. V. LE LESLÈ -S. AVRAMOVA, *Revisiting Risk-Weighted Assets*, in *IMF Working Paper*, 2012, 1 ss. V. inoltre sin da subito quanto si dirà *infra* in nt. 405.

<sup>249</sup> Per una puntuale analisi delle caratteristiche principali degli Accordi di Basilea I e II v., in luogo di molti, C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, op.cit., 20 ss., e P. BEVIVINO, *Capitale e struttura finanziaria*, op.cit., 55 ss.

Successivamente, ciò permetterà di introdurre il vigente schema regolamentare (Paragrafo 4), in larga parte risposta agli, e conseguenza degli, eventi di cui alla crisi finanziaria globale, e su cui ci si dovrà soffermare dettagliatamente (Paragrafo 3).

### 2.1. *Struttura e caratteristiche sistematiche dell'Accordo di Basilea I.*

Solamente dalla seconda metà del secolo scorso si è assistito all'imposizione per gli enti bancari, nel panorama dei singoli ordinamenti nazionali, di requisiti di (adeguata) patrimonializzazione<sup>250</sup>, ed è solamente nel 1988 che il Comitato di Basilea<sup>251</sup>, al fine di creare un *level playing field*<sup>252</sup> a livello internazionale ed evitare arbitraggi regolamentari, pubblica un documento<sup>253</sup> ("Accordo di Basilea", da qui in avanti anche "Basilea I") che, sebbene sprovvisto di efficacia vincolante<sup>254</sup>, costituirà lo schema di regolamentazione di base in tema di adeguatezza patrimoniale bancaria quasi universalmente accettato<sup>255</sup>.

In termini generali, Basilea I individuava: (i) un concetto di "fondi propri" (a cui ci si riferiva anche

---

<sup>250</sup> Il riferimento è in particolare a BANK OF ENGLAND, *The measurement of Capital*, in *Bank of England Quarterly Bulletin*, 1980. A partire dal 1985 inoltre, sia negli Stati Uniti che in Giappone, si adottarono vincoli di patrimonializzazione rapportati alla esposizione complessiva della banca (ossia, al valore facciale delle attività, non scontando quest'ultime per la loro rischiosità, in un classico esempio di *leverage ratio* su cui si avrà modo di tornare). A riguardo v. V. BEVIVINO, *Capitale e struttura finanziaria*, op.cit., 50.

In generale, per una rassegna delle posizioni e orientamenti adottati dalle autorità di vigilanza in questo periodo v. B. SHORT, *Capital requirements*, op.cit., 559 ss., e M. ONADO, *Aspetti economici e tecnici*, op.cit., 86 ss., ove ci si sofferma sulle politiche regolamentari dispite dalle autorità statunitensi, anglosassoni, e francesi.

<sup>251</sup> Il Comitato di Basilea sulla Vigilanza Bancaria (*Basel Committee on Banking Supervision*, o anche "BCBS") è un organismo fondato nel 1974 all'interno della Banca dei Regolamenti Internazionali, sulla scia del dissesto della banca tedesca Bankhaus Herstatt. Istituito dai governatori delle banche Centrali appartenenti ai Paesi dell'allora Gruppo dei dieci, o G-10, per favorirne la cooperazione, attualmente conta rappresentanti di 27 paesi. Il Comitato si pone come obiettivo la definizione e l'individuazione di una serie di principi sui quali costruire, *inter alia*, una completa disciplina in materia di adeguatezza patrimoniale bancaria. Per i profili storici, organigramma interno e ambiti di intervento del Comitato a far luogo dagli anni '80 sino al periodo recente, v. BCBS, *History of the Basel Committee and its membership*, disponibile su [www.bis.com](http://www.bis.com), 2001.

<sup>252</sup> La necessità della creazione di un *level playing field* per gli operatori attivi sugli scenari internazionali trova giustificazione nella crescente rilevanza dell'attività bancaria transfrontaliera e nel crescente livello di globalizzazione e internazionalizzazione dei mercati finanziari. In tal senso v. BCBS, *A new capital adequacy framework*, *Consultative Paper*, disponibile su [www.bis.com](http://www.bis.com), 1999, 10.

Eppure il tema risulta complesso, se solo si considera come un approccio generalizzato al problema (del tipo "one size fits all"), che non tenga in debita considerazione le differenze (delle economie) nazionali in cui operano gli enti sottoposti a regolamentazione, possa essere fonte di squilibri e inefficienze. In tal senso v. V. ACHARYA, *Is the International Convergence of Capital Adequacy Regulation Desirable?* in *Journal of Finance*, 2003, 2745 ss.

<sup>253</sup> BCBS, *Basel Capital Accord. International convergence of capital measurement and capital standards*, disponibile su [www.bis.com](http://www.bis.com), 1988.

<sup>254</sup> Gli schemi di regolamento emanati dal Comitato di Basilea rientrano nell'alveo degli strumenti di *soft law*, ossia regole (quando non proposte o raccomandazioni) sprovviste di efficacia vincolante ma che necessitano di un atto di riconoscimento e trasposizione negli ordinamenti giuridici. A proposito v. R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2012, 581, e G. GIANNELLI, *Gli accordi di Basilea 2 tra soft law e autonomia organizzativa delle banche*, in Aa. Vv. *Le fonti private del diritto commerciale*, Milano, 2008, 219 ss. Sulle ragioni sottostanti il successo degli strumenti di *soft law* nella regolamentazione finanziaria internazionale, v. M. LEHMANN, *Why soft law dominates international finance and not trade in International law in financial regulation and monetary affairs*, Oxford, 2012, 98 ss.

<sup>255</sup> In un *paper* del 2011 si individuavano oltre 100 giurisdizioni che davano applicazioni ai principi elaborati dal Comitato. V. S. OKEDARA, *Basel accords and international financial regulation: the journey so far*, disponibile su [www.icr.stakescapital.com](http://www.icr.stakescapital.com), 2011.



col termine “patrimonio di vigilanza”<sup>256</sup>) che, per la preminenza riconosciuta ai profili di assorbimento delle perdite, si estendeva “*al di là delle nozioni di “mezzi propri” come comunemente intesa in ambito aziendalistico e giuscommercialistico*”<sup>257</sup> (e, in maniera decisiva per le tesi che si vogliono qui sostenere, sembrava mostrare una germinale *indifferenza* per la qualificazione azionaria delle risorse acquisite, così discriminando certi tipi di *preference shares*, come subito si vedrà in nt. 259); (ii) regole per la suddivisione degli attivi in classi, ognuna assegnataria di un “peso” (“risk-weight”) diverso che, applicato ai valori nominali delle esposizioni, dava luogo a dei valori “pesati” (la cui sommatoria costituisce ciò che da allora viene definito RWAs, od anche “attivo ponderato per il rischio”) e (iii) un coefficiente di patrimonializzazione minimo, rapporto tra i valori *sub (i)* e *(ii)*, dell’8%<sup>258</sup>, destinato a coprire – inizialmente – il solo rischio di credito degli attivi bancari.

Nello specifico, in merito a quanto *sub (i)*, Basilea I distingueva all’interno del patrimonio di vigilanza un (a) patrimonio di base (c.d. *core capital*), composto *positivamente*, per quanto riguarda i fondi raccolti a fronte di emissioni di strumenti finanziari, da capitale azionario<sup>259</sup> e, più in generale da

---

<sup>256</sup> E il cui campo di applicazione era posto al livello *consolidato* del gruppo bancario, e ciò al fine di garantire la solidità dell’intero perimetro di consolidamento, e cfr. in tal senso BCBS, *Basel, op.cit.*, § 10. Non si prevedeva invece un’applicazione su base *individuale*, come invece avverrà in seguito (dal sistema di Basilea II in avanti), conformemente al c.d. *dual-level supervision principle*, per il quale v. *infra*, in nt. 430 e il corpo del testo principale).

<sup>257</sup> C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 24. In termini analoghi, parlando, riguardo al sistema di Basilea I, di “*sganciamento del patrimonio di vigilanza dal comune e tradizionale concetto di “patrimonio netto”*”, v. F. ACCETTELLA, *L’accordo, op.cit.*, 469. Sul punto cfr. anche A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 40.

<sup>258</sup> Sicché operativamente alle banche veniva richiesto, concesso un prestito di 100 Unità (*rectius*, il cui valore ponderato equivaleva a 100 Unità), di finanziare almeno 8 Unità di tale prestito con mezzi patrimoniali propri.

<sup>259</sup> Così, testualmente, BCBS, *Basel Capital Accord, op.cit.*, § 12, “*The Committee considers that the key element of capital on which the main emphasis should be placed is equity capital and disclosed reserves*” peraltro specificando come il concetto di *equity capital* ammesso (nt. 2) comprenda (e rispettivamente, escluda) “*Issued and fully paid ordinary shares/common stock and non-cumulative perpetual preferred stock (but excluding cumulative preferred stock)*”. Il punto è ripreso nell’Allegato 1 all’Accordo, dove in sede di definizione degli elementi di capitale, si legge come il *Tier 1*: “*includes only permanent shareholders’ equity (issued and fully-paid ordinary shares/common stock and perpetual non-cumulative preference shares) and disclosed reserves (created or increased by appropriations of retained earnings or other surplus, e.g. share premiums, retained profit, general reserves and legal reserves)*”.

Come si è accennato nel testo, l’esclusione delle *preference shares (rectius*, di un certo tipo di queste) dall’aggregato regolamentare rilevante segnerebbe una *germinale dipartita* dal rilievo del titolo della raccolta come criterio discriminante per l’eleggibilità della componente “strumentista” da tale aggregato. In tal senso, con efficace considerazione riferita al sistema di Basilea II, ma invero valevole sia per l’Accordo del 1988 che, più in generale, per il prosieguo dell’elaborato, si è sottolineato come “*emerge [...] chiaramente che ciò che rileva non è il fatto in sé dell’imputazione a capitale del valore dell’apporto, ma questo come sintomatico dell’assoggettamento del valore stesso a una determinata disciplina. Tanto è vero che, là dove, nonostante l’imputazione a capitale, la disciplina si discosti, non assicurando più una “qualità patrimoniale primaria”, ne consegue un diverso rilievo del relativo valore sul piano patrimoniale*” – così A. LA LICATA, *La struttura finanziaria, op.cit.*, 113, e in termini analoghi cfr. F. DAGNINO, “*Capitale versato*” e “*strumenti innovativi di capitale*”, *op.cit.*, 423 s. e 435.

Come subito si vedrà, il sistema di Basilea I basava la perimetrazione dei fondi propri – in particolare, dell’aggregato primario di maggiore qualità – in maniera tendenzialmente esclusiva sul capitale azionario, salvo l’esclusione di alcuni elementi. Basilea II aprirà una breccia in questa impostazione, prevedendo in detto aggregato la positiva computazione di risorse finanche acquisite a titolo di debito. V. *infra*, Paragrafo 2.3.

Peraltro, a parziale ridimensionamento di quanto in nota e nel testo, vi è da dire che negli ordinamenti anglosassoni e statunitensi le *preference shares* non sono necessariamente equivalenti alla categoria delle “azioni privilegiate” del nostro ordinamento, ma tale nozione individua un indefinito insieme di strumenti in cui ricadono anche strumenti di debito, e in tal senso v. E. CUSA, *Gli strumenti ibridi delle banche*, in *Banca impresa soc.*, 2010, 92, e C. CINCOTTI-F. NIEDDU ARRICA, *Le preferred shares nel diritto italiano: proprietà della società per azioni e strumenti finanziari ibridi*, in *Giur.*

risorse accumulate *durante societate* caratterizzate da una pronta utilizzabilità per il ripianamento delle perdite (vuoi a titolo di autofinanziamento – così gli accantonamenti di utili –, vuoi a fronte di imposizioni della normativa societaria rilevante – così le riserve da sovrapprezzo azioni) e *negativamente* da deduzioni da applicare alla base così composta<sup>260</sup> e (b) un capitale supplementare (c.d. *supplementary capital* o *Tier 2 capital*) in cui, per ciò che qui interessa<sup>261</sup>, è possibile computare sia strumenti che pur potendosi allontanare dall'alveo del capitale azionario “*a certe predeterminate condizioni consentono di utilizzare la provvista reperita per il ripianamento delle perdite*”<sup>262</sup> (c.d.

---

*comm.*, 2003, 680 ss. Sull'argomento, cfr. anche le notazioni di A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 51 (nt. 94), e L. ENRIQUES, *Quantum non datur: appunti in tema di «strumenti finanziari partecipativi» in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *BBTC*, 2005, 169 ss. Tuttavia, pur volendo riconoscere che il Comitato abbia voluto impiegare il termine in maniera descrittiva e atecnica, l'assenza di una sua ulteriore specificazione nel testo di Basilea I non permette di restringerne il campo di applicazione, in base al titolo della raccolta delle risorse, alle sole *preference shares* che integrano strumenti di debito.

<sup>259</sup> Sicché operativamente alle banche veniva richiesto, concesso un prestito di 100 Unità (*rectius*, il cui valore ponderato equivaleva a 100 Unità), di finanziare almeno 8 Unità di tale prestito con mezzi patrimoniali propri.

<sup>260</sup> Così, *inter alia*, nel § 24 dell'Accordo si fa riferimento all'avviamento come elemento da dedurre dagli elementi che compongono il *Tier 1*. Una specifica menzione meritano qui le previsioni dei §§ 25 e ss., dove il Comitato afferma di aver preso in considerazione la possibilità di includere tra gli elementi deducibili anche le detenzioni azionarie reciproche tra istituti di credito (c.d. *cross-holdings of banks' capital*), e ciò al fine precipuo di evitare il verificarsi di fenomeni di contagio e trasmissione di rischi. Al di là di una presa di posizione sul punto del Comitato apparentemente negativa (ma in definitiva, si opta per lasciare piena discrezionalità alle autorità nazionali circa l'imposizione delle rettifiche in questione), si deve evidenziare come la deduzione di reciproci investimenti azionari dalla *capital basis* rilevante è strumento largamente utilizzato dalla vigente legislazione per far fronte al rischio sistemico derivante da contagio. Infatti, è semplice osservare come da un lato, la capitalizzazione ottenuta tramite operazioni del genere non crea, in un'ottica di sistema, alcuna genuina *loss absorption capacity* mentre dall'altro, la detenzione in portafoglio di partecipazioni in soggetti attivi nella stessa industria crea interconnessioni e dipendenze tra intermediari, e dunque canali di trasmissione delle vulnerabilità. Sterilizzare e dedurre i medesimi dal patrimonio utile ai fini di vigilanza significa imporre all'ente una dotazione di capitale che copra anche queste esposizioni.

<sup>261</sup> Oltre agli strumenti ibridi di capitale e debito e i prestiti subordinati di cui subito si dirà, i §§ da 15 a 21 dell'Accordo di Basilea I permettono il computo nel Tier 2 delle quote patrimoniali corrispondenti alle riserve (i) occulte; (ii) da rivalutazione e (iii) generali per perdite sui crediti.

<sup>262</sup> C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 25. La necessità che il regolamento degli strumenti ibridi debba avvicinarne le caratteristiche a quelle del capitale di *equity* è ribadita dal BCBS, *Basel Capital Accord*, *op.cit.*, § 22, laddove “*In this category fall a number of capital instruments which combine certain characteristics of equity and certain characteristics of debt. Each of these has particular features which can be considered to affect its quality as capital. It has been agreed that, where these instruments have close similarities to equity, in particular when they are able to support losses on an on-going basis without triggering liquidation, they may be included in supplementary capital. In addition to perpetual preference shares carrying a cumulative fixed charge, the following instruments, for example, may qualify for inclusion: long-term preferred shares in Canada, titres participatifs and titres subordonnés à durée indéterminée in France, Genussscheine in Germany, perpetual debt instruments in the United Kingdom and mandatory convertible debt instruments in the United States*”.

L'Allegato 1 all'Accordo ha cura di enumerare una serie di criteri – sostanziali – che il regolamento contrattuale degli strumenti in questione deve rispettare al fine dell'eleggibilità. Rileva farne qui breve menzione perché ritroveremo tali criteri (o perlomeno, la logica a essi sottostante) in maniera costante lungo tutto il corso della Sezione: così il contenuto convenzionale o legale di questi strumenti ibridi deve rispettare requisiti che riguardano la loro (a) disponibilità (“*they are unsecured, subordinated and fully paid-up*”); (b) permanenza (“*they are not redeemable at the initiative of the holder or without the prior consent of the supervisory authority*”); (c) partecipazione all'assorbimento delle perdite (“*they are available to participate in losses without the bank being obliged to cease trading (unlike conventional subordinated debt)*”) e (d) flessibilità nei pagamenti – che sia a titolo di interessi ovvero di dividendi – (“*although the capital instrument may carry an obligation to pay interest that cannot permanently be reduced or waived (unlike dividends on ordinary shareholders' equity), it should allow service obligations to be deferred (as with cumulative preference shares) where the profitability of the bank would not support payment*”).

*hybrid debt/equity capital instruments*)<sup>263</sup> che, seppur in maniera limitata, debito subordinato<sup>264</sup>.

Ma è sia dai limiti posti alla computabilità dei singoli aggregati per il rispetto del complessivo coefficiente di fondi propri, che dai rapporti che tra questi devono essere rispettati, che sembrerebbe possibile inferire un generale – ed embrionale – *favor* dell’Accordo di Basilea I per una dotazione patrimoniale capace di assicurare una *loss absorption capacity on a going concern basis*<sup>265</sup> (e dunque, la continuità aziendale dell’ente, nei termini che già si sono analizzati *supra* nel Paragrafo 2): infatti, se da un lato l’Accordo richiedeva che il patrimonio di base costituisse almeno la metà del complessivo requisito del patrimonio di vigilanza e che il *supplementary capital* potesse concorrere

---

<sup>263</sup> La prima menzione degli “strumenti finanziari ibridi” nel corso di questo lavoro è opportunità per alcune considerazioni e osservazioni sulla figura (e sull’analoga nozione di “capitale ibrido”).

In effetti, attingendo dal, e generalizzando il, dibattito incorso nella letteratura italiana in merito alla riforma del diritto societario del 2003 (e all’introduzione degli “strumenti finanziari” di cui all’art. 2346, VI comma, c.c. e per cui v. più dettagliatamente *infra*, nel Paragrafo 2 del Terzo Capitolo), vi è come certa letteratura riconducesse tale nozione ad una ipotetica zona grigia, posta tra la fattispecie azionaria ed obbligazionaria, che compendierebbe e sintetizzerebbe i tratti tipici concettuali dell’“investimento” e del “finanziamento”. Secondo questa impostazione, la locuzione “strumenti finanziari ibridi” non servirebbe finalità meramente descrittive (essa non sarebbe dunque una “*categoria dogmatica con valore meramente descrittivo*” – così U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria*, *op.cit.*, 1096) ma bensì tecnico-giuridiche, e individuerebbe allora una fattispecie inquadrabile come “*tertium genus*”, intermedia tra l’area del conferimento e quella del prestito. A riguardo, anche in testi ufficiali dell’Unione Europea si poteva leggere come “*hybrid capital instruments [...] may combine features of debt and equity*” – così CEBS, *Proposal for a common EU definition of Tier 1 hybrids*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2008, § 21.

Il dibattito è ampio e non è qui possibile ripercorrerlo per intero. Basti qui osservare come chi scrive ritenga scorretta (e finanche decettiva) la ricostruzione appena proposta: quest’ultima infatti, nel postulare l’esistenza di una autonoma categoria intermedia tra l’azione ordinaria e la fattispecie obbligazionaria classica, non nota come il *proprium* di tale categoria concettuale ibrida venga in realtà sempre ricondotto a quello dell’investimento (e alla destinazione di ricchezza) ne, ovvero al finanziamento de (e alla temporanea traslazione di ricchezza verso), l’impresa, sicché tale autonomia risulti difettiva (e con essa qualsiasi ricostruzione che attribuisca alla categoria ibrida dignità conoscitiva e concettuale).

Le conseguenze dell’ultimo capoverso sono di non poco momento, perché dovrebbero indurre l’interprete (ma in maniera ben più importante, il regolatore) a dare rilevanza alla natura ibrida dello strumento non per sé considerata (come invece sembrerebbe esser stato fatto nella legislazione pre-crisi, e le cui conseguenze, come si vedrà, sono state rovinose), operazione quest’ultima vuota e atecnica, ma bensì alla natura ibrida dello strumento in quanto sintomatica di una disciplina dei valori raccolti riconducibile ora all’alveo dell’investimento di ricchezza (e il cui archetipo è rappresentato dall’azione), ora a quello del finanziamento assistito da obbligo di rimborso (e il cui archetipo è rappresentato dall’obbligazione); ma proprio per questo *tertium non datur*, non sarebbe possibile riscontrare (e nemmeno *pensare*) una operazione economica ontologicamente diversa da quelle ora prospettate. In termini enfatici ma efficaci, si è così detto che “*la raccolta c.d. ibrida, ibrida non è affatto [...]*” – così P. SPADA, *Obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari non partecipativi (impresa-corporation e provvista del capitale di credito)*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, 255. L’idea che la raccolta “ibrida” possa assumere una qualche valenza solo descrittivamente è stata successivamente ribadita anche in ID, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *BBTC*, 2009, 623.

Risulta evidente che la posizione appena passata in rassegna presenti come suo “a priori” l’essenzialità per la qualificazione di una fattispecie come azionaria ovvero obbligazionaria (e per negare dignità alla categoria degli ibridi) della sostanza dell’operazione economica sottostante la provvista raccolta e, conseguentemente, l’inessenzialità del fascio di diritti e poteri amministrativi che su tali rapporti si puntualizzano (e in realtà, secondo la posizione qui in commento, tali diritti e poteri sarebbero *posterius* del substrato economico di riferimento, e su di esso dovrebbero modellarsi). Ebbene, si è già potuta esprimere adesione a tale tesi nel Paragrafo 6 del Primo Capitolo, a cui si rimanda.

Infine, per una ricostruzione del dibattito lungo le linee qui soltanto abbozzate, v. A. VALZER, *Gli strumenti finanziari*, *op.cit.*, 71 ss. Cfr. anche D. LA LICATA, *La struttura finanziaria*, *op.cit.*, 189, oltre a quanto si dirà *infra* nel Paragrafo 2 del Terzo Capitolo.

<sup>264</sup> V. il § 23 dell’Accordo.

<sup>265</sup> Sottolinea questo profilo cruciale di Basilea I C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 27. E v. soprattutto il § 17 dell’Accordo, per cui “*This emphasis on equity capital and disclosed reserves reflects the importance the Committee attaches to securing a progressive enhancement in the quality, as well as the level, of the total capital resources maintained by major banks*”.

a soddisfare tale requisito in maniera al massimo pari al *Core Capital*<sup>266</sup>, dall'altro limitava l'eleggibilità del debito subordinato alla metà del patrimonio di base, giustificando tale scelta in virtù dell'incapacità delle risorse così raccolte a garantire il ripianamento delle perdite correnti<sup>267</sup>. Soprattutto, come si è osservato<sup>268</sup>, tramite la netta differenziazione del *core capital* dal *supplementary capital*, Basilea I mostrava di aver precisa consapevolezza della duplice dimensione semantica (e normativa) che il concetto di "assorbimento delle perdite" può assumere (v. *supra*, Paragrafo 1).

Per quanto riguarda *sub (ii)*, Basilea I prevedeva<sup>269</sup> una suddivisione degli attivi in classi – c.d. *buckets* –, in base alla natura del debitore (settore pubblico – enti bancari – prenditori di mutui ipotecari – imprese) e assegnava a ciascuna di esse un differente "peso" (i *risk weights* erano dello 0%; 10%; 20%; 50% e 100%<sup>270</sup>, a seconda della pretesa rischiosità *ex ante* attribuita al debitore). Il *risk weight* era sua volta scontato sul valore nominale del credito, per ottenere così il valore rilevante ai fini del denominatore complessivo del coefficiente patrimoniale<sup>271</sup>.

Infine, per quanto riguarda *sub (iii)* l'Accordo del 1988 considerava rischio rilevante ai fini della dotazione patrimoniale di copertura (e del coefficiente patrimoniale) il solo rischio di credito.

---

<sup>266</sup> V. § 14 per entrambe le limitazioni quantitative. In aggiunta, si prevede come il *core capital* possa essere interamente utilizzato ai fini del computo del patrimonio di vigilanza. Dai criteri così enunciati, e in maniera pratica, segue come sotto la vigenza di Basilea I, una banca potesse decidere di soddisfare il proprio requisito minimo di fondi propri con elementi rientranti nel patrimonio supplementare per una quota massima del 4%, del totale dell'8%.

<sup>267</sup> È qui utile riportare interamente il § 23 dell'Accordo, per cui "*The Committee is agreed that subordinated term debt instruments have significant deficiencies as constituents of capital in view of their fixed maturity and inability to absorb losses except in a liquidation. These deficiencies justify an additional restriction on the amount of such debt capital which is eligible for inclusion within the capital base. Consequently, it has been concluded that subordinated term debt instruments with a minimum original term to maturity of over five years may be included within the supplementary elements of capital, but only to a maximum of 50% of the core capital element and subject to adequate amortisation arrangements*".

Nello stesso senso nella letteratura italiana v. S. BONFATTI, *Strumenti «ibridi» di patrimonializzazione, prestiti subordinati e crisi dell'impresa bancaria*, in *L'innovazione finanziaria*, 2003, 316, per cui i prestiti subordinati "*non assolvono alcuna funzione (positiva) nel corso della gestione corrente dell'impresa*". Cfr. anche A. LA LICATA, *La struttura finanziaria*, op.cit., 149.

<sup>268</sup> V. C. FRIGENI, *Natura e funzione del «capitale» delle banche*, op.cit., 58.

<sup>269</sup> V. i § 29 e ss. dell'Accordo, oltre agli Allegati 2 e 3.

<sup>270</sup> Concretamente, un mutuo ipotecario di 100 Unità, per cui la legislazione prevedeva un *risk-weight* del 50%, entrava nel complessivo valore RWAs per 50 Unità.

<sup>271</sup> Peraltro, si è sottolineato come la metodologia di calcolo degli attivi così definita, pur essendo semplice e trasparente, impediva di rappresentare adeguatamente ed effettivamente il rischio delle esposizioni bancarie e ciò perché, attribuendo un unico peso a tutti i debitori di una determinata categoria, essa finiva per non riflettere le differenze che pur possono sussistere (e pur possono essere rilevanti, ai fini della valutazione del rischio) tra i soggetti appartenenti ad una medesima categoria. E dunque, in un sistema in cui la determinazione del capitale di copertura è funzione della rischiosità degli impieghi bancari, una determinazione incorretta delle stime di rischio portava ad una determinazione incorretta della dotazione patrimoniale minima, oltre ad aprire ad opportunità di arbitraggi regolamentari (si pensi ad esempio come il generalizzato ed indifferenziato *risk-weight* del 100% del valore facciale previsto per gli impieghi verso il settore non finanziario, spinga le banche a concedere credito a quei prenditori, appartenenti a tale settore, che assicurino ritorni in linea di interessi maggiori, ma proprio per questo maggiormente rischiosi). Sul punto cfr. I. DRUMOND, *Bank capital requirements*, op.cit., 810; A. RESTI, *Banks' internal rating models – time for a change? The "system of floors" as proposed by the Basel Committee*, studio preparato per il Parlamento Europeo, 2016, 8, e A. BAGLIONI, *La rete bucata*, Milano, 2018, 33.

Solamente con un intervento del 1996<sup>272</sup> venne introdotto un requisito aggiuntivo per il rischio di mercato, a fronte del quale veniva richiesto un determinato accantonamento patrimoniale<sup>273</sup> per alcuni individuati investimenti finanziari detenuti in portafoglio<sup>274</sup>. Ed è proprio in coincidenza con questa nuova tipologia di rischio che veniva introdotta, all'interno del patrimonio di vigilanza, una nuova categoria patrimoniale (c.d. *tier 3 capital*), di qualità inferiore rispetto al *core capital* e al *supplementary capital* e pensata precipuamente per far fronte al rischio di mercato – sicché la provvista così raccolta non era computabile nel calcolo del requisito patrimoniale richiesto a fronte del rischio di credito –. Il *tier 3 capital* comprendeva risorse acquisite a fronte di emissione di passività subordinate, le quali si differenziavano rispetto al debito subordinato eleggibile nel Tier 2 *capital* sotto il profilo della stabilità della provvista raccolta, potendosi ammettere strumenti con una scadenza inferiore a cinque anni (ma superiore a due anni). L'*Amendment* richiedeva infine che il regolamento di emissione degli strumenti computabili nel *tier 3* contenesse una c.d. “clausola di immobilizzo” (c.d. clausola di *lock-in*), in virtù della quale doveva vietarsi il pagamento in linea capitale e interessi ai sovventori qualora la banca non rispettasse il coefficiente di patrimonializzazione minimo richiesto<sup>275</sup>; disposizione quest'ultima che appariva singolare perché più rigida rispetto a quanto imposto in punto di computabilità del debito subordinato nel patrimonio supplementare<sup>276</sup>.

---

<sup>272</sup> BCBS, *Amendment to the capital accord to incorporate market risks*, disponibile su [www.bis.com](http://www.bis.com), 1996.

<sup>273</sup> Il termine “accantonamento di capitale”, invalso nella prassi e a cui ci si adeguerà in queste pagine, in realtà esprime in maniera atecnica il concetto di “impegno patrimoniale”. A riguardo, opportunamente, cfr. C. COSTA, *Le regole di Basilea II tra tutela del capitale delle banche e comportamenti virtuosi delle imprese*, in *Le fonti private del diritto commerciale*, Milano, 2008, 211.

<sup>274</sup> In particolare, suddiviso il rischio di mercato in *interest rate risk*, *equity position risk*, *foreign exchange risk* e *commodities risk*, si dividevano gli investimenti finanziari in due categorie: una prima categoria (c.d. *trading book*), nella quale venivano ricondotti gli investimenti detenuti per brevissimi lassi di tempo, e rispetto la quale si imponeva di allocare una quota di patrimonio a fronte del nuovo rischio di mercato, e una seconda (c.d. *banking book*), nella quale si collocavano investimenti detenuti per medi/lunghi periodi, assoggettata al coefficiente previsto per i rischi creditizi. A riguardo v. BCBS, *Amendment*, *op.cit.*, §§ 1-9.

Proprio questo differente trattamento regolamentare tra *trading* e *banking book* nella prassi ha alimentato pratiche di arbitraggi regolamentari in cui gli istituti tendevano a ricondurre e collocare le proprie attività nella prima categoria, stante il trattamento regolamentare più favorevole. Sul punto cfr. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 29 (nt. 46).

<sup>275</sup> In particolare v. BCBS, *Amendment*, *op.cit.*, § 2, per cui “*For short-term subordinated debt to be eligible as tier 3 capital, it needs, if circumstances demand, to be capable of becoming part of a bank's permanent capital and thus be available to absorb losses in the event of insolvency. It must, therefore, at a minimum: - be unsecured, subordinated and fully paid up; - have an original maturity of at least two years; - not be repayable before the agreed repayment date unless the supervisory authority agrees; - be subject to a lock-in clause which stipulates that neither interest nor principal may be paid (even at maturity) if such payment means that the bank falls below or remains below its minimum capital requirement*”.

<sup>276</sup> L'Accordo di Basilea I infatti non dettava alcunché in merito alle caratteristiche che le passività subordinate dovevano rispettare, in punto di *remunerazione*, ai fini della computabilità nel patrimonio supplementare (e v. a riguardo il § 23 dell'Accordo). In realtà e a *fortiori*, già con riferimento agli *hybrid debt/equity capital instruments*, computabili in quote maggiori del debito subordinato nel patrimonio supplementare (perché garanti di una maggiore solidità patrimoniale dell'ente), Basilea I si limitava a richiedere che tali strumenti riconoscessero all'ente la facoltà di differire i pagamenti in situazioni di difficoltà finanziarie, ma non certo a vietarli (e vedi *supra*, nt. 262).

Riscontra questa “incongruenza”, seppur con riferimento alla legislazione di recepimento di Basilea II nell'ordinamento italiano, S. BONFATTI, *Strumenti «ibridi»*, *op.cit.*, 359 ss.

2.2. *Processo di trasposizione dell'Accordo di Basilea I nella legislazione europea. Le Direttive 89/299/CEE e 89/647/CEE.*

Nonostante un primo tentativo di riconoscimento della nozione dei “fondi propri” si ebbe, a livello europeo, con la Direttiva 77/780/CEE<sup>277</sup> (la c.d. “Prima Direttiva Bancaria”), fu solamente con le Direttive 89/299/CEE e 89/647/CEE che si ebbe un sostanziale allineamento (ed armonizzazione) del quadro europeo allo schema internazionale di Basilea I.

Con la prima<sup>278</sup>, la Comunità Economica Europea intendeva fornire una prima armonizzazione in ambito comunitario del “patrimonio utile ai fini di vigilanza”<sup>279</sup> e in particolare dell’aggregato dei fondi propri. Così, la nozione di aggregato di fondi propri (patrimonio di vigilanza) accolta dalla Direttiva corrispondeva<sup>280</sup> alla somma algebrica di componenti patrimoniali positive (nello specifico, la Direttiva individuava otto voci) e negative (nello specifico, la Direttiva individuava cinque voci). Tra le componenti patrimoniali positive figuravano (a) gli elementi di qualità primaria, che costituivano il c.d. “patrimonio di base” e risultavano integralmente computabili tra i fondi propri e (b) quelli di qualità secondaria, che costituivano il c.d. “patrimonio supplementare” e risultavano computabili tra le poste positive condizionatamente all’applicazione di detrazioni e limitazioni stabilite dall’art. 6 della Direttiva.

Non è qui possibile né utile una dettagliata analisi del testo normativo in esame<sup>281</sup>, ma occorre soffermarsi su alcuni punti di sistema: così, similmente a quanto evidenziato nel precedente Paragrafo a commento dell’accordo di Basilea I, anche questa Direttiva si caratterizzava per un embrionale

---

<sup>277</sup> Prima Direttiva 77/780/CEE del Consiglio, del 12 dicembre 1977, relativa al coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative riguardanti l’accesso all’attività degli enti creditizi e il suo esercizio.

La Direttiva, che si applicava agli enti creditizi, ossia imprese “*la cui attività consiste nel ricevere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e nel concedere crediti per proprio conto*” (art. 1), tentava una embrionale perimetrazione dell’aggregato dei fondi propri nella sua dimensione qualitativa ma non quantitativa, e inoltre non ne tentava un’armonizzazione minima. Così, individuava in termini rapidi e sbrigativi i “fondi propri” nel “*capitale proprio, dell’ente creditizio, compresi gli elementi che possono esservi assimilati in base alle regolamentazioni nazionale*” (art. 1) e non venivano fissate quote minime di fondi propri da detenersi – vuoi in termini assoluti o relativi, per il tramite di coefficienti di patrimonializzazione – ma si demandava ad un Comitato Consultivo Bancario (art. 6) il compito di definire dei coefficienti c.d. di osservazione non vincolanti tra determinate poste dell’attivo e del passivo degli enti creditizi, e ciò al fine di mantenere sotto osservazione la loro solvibilità e liquidità. In maniera più analitica sulla Direttiva, v. P. CLAROTTI, *Il problema dei mezzi propri esteri nelle direttive europee*, in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, 262 ss.

<sup>278</sup> Direttiva 89/299/CEE del Consiglio del 17 aprile 1989 concernente i fondi propri degli enti creditizi. Come per la Direttiva 77/780/CEE, anche il testo in commento definiva il suo perimetro di applicazione rispetto alle imprese “*la cui attività consiste nel ricevere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e nel concedere crediti per proprio conto*” (art. 1, paragrafo 2).

<sup>279</sup> Tale armonizzazione veniva giustificata riconoscendo l’importanza dei fondi propri come strumento di stabilizzazione degli enti in un’ottica di creazione di un mercato interno comune a livello europeo. A riguardo cfr. Considerando 1-4 della Direttiva, ma in particolare il primo e il terzo, da dove emerge inoltre la consapevolezza della differente funzione di *going concern* e *gone concern capital* che i fondi propri possono adempiere.

<sup>280</sup> V. art. 2, Direttiva 89/299/CEE.

<sup>281</sup> A riguardo v. E. GALANTI, *La nuova normativa comunitaria in materia di fondi propri degli enti creditizi*, in *BBTC*, 1990, 433 ss.

approccio di tipo *funzionale* alla delimitazione degli elementi di fondi propri raccolti a fronte di emissione di strumenti finanziari. E ciò sia per quel che riguarda il perimetro del patrimonio di base ove, seppur le componenti rilevanti venissero nominativamente individuate<sup>282</sup>, si richiedeva che tali elementi patrimoniali presentassero caratteristiche – sostanziali – tali da “*poter essere utilizzati senza restrizioni e senza indugi dall’ente creditizio per la copertura dei rischi o la partecipazione alle perdite nel momento in cui tali rischi o perdite si realizzino*”<sup>283</sup>; che, soprattutto, per le voci costituenti il patrimonio supplementare<sup>284</sup>, tra le quali figuravano (art. 3) “*altri elementi*” che “*indipendentemente dalla loro definizione legale o contabile*”, presentassero determinate caratteristiche<sup>285</sup>.

Come già accennato, la Direttiva disponeva poi alcune detrazioni e limitazioni da applicarsi agli aggregati di fondi propri: con le prime, si prevedevano alcune deduzioni dal patrimonio supplementare<sup>286</sup>, con le seconde invece si imponeva che i fondi supplementari non potessero essere

---

<sup>282</sup> Si veda l’art. 2, paragrafo 1, nn. 1 e 2 della Direttiva, dove si fa esplicita menzione a: (i) il capitale versato ai sensi dell’art. 22 della direttiva 86/635/CEE (ma da cui devono escludersi le azioni privilegiate cumulative, evidenziando allora come la *qualifica azionaria* della raccolta non sia sufficiente ai fini della computabilità, ma al contrario si dia rilevanza anche ai profili sostanziali dello strumento – e a riguardo v. le analoghe considerazioni svolte in merito al sistema di Basilea I in nota 259 –); (ii) le riserve ai sensi dell’articolo 23 della direttiva 86/635/CEE e (iii) gli utili portati a nuovo. Al di là della mera elencazione, occorre in particolare soffermarsi sul disposto dell’art. 22 della Direttiva 86/635/CEE (relativa ai conti annuali ed ai conti consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari) il quale, prevedendo un’apposita definizione di capitale applicabile alle società bancarie, depono in maniera significativa per alcune delle tesi che qui si sostengono: *ex art. 22* infatti, la voce dello stato patrimoniale denominata “capitale sottoscritto”, “*comprende tutti gli importi che, qualunque ne sia la denominazione precisa nella fattispecie, devono essere considerati, in relazione alla forma giuridica dell’ente creditizio in questione, come quote nel capitale proprio dell’ente sottoscritte dai soci e da altri conferenti, conformemente alla legislazione nazionale*”. Allora, se la nozione comunitaria di capitale relativa ai, e rilevante per i, conti delle banche comprende non solo i conferimenti dei soci, ma anche gli apporti versati da “altri conferenti” (“*other proprietors*”, nella versione inglese dell’art. 22), dovrebbe concludersi per una nozione di capitale in cui già si guardava più alla *sostanza* che alla *forma*. In maniera conforme sembrerebbero porsi E. CUSA, *Gli strumenti ibridi*, *op.cit.*, 97, e V. BEVIVINO, *Capitale e struttura finanziaria*, *op.cit.* 119, (nt. 589), per cui la nozione di *equity capital* *ex art. 22* “*consentiva di considerare alla stregua di shareholder forme equivalenti di finanziamento secondo il rapporto di restituzione dei valori*”.

Il tema si porrà in termini sostanzialmente non dissimili in sede di analisi della disciplina di recepimento di Basilea II (per cui v. *infra*, nt. 330).

<sup>283</sup> L’articolo dunque conformava e subordinava lo spettro dei valori computabili nell’aggregato alla positiva presenza di caratteristiche che assicurassero la *loss absorption capacity in a going concern scenario* dell’ente. A riguardo, si è osservato come si sia qui di fronte a una disposizione generale che funge “*in un certo qual senso, da “valvola di sicurezza” di guisa che le componenti, pur astrattamente riconducibili a quelle elencate, ma che tuttavia non possedessero in concreto i requisiti della pronta utilizzazione a copertura dei rischi e delle perdite, non potrebbero essere prese in considerazione ai fini del calcolo dell’aggregato*” – così E. GALANTI, *La nuova normativa comunitaria*, *op.cit.*, 436.

<sup>284</sup> Si veda l’art. 2, paragrafo 1, nn. 3, 5, 6, 7, 8 della Direttiva, ove si menzionano (i) le riserve di rivalutazione; le rettifiche di valore; (ii) gli altri elementi *ex art. 3*; (iii) gli impegni dei membri degli enti creditizi a forma cooperativa e gli impegni solidali dei mutuatari di taluni enti organizzati sotto forma di fondi *ex art. 4*; (iv) le azioni privilegiate cumulative a scadenza fissa e (v) i prestiti subordinati *ex art. 4*, paragrafo 3.

<sup>285</sup> Non è qui importante scendere nel dettaglio di queste caratteristiche – la disposizione è stata trasposta in maniera pressoché analoga in sede di recepimento europeo dell’accordo di Basilea II, per cui v. *infra* Paragrafo 2.4 e nt. 316. Ciò che rileva sottolineare è il disinteresse del legislatore comunitario per il *titolo* con cui avveniva la raccolta delle risorse, le quali invece dovevano primariamente rispettare determinati criteri di carattere *sostanziale*. Per ulteriori considerazioni in merito a quest’ultimo punto, v. sempre *infra* Paragrafo 2.4.

<sup>286</sup> Si veda art 2, paragrafo 3, nn. 9 a 13 della Direttiva. Nello specifico era richiesta la detrazione di (i) azioni proprie; (ii) attività immateriali *ex art. 4*, n. 9, della Direttiva 86/635/CEE; (iii) i risultati negativi di rilevanza apprezzabile d’esercizio e (iv) partecipazioni in enti creditizi ed enti finanziari.



inclusi nei fondi propri per un importo superiore al 100% dei fondi propri di base (e inoltre, in maniera ancora più restrittiva, alcuni elementi dei fondi propri supplementari potevano essere inclusi limitatamente al 50% dei fondi propri di base)<sup>287</sup>.

Con la seconda Direttiva<sup>288</sup> di cui sopra, la Comunità Economica Europea mirava ad armonizzare anche i profili quantitativi degli elementi di fondi propri bancari<sup>289</sup> e, in linea con le posizioni di Basilea I, introduceva un coefficiente dell'8% quale rapporto minimo obbligatorio (art. 10) tra patrimonio di vigilanza (art. 4) e valore complessivo degli impieghi ponderati per il rischio di credito (art. 5)<sup>290</sup>, da applicarsi sia su base individuale che consolidata (c.d. coefficiente di solvibilità, *ex art.* 3).

### 2.3. *Struttura e caratteristiche sistematiche dell'Accordo di Basilea II.*

Seppur Basilea I abbia rappresentato una pietra miliare per il tema della regolamentazione dell'adeguatezza patrimoniale bancaria, sin dalla sua pubblicazione il Comitato intraprese un percorso volto alla rivisitazione e integrazione, oltre che aggiornamento, dello schema dell'Accordo originario<sup>291</sup>. Fu così che nel 2004 venne concluso un nuovo Accordo – noto come Basilea II –, reso in seguito pubblico nel 2006<sup>292</sup>.

Così come per l'Accordo del 1988, è possibile compendiare le principali questioni affrontate dallo schema regolamentare del 2004 lungo tre diversi poli, ossia: (i) definizione degli elementi e caratteristiche rilevanti degli strumenti di raccolta ai fini della perimetrazione del concetto di fondi propri; (ii) metodologia di calcolo per la ponderazione e il computo dei RWAs e (iii) determinazione del coefficiente patrimoniale complessivo da rispettare e dei rischi deputato a coprire (in particolare,

---

<sup>287</sup> V. considerando 9 e art. 6. Direttiva 77/780/CEE.

<sup>288</sup> Direttiva 89/647/CEE del Consiglio, del 18 dicembre 1989, relativa al coefficiente di solvibilità degli enti creditizi.

<sup>289</sup> A riguardo v. V. BEVIVINO, *Capitale e struttura finanziaria*, *op.cit.*, 114 s., ove l'osservazione per cui: "La previsione di parametri di riferimento unitari consentiva di adottare uno strumento di vigilanza oggettivo per gli enti creditizi i quali si sarebbero potuti adattare in maniera uniforme, avrebbero potuto valutare il rischio di credito e razionalmente allocare le risorse patrimoniali alle quali, in relazione alla composizione allargata del mercato e al contemporaneo accesso di imprese bancarie strutturate con differente patrimonializzazione, avrebbero avuto accesso sperequato e in regime di concorrenza". Cfr. inoltre il Considerando 7 della Direttiva 89/647/CEE.

<sup>290</sup> *Ex art.* 1, paragrafo 4, nell'attivo dovevano essere computate – e dunque adeguatamente coperte – le operazioni fuori bilancio (*off balance-sheet items*). Conformemente allo schema di Basilea, i pesi da applicare agli attivi coprivano uno spettro percentuale compreso tra zero e cento, e le esposizioni venivano collocate a seconda della natura del debitore finanziato in un'apposita fascia (*bucket*), a cui corrispondeva una predeterminata ponderazione. A titolo esemplificativo, si applicava un *risk-weight* del (a) 0%, per esposizioni verso governi e banche centrali (il che a dire che non era richiesto capitale di copertura a fronte di queste esposizioni, considerate particolarmente sicure); (b) 20%, per esposizioni confronti di particolari istituti di credito; (c) 50%, per mutui ipotecari e (d) 100%, per voci dell'attivo che rappresentavano crediti verso debitori rischiosi. Per una panoramica completa, v. art. 6 Direttiva 89/647/CEE.

<sup>291</sup> V. BCBS, *A new capital adequacy framework – consultative paper*, disponibile su [www.bis.org](http://www.bis.org), 2000, §§ 6-7-8, dove si individuano alcune delle debolezze del sistema di Basilea I, tra cui (i) l'arretratezza rispetto all'evoluzione delle pratiche finanziarie e (ii) la lacunosità, prontamente sfruttata da molte banche tramite arbitraggi regolamentari.

<sup>292</sup> BCBS, *Basel II: International convergence of capital measurement and capital standards: a revised framework*, disponibile su [www.bis.com](http://www.bis.com), 2006.



anticipando quel che si dirà, tramite la previsione oltre che di un requisito di Primo, anche di Secondo Pilastro).

Per quanto riguarda il primo punto Basilea II, ribadita la centralità di un'adeguata capitalizzazione bancaria per le finalità della stabilità finanziaria<sup>293</sup>, accoglieva in maniera pressoché intatta le posizioni espresse nell'Accordo del 1988 e nel successivo *Amendment* del 2006 in tema di *Tier 1*, *Tier 2* e *Tier 3*. Peraltro, il vero momento di novità era rappresentato dal richiamo fatto dal testo dell'Accordo ad un comunicato stampa<sup>294</sup>, emesso a margine di una seduta del Comitato svoltasi a Sydney nel 1998 – il famoso *Sydney Press Release* –, il cui contenuto, elevato a rango di *clarifying text*, entrava di fatto nello schema regolamentare. Il comunicato esprimeva principi alquanto dirompenti per la materia che si sta qui commentando ma soprattutto, come subito si vedrà, la sommarietà e *ambiguità* del suo testo risulteranno forieri di molti problemi interpretativi, che a loro volta si ripercuoteranno sull'effettività dell'adeguata patrimonializzazione bancaria. Le conseguenze emergeranno in tutta la loro gravità nel corso della crisi finanziaria globale.

Nello specifico, il *Sydney Press Release* si esprimeva positivamente sulla possibilità di computare nel *core capital* anche strumenti differenti dalle azioni – definiti “innovativi”<sup>295</sup> –, a condizione che la loro disciplina legale e/o convenzionale rispettasse alcune caratteristiche di natura *sostanziale*<sup>296</sup>.

---

<sup>293</sup> V. BCBS, *Basel II*, *op.cit.*, § 4. Ma in maniera più esplicita cfr. ID, *A new capital adequacy framework*, *op.cit.*, § 10. D'altronde, nell'ottica della stabilità finanziaria sono da leggersi le disposizioni di Basilea II in tema di livello di applicazione dei requisiti di patrimonializzazione (§§ da 20 a 23), i quali si applicano non solo a livello individuale (“stand-alone basis”), ma su base consolidata a livello della società holding del gruppo bancario (“holding company that is the parent entity within a banking group”). Ciò in base alla considerazione per cui la regolamentazione prudenziale deve essere in grado di intercettare ed internalizzare i rischi posti dal gruppo bancario nella sua *interrezza*, ma altresì prevenire situazioni di squilibrio che si manifestano *individualmente*, al livello del singolo ente.

<sup>294</sup> BCBS, *Instruments eligible for inclusion in Tier 1 capital*, *press release*, disponibile su [www.bis.com](http://www.bis.com), 1998.

<sup>295</sup> Il documento passa innanzitutto in rassegna la pratica in uso tra gli istituti di credito di emettere, per il tramite di proprie controllate – *Special Purpose Vehicles* –, strumenti di raccolta che, seppur riconducibili all'alveo delle *common stocks*, da queste se ne distanziano per la presenza di c.d. *incentive to redeem mechanisms*, ossia complessi di clausole, dalla formulazione più diversa, il cui risultato concreto consiste nell'*incentivare* la banca emittente a provvedere al rimborso delle risorse ottenute. Il documento si concentra su quello che è l'archetipo di un meccanismo di tal fatta, ossia l'interazione tra una *call option* e una c.d. *step-up clause*: quest'ultima infatti, prevedendo meccanismi di revisione automatica – ossia, un incremento – del tasso di remunerazione dello strumento nel caso in cui l'ente non proceda al rimborso entro un dato arco temporale (appunto, la data di esercizio della *call*), di fatto incentiva l'emittente a provvedere al rimborso. Le clausole in oggetto evidentemente agiscono, depotenziandola, sulla stabilità delle risorse così acquisite e dunque, in ultima analisi – e da qui l'interesse del regolatore –, sulla *loss absorption capacity* dell'ente. In effetti il Comitato prenderà esplicitamente posizione solamente su quest'ultimi strumenti, ponendo un limite del 15% alla loro eleggibilità nel *core capital*, ma nulla prevedendo per gli altri strumenti che, seppur non presentando alcuna *incentive to redeem feature*, erano pur sempre “innovativi” e non azionari, aprendo dunque anche da questo punto di vista il campo ad applicazioni divergenti. Per i rilievi in questione cfr. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 30 ss.

<sup>296</sup> Nello specifico il documento subordina l'eleggibilità nel patrimonio di base di tali strumenti finanziari di raccolta alla condizione che quest'ultimi siano: “*issued and fully paid; non-cumulative; able to absorb losses within the bank on a going-concern basis; junior to depositors, general creditors, and subordinated debt of the bank; permanent; neither be secured nor covered by a guarantee of the issuer or related entity or other arrangement that legally or economically enhances the seniority of the claim vis-à-vis bank creditors; and callable at the initiative of the issuer only after a minimum of five years with supervisory approval and under the condition that it will be replaced with capital of same or better quality unless the supervisor determines that the bank has capital that is more than adequate to its risks*”.

Inoltre, si richiede che: “*the main features of such instruments must be easily understood and publicly disclosed; proceeds must be immediately available without limitation to the issuing bank, or if proceeds are immediately and fully available*

Il tema è centrale, soprattutto per alcune delle tesi sostenute nel corso di questo Capitolo, e segnatamente perché parrebbe esser qui di fronte a un germinale approccio<sup>297</sup> di tipo funzionale al tema della selezione dei valori rilevanti per l'aggregato patrimoniale obbligatorio, che “*superata la contrapposizione formale tra capitale di rischio e capitale di credito, tenga conto del contenuto economico dei rapporti di finanziamento posti in essere, valorizzandone, conseguentemente, il ruolo dal punto di vista dell'impresa*”<sup>298</sup>. Detto altrimenti, la tecnica di selezione viene declinata “*secondo una logica più ampia, della stabilità del sistema finanziario. E, in questa specifica prospettiva, fa leva su una nozione di mezzi propri (appunto, il patrimonio di vigilanza) che [...] prescinde da quella civilistica, sulla quale è imperniata l'organizzazione del patrimonio (netto) nelle società per azioni di diritto comune, includendo elementi che non sono in essa compresi e, dal lato opposto, escludendone altri che, invece, ne fanno parte*”<sup>299</sup>.

Eppure, da più parti si è sottolineato<sup>300</sup> come la formulazione testuale adottata dal comunicato risultasse a-technica e confusa, la qual cosa permise nei fatti alle banche – in misura diversificata da ordinamento ad ordinamento e in funzione del concreto recepimento dell'Accordo – di eleggere nel *core capital* anche strumenti che non garantivano un pieno assorbimento delle perdite di gestione. Si avrà modo di tornare sull'argomento, se non altro perché proprio tali pratiche, motivate da esigenze di minimizzazione dei costi del finanziamento “obbligatorio” da mezzi propri grazie a, e attraverso una, raccolta di risorse meno onerose del capitale *genuinamente azionario*, comportarono un generale abbassamento della *qualità* dell'aggregato patrimoniale primario delle banche (e per l'effetto l'assunzione di maggiori rischi, stante la possibilità di far loro fronte con risorse di qualità inferiore). Le conseguenze di tali pratiche sulla stabilità del sistema finanziario emergeranno solamente durante la crisi finanziaria globale.

Ma è con riguardo al punto *sub (ii)* di cui sopra che lo schema di Basilea II si è fatto portatore di importanti novità le quali, seppur esulano dal campo di indagine della ricerca, necessitano menzione. Così, soprattutto per rispondere alle esigenze e alle richieste dell'industria di predisporre un sistema di ponderazione degli attivi che riflettesse in maniera più accurata i rischi bancari, l'Accordo del 2004

---

*only to the issuing SPV, they must be made available to the bank (e.g. through conversion into a direct issuance of the bank that is of higher quality or of the same quality at the same terms) at a predetermined trigger point, well before serious deterioration in the bank's financial position; the bank must have discretion over the amount and timing of distributions, subject only to prior waiver of distributions on the bank's common stock and banks must have full access to waived payments; and distributions can only be paid out of distributable items; where distributions are pre-set they may not be reset based on the credit standing of the issuer”.*

<sup>297</sup> Un primo passo in questa direzione, si è visto, era già rinvenibile nell'architettura di Basilea I. V. *supra*, nt. 259 oltre che il Paragrafo 2.1.

<sup>298</sup> D. LA LICATA, *La struttura finanziaria*, op.cit., 67.

<sup>299</sup> D. LA LICATA, *La struttura finanziaria*, op.cit., 106 s. Dà conto della svolta metodologica anche C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, op.cit., 31.

<sup>300</sup> Cfr. A. BAGLIONI, *La rete bucata*, op.cit., 34, e C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, op.cit., 36.

introduceva due diverse metodologie per il calcolo del rischio di credito e del relativo coefficiente di ponderazione da applicarsi agli impieghi: un primo metodo definito “standard” (c.d. *standardized approach*), in cui le istituzioni, dopo aver diviso in differenti classi – a seconda della natura del soggetto finanziato – i propri impieghi, adoperavano i giudizi – *esterni* – assegnati ai debitori dalle agenzie di *rating* (c.d. *External Credit Assessment Institution*) per la definizione dei *risk-weights*<sup>301</sup>, e un secondo metodo, definito “interno” (c.d. *Internal Rating Based – IRB*), che utilizzava e assegnava alle controparti i *ratings* ottenuti tramite modelli di valutazione sviluppati internamente dalle banche e sottoposti all’approvazione delle Autorità di vigilanza<sup>302</sup>.

Al di là delle tecniche dei modelli in esame<sup>303</sup>, qui giova sottolineare come proprio la lacunosa disciplina dei metodi interni ha avuto un ruolo centrale nell’eziologia della crisi finanziaria dello scorso decennio. Infatti il sistema di ponderazione delle esposizioni così disciplinato, benché basato sulla garanzia di una misurazione del rischio più granulare e dunque di una quantificazione del capitale di copertura più sensibile ai rischi, permetteva a quelle banche che potevano permettersi di adottare questi modelli di raggiungere livelli di leva molto elevati – seppur rispettando formalmente il requisito di patrimonializzazione richiesto – e ciò sfruttando – se non manipolando – i margini esistenti nel calcolo dei pesi, ottenendo così una riduzione<sup>304</sup> del valore complessivo di RWAs<sup>305</sup> (a

---

<sup>301</sup> Lo *standardized approach* permetteva di assegnare pesi fino ad un massimo del 150% del valore dell’esposizione considerata (evidentemente un peso del genere – che obbliga a computare per 150 Unità nel calcolo del RWA un prestito il cui valore facciale sia eguale a 100 Unità – è assegnato a debitori che fronteggiano un rischio di insolvenza particolarmente elevato). Alle esposizioni c.d. *unrated* (i.e., quelle per cui non risultavano disponibili *ratings* prodotti dalle agenzie) era assegnato un *risk weight* di *default* pari al 100% del valore dell’esposizione.

<sup>302</sup> In particolare, i modelli in questione “sono modelli statistici sofisticati, che utilizzano i dati a disposizione della banca per stimare i parametri necessari a calcolare il peso da attribuire a ogni debitore” – così A. BAGLIONI, *La rete bucata*, op.cit., 33. A rigor del vero, il metodo IRB (§211 dell’Accordo di Basilea II) si differenziava a sua volta in due alternative: (a) una prima, definita “avanzata”, in cui la banca stimava internamente tutti i fattori rilevanti per arrivare alla definizione del peso (i parametri in questione erano quattro, e nello specifico la (i) *probability of default* – anche “PD”, ossia la probabilità di *default* del cliente –; (ii) *loss given default* – anche “LGD”, che individuava la percentuale del prestito che sarebbe andata persa, al netto dei recuperi, in caso di inadempimento del finanziato –; (iii) *exposure at default* – anche “EAD”, che misurava l’importo effettivamente da restituire e che non sarebbe più potuto essere pagato al momento dell’insolvenza – e (iv) la vita residua del prestito – anche *life-to-maturity*) e (b) una seconda, definita “base”, in cui la banca calcolava solo uno di questi quattro fattori (la *probability of default*) e si affidava per i restanti ai valori assegnati dalla autorità di vigilanza.

<sup>303</sup> Per cui v. F. FORTUNA, *Effetti di Basilea 2 sull’economia di banche e imprese*, Milano, 2005, 89 ss.; F. METELLI, *Basilea 2. Che cosa cambia*, Milano, 2003, 50 ss., e CANNATA-S. CASELLINA-G. GUIDI, *Inside the labyrinth of Basel risk-weighted assets: how not to get lost*, in *Banca d’Italia. Questioni di Economia e Finanza (occasional papers)*, 2012, 9 ss.

<sup>304</sup> A riguardo, un significativo studio della Banca d’Italia su un campione di ventiquattro banche europee mostrava come quelle che maggiormente ricorrevano ai modelli interni riuscissero ad abbassare significativamente il livello dei loro attivi ponderati per il rischio. V. F. CANNATA-S. CASELLINA-G. GUIDI, *Inside the labyrinth*, op.cit., 9 ss.

<sup>305</sup> A riguardo v. A. BAGLIONI, *La rete bucata*, op.cit., 34 s. e 37 ss. In effetti, è proprio in risposta alle possibili decettività dei metodi in questione che acquista razionalità la previsione di un *leverage ratio* che, riportando gli elementi di fondi propri al *face value* degli attivi, sterilizzi i pericoli derivanti da una sottovalutazione dei rischi. Si avrà modo di tornare sul requisito di leva in sede di commento di Basilea III. Sul tema dei limiti dei modelli interni nella disciplina qui analizzata v. in luogo di molti, F. CANNATA-S. CASELLINA-G. GUIDI, *Inside the labyrinth*, op.cit., 1 ss., e V. LE LESLÈ -S. AVRAMOVA, *Revisiting Risk-Weighted Assets*, op.cit., 1 ss. Ma *contra*, per una recente rivalutazione dei benefici derivanti da un utilizzo dei modelli in questione, in termini di garanzia di una maggiore sensibilità del capitale accantonato a fronte della rischiosità degli impieghi, cfr. A. RESTI, *Banks’ internal rating models*, op.cit., 8 ss.

parità di attivo non ponderato per il rischio). Le regole di Basilea II inoltre prevedevano ponderazioni molto più rigide e conservative per il rischio di credito rispetto ai rischi connessi alle attività di *trading* proprietario con il risultato che le banche, al fine di risparmiare capitale di assorbimento e ottenere più alti ritorni, erano incentivate a privilegiare gli investimenti finanziari (in particolare, strumenti di cartolarizzazione e ri-cartolarizzazione) a discapito della tradizionale concessione di credito alla clientela<sup>306</sup>. Si è già avuto modo di appurare come proprio questa tendenza degli intermediari a modificare la struttura dei propri attivi – operativamente, per il tramite di veicoli *ad hoc* costituiti – sia stata una delle principali determinanti della crisi finanziaria (v. nel Primo Capitolo il Paragrafo 3).

Infine, e concludendo questa breve rassegna sullo schema di Basilea II, importanti novità venivano introdotte anche sul versante e del coefficiente di patrimonializzazione minimo e dei rischi deputato a coprire: infatti, se da un lato si imponeva agli enti di detenere una provvista minima di mezzi propri idonea a coprire le perdite inattese non solo a fronte del rischio di credito e di mercato, ma anche del rischio c.d. *operativo*<sup>307</sup>, dall'altro al rispetto del requisito patrimoniale dell'8% fissato dalla normativa, generale e dunque omogeneo per tutti gli enti creditizi (c.d. requisito di Primo Pilastro, o *Pillar One Requirement*), se ne aggiungeva un secondo, eventuale e “bank-specific” (c.d. requisito di Secondo Pilastro, o *Pillar Two Requirement*) disposto dalla competente autorità di vigilanza a fronte dei rischi a cui la banca risultasse *concretamente* esposta ma non adeguatamente coperta, vuoi perché ad esempio si trattava di rischi *diversi* rispetto quelli presidiati dal requisito patrimoniale minimo di Primo Pilastro<sup>308</sup>.

---

<sup>306</sup> Sul tema dei divari nei metodi per la determinazione dei rischi di credito rispetto ai metodi sottostanti la stima dei rischi di *trading* nella regolamentazione di Basilea II, che a loro volta hanno incentivato gli intermediari commerciali classici a dirigersi verso attività di *investment banking* v. V. CALANDRA BUONAURA, *L'attività degli intermediari finanziari*, *op.cit.*, 5.

<sup>307</sup> Per una definizione del medesimo v. BCBS, *Basel II*, *op.cit.*, § 644, per cui “*operational risk is defined as the risk of loss resulting from inadequate or failed internal processes, people and systems or from external events. This definition includes legal risk but excludes strategic and reputational risk*”.

<sup>308</sup> Alla base del requisito di Secondo Pilastro vi è l'idea che il modello di *business* bancario sia strutturalmente complesso e soggetto a un'eterogeneità di rischi, sicché la prima linea di difesa per individuare, quantificare e gestire quest'ultimi dovrebbe essere dispiegata dall'intermediario medesimo. A ciò fa seguito la convinzione per cui il coefficiente minimo di patrimonializzazione, in virtù della portata generale delle previsioni di Primo Pilastro, possa non garantire un'effettiva adeguatezza patrimoniale dell'ente, donde la necessità di fronteggiare con misure addizionali quei rischi non interamente coperti inerenti l'attività concretamente svolta dall'ente. Così, a titolo esemplificativo si pensi ai rischi di: (i) concentrazione e di liquidità (ai tempi non coperti da una legislazione *ad hoc*); (ii) tasso di interesse sul portafoglio bancario; (iii) reputazione e strategico e al (iv) rischio sovrano (a fronte del quale storicamente la normativa di Primo Pilastro non ha mai richiesto accantonamenti patrimoniali, considerando le *sovereign exposures* come impieghi *risk-free*). In effetti, è alla luce di questi rilievi che si spiega la tradizionale aspettativa delle autorità di vigilanza circa la necessità che gli intermediari operino *naturaliter* con livelli di capitalizzazione superiori a quelli minimi (e cfr. l'Annex 3 del testo di Basilea II, laddove al § 3 si legge che “*Supervisors treat the regulatory capital requirements set out in the Accord as minima and expect banks to hold capital in excess of these regulatory minima, as appropriate for their levels of risk exposure*”).

A tali fini, e in estrema sintesi, si poneva in capo agli enti l'obbligo di effettuare con periodicità una autonoma autovalutazione aziendale del grado di adeguatezza patrimoniale attuale e prospettica, tramite una procedura (denominata ICAAP, *Internal Capital Adequacy Assessment Process*) volta all'individuazione dei sopra menzionati rischi rilevanti.

Infine, a complemento degli obblighi così definiti, si poneva in capo agli enti un obbligo di *disclosure* al mercato di informazioni concernenti il grado di patrimonializzazione e di rischiosità degli attivi (c.d. requisito di Terzo Pilastro, o *Pillar Three Requirement*), le quali, in una prospettiva di *market discipline*, avrebbero dovuto permettere ai partecipanti al mercato di valutare l'adeguatezza patrimoniale degli istituti e "prezzarla" concordemente<sup>309</sup>.

2.4. *Processo di trasposizione nella legislazione europea dell'Accordo di Basilea II. La Direttiva 2009/111/CE e le Guidelines del CEBS: approccio funzionale all'individuazione delle caratteristiche qualitative degli elementi di fondi propri ed espansione del perimetro del patrimonio di vigilanza.*

Nel precedente Paragrafo si è dato conto di una sostanziale anemia a livello internazionale (in particolare nelle posizioni assunte dal *Sydney Press Release*) in punto di dettagliata definizione dei criteri rilevanti per il computo dei strumenti *ibridi* (*rectius*, "innovativi", nelle parole del Comitato) nel *core capital* bancario. Tale constatazione risulta trasponibile anche al processo di recepimento europeo dell'accordo di Basilea II, come confermato da alcune indagini empiriche svolte dal CEBS<sup>310</sup> le quali, riscontrato il crescente ricorso<sup>311</sup> degli intermediari bancari europei alla raccolta tramite

---

L'esito di questo esercizio doveva essere dunque comunicato all'autorità di vigilanza la quale a sua volta, all'esito di una procedura (denominata SREP, *Supervisory Review and Evaluation Process*) volta a valutare il profilo di rischio della banca, il sistema di governo aziendale e dei controlli interni, nonché l'osservanza delle regole prudenziali, poteva richiedere l'adozione di misure correttive di carattere patrimoniale (appunto, il requisito di Secondo Pilastro). In tal senso, v. BCBS, *Basel II, op.cit.*, § 10, per cui: "The second pillar of the capital adequacy framework, the supervisory review of capital adequacy, will seek to ensure that a bank's capital position is consistent with its overall risk profile and strategy and, as such, will encourage early supervisory intervention. Supervisors should have the ability to require banks to hold capital in excess of minimum regulatory capital ratios [...]. Furthermore, the new framework stresses the importance of bank management developing an internal capital assessment process and setting targets for capital that are commensurate with the bank's particular risk profile and control environment. This internal process would then be subject to supervisory review and intervention, where appropriate".

Con riguardo al Secondo Pilastro della vigilanza predisposto dallo schema di Basilea II, v. nella letteratura M. LUBERTI, *Secondo e Terzo Pilastro, op.cit.*, 259 ss.; C. COSTA, *Le regole di Basilea II, op.cit.*, 213 ss.; G. GIANNELLI, *Gli accordi di Basilea 2, op.cit.*, 230 ss.; R. COSTI, *L'ordinamento, op.cit.*, 581, e, analizzandone alcune criticità, M. BEVILACQUA-F. CANNATA-S. CARDARELLI-R. CRISTIANO-S. GALLINA-M. PETRONZI, *The evolution of the Pillar 2 framework for banks: some thoughts after the financial crisis*, in *Banca d'Italia – Questioni di Economia e Finanza. Occasional Paper No 494*, 2019, 1 ss., e E. MONTANARO-M. TONVERONACHI, *Il secondo pilastro di Basilea 2. Prove di stress per le banche o per la vigilanza?*, in *Banca impresa soc.*, 2009, 73 ss.

<sup>309</sup> Per alcune considerazioni critiche sulla capacità della disciplina di mercato di porre effettivi presidi avverso i rischi di instabilità v. E. MONTANARO-M. TONVERONACHI, *Il secondo pilastro, op.cit.*, 87 s.

<sup>310</sup> Il CEBS (*Committee of European Banking Supervisors*) era un organismo istituito dalla Commissione Europea con Decisione 2004/5/CE, composto da rappresentanti della BCE e delle autorità competenti in tema di vigilanza bancaria dei Paesi membri. Esso possedeva compiti di supporto e coordinamento in punto di svolgimento dell'attività di vigilanza tra dette autorità. Il CEBS è stato attivo fino al 31 dicembre 2010, sostituito successivamente dall'*European Banking Authority*.

<sup>311</sup> V. CEBS, *Report on a quantitative analysis of the characteristics of hybrids in the European Economic Area (EEA)*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2007, § 21, e più nello specifico ID, *Proposal, op.cit.*, § 2, dove si rileva come, al 31 dicembre 2006, il totale degli strumenti ibridi emessi nel territorio europeo (in particolare, nei 27 paesi membri del CEBS e nei 3 paesi membri dell'Area Economica Europea) si attestava all'11.5% del totale degli elementi di fondi propri emessi.

strumenti ibridi<sup>312</sup> ai fini del soddisfacimento dei requisiti di capitalizzazione obbligatoria, sottolineavano “*the absence of an EU-wide legal text*”<sup>313</sup> circa il trattamento legislativo dei medesimi<sup>314</sup>.

Così, constatata la vaghezza delle indicazioni ricavabili dalla Direttiva 2006/48/CE<sup>315</sup> (seppur qui deve significativamente essere sottolineato il testo dell’art. 63<sup>316</sup> il quale, nel consentire agli Stati membri il riconoscimento tra i fondi propri – supplementari – di “*altri elementi*”, aveva cura di sottolineare come questi potessero essere conteggiati “*indipendentemente dalla loro definizione*”

---

<sup>312</sup> Si è già potuta constatare l’equivocità tecnico-giuridica del termine “ibrido” *supra*, in nt. 263, a cui dunque si rimanda. Si fa qui notare, a titolo chiarificatorio, che il termine “strumento ibrido” (anche *hybrid tier 1*) utilizzato nel *Report* del CEBS corrisponde al concetto di “strumento innovativo” utilizzato e introdotto dal *Sydney Press Release*.

<sup>313</sup> V. CEBS, *Report, op.cit.*, § 23. Nella letteratura, per medesime osservazioni v. E. CUSA, *Gli strumenti ibridi, op.cit.*, 83, e C. BALTALI-J. TANEGA, *Basel III, op.cit.*, 44.

<sup>314</sup> V. CEBS, *Report, op.cit.*, § 23 (nt. 5).

<sup>315</sup> Direttiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2006 relativa all’accesso all’attività degli enti creditizi ed al suo esercizio.

La Direttiva in questione, seppur relativa all’accesso all’attività degli enti creditizi ed al suo esercizio, disciplinava anche la materia dei fondi propri (oltre ai sistemi di vigilanza prudenziale ed ai requisiti di capitalizzazione iniziale) e in effetti non forniva alcuna definizione né criteri per l’eleggibilità di strumenti “ibridi” ovvero “innovativi” nel *core capital* (in maniera in realtà coerente con l’atecnicità e vaghezza del *Sydney Press Release*).

La Direttiva, similmente a posizioni già assunte nel passato, distingueva gli elementi di fondi propri tra quelli ammessi a esser computati nel patrimonio di base e quelli eleggibili nei fondi propri supplementari (aggregato quest’ultimo che non poteva superare, *ex art.* 66, il 50% del livello del patrimonio di base). La nozione di fondi propri includeva (i) il capitale ai sensi dell’articolo 22 della Direttiva 86/635/CEE se versato, nonché il sovrapprezzo di emissione, escluse le azioni privilegiate cumulative (art. 57, lett. a); (ii) le riserve ai sensi dell’articolo 23 della Direttiva 86/635/CEE, nonché gli utili portati a nuovo per destinazione del risultato finale d’esercizio (art. 57, lett. b); (iii) il fondo per i rischi bancari generali ai sensi dell’articolo 38 della Direttiva 86/635/CEE (art. 57, lett. c); (iv) le riserve di rivalutazione ai sensi dell’articolo 33 della Direttiva 78/660/CEE (art. 57, lett. d) e (v) le rettifiche di valore ai sensi dell’articolo 37, paragrafo 2, della Direttiva 86/635/CEE (art. 57, lett. e). Nei fondi propri rientravano anche gli “altri elementi”, per cui v. subito nella prossima nota, e infine le obbligazioni irredimibili e gli strumenti che rispettavano i criteri di cui all’art. 63, paragrafo 2 (criteri sostanzialmente volti a garantire un certo grado di stabilità e capacità di ripianamento delle perdite di risorse acquisite a titolo di debito).

Ai fondi propri così composti venivano applicate apposite deduzioni (art. 57, lett. l e m, tra le quali vale qui sottolineare l’ammontare delle azioni proprie; i beni immateriali e le partecipazioni in altri enti creditizi e finanziari).

Ai sensi dell’art. 75 poi, gli enti creditizi dovevano disporre in maniera continuativa di fondi propri per un ammontare pari o superiori alla somma dei requisiti patrimoniali dettati in tema, in particolare, di rischio di credito, rischio di mercato e rischio di cambio. Rispetto al rischio di credito (a cui era accomunato il “rischio di diluizione relativo a tutte le attività”), si richiedeva la detenzione di un ammontare di fondi propri pari all’8% dell’ammontare delle esposizioni ponderate per il relativo rischio. I requisiti patrimoniali a fronte degli altri rischi (alcuni dei quali erano definiti nella Direttiva 2006/49/CE) trovavano definizione sulla base di metodi di calcolo e opzioni definiti dai corrispondenti testi legislativi.

Infine, e conformemente allo schema di Basilea II in tema di requisiti di Secondo Pilastro (per cui v. nt. 308), la Direttiva dettava negli allegati V e XI un elenco tassativo di quei rischi, ulteriori rispetto a quelli coperti dal requisito di Primo Pilastro, che le autorità competenti dovevano considerare nella revisione dell’ICAAP (così, *ex multibus*, rischio di (i) concentrazione; (ii) liquidità; (iii) tasso di interesse del *banking book* e (iv) cartolarizzazione) e nella conseguente determinazione e stima fatta dalle banche del proprio fabbisogno di capitale. Conformemente, l’art. 136 prevedeva un elenco di misure c.d. correttive dispiegabili dalle autorità a fronte di violazioni del mantenimento o ripristino della dotazione patrimoniale imposta (quali restrizioni al pagamento di dividendi o la richiesta di approntate e attuare un piano di reintegro patrimoniale).

Per una puntuale analisi della Direttiva in esame, v. V. BEVIVINO, *Capitale e struttura finanziaria, op.cit.*, 123 ss.

<sup>316</sup> Per cui “*La nozione di fondi propri utilizzata da uno Stato membro può comprendere altri elementi purché, indipendentemente dalla loro definizione di legge o contabile, presentino le seguenti caratteristiche: a) siano a libera disposizione dell’ente creditizio per far fronte ai normali rischi dell’attività bancaria, quando le perdite o le minusvalenze non sono state ancora identificate; b) la loro esistenza risulti dalla contabilità interna; c) il loro importo sia fissato dalla direzione dell’ente creditizio, verificato da revisori indipendenti, comunicato alle autorità competenti e posto sotto la vigilanza di queste ultime*”.

*legale e contabile*”, purché conformi alle caratteristiche ivi indicate, e faceva così proprio quell’approccio *funzionale* alla *perimetrazione* del patrimonio di vigilanza su cui già si è insistito nelle precedenti pagine<sup>317</sup>), e per far fronte ai contrasti ermeneutici che, nelle singole giurisdizioni comunitarie, da tale vaghezza derivavano, venne emanata la Direttiva 2009/111/CE (c.d. “CRDII”)<sup>318</sup>.

La CRDII modificava, tra le altre cose, la Direttiva 2006/48/CE con riguardo alla materia dei fondi propri e, per ciò che qui interessa, si preoccupava di dettare una analitica disciplina circa caratteristiche e requisiti di computabilità degli strumenti di raccolta nel patrimonio di base, volta in particolare all’armonizzazione dei *tier 1 hybrids*.

Nello specifico, il testo della CRDII introduceva, in seno alla Direttiva 2006/48/CE, la distinzione tra (i) strumenti di cui al nuovo art. 57, lett. a), pienamente conteggiabili nel *core capital*<sup>319</sup> in quanto fondi di base, e (ii) strumenti di cui al nuovo art. 57, lett. c-bis), ossia gli strumenti – ibridi – per i

---

<sup>317</sup> Cfr. D. LA LICATA, *La struttura finanziaria*, *op.cit.*, 114, per le medesime constatazioni sul testo dell’art. 63 Direttiva 2006/48/CE.

<sup>318</sup> Punto di partenza del momento riformatore è la proposta di riforma della Direttiva 2006/48/CE del CEBS, *Proposal*, *op.cit.*

<sup>319</sup> Le caratteristiche che il rapporto sottostante gli strumenti di raccolta doveva rispettare ai fini del computo nel patrimonio di vigilanza di base erano perfettamente compendiate nel Considerando 4 della CRDII, per cui: “*I fondi propri di base di cui all’articolo 57, lettera a), della direttiva 2006/48/CE dovrebbero includere tutti gli strumenti che siano considerati dalla legge nazionale come capitale proprio, abbiano rango pari alle azioni ordinarie in caso di liquidazione e assorbano pienamente le perdite in situazioni normali al pari delle azioni ordinarie. Dovrebbe essere possibile per questi strumenti includere strumenti che conferiscono diritti di prelazione nel pagamento dei dividendi su base non cumulativa, purché siano contemplati dall’articolo 22 della direttiva 86/635/CEE [...] abbiano rango pari alle azioni ordinarie in caso di liquidazione e assorbano pienamente le perdite in situazioni normali al pari delle azioni ordinarie. [...] Gli strumenti che non hanno rango pari alle azioni ordinarie in caso di liquidazione o non assorbono le perdite in situazioni normali al pari delle azioni ordinarie dovrebbero rientrare nella categoria degli strumenti ibridi di cui all’articolo 57, lettera c bis), della direttiva 2006/48/CE*”.



quali si specificavano requisiti<sup>320</sup> e limiti di computazione nel *core capital*<sup>321</sup>. La normativa comunitaria lasciava sostanzialmente immutata, rispetto alle originarie posizioni di Basilea I e alla Direttiva 89/299/CEE, la composizione del *supplementary capital*<sup>322</sup>.

Al di là di una dettagliata esegesi del trattamento prudenziale degli strumenti in esame, appare qui opportuno soffermarsi sull'opera ermeneutica che il CEBS svolse in punto di precisazione e specificazione dei criteri per l'eleggibilità degli strumenti *ex art. 57, lett. a) e c-bis)* nel patrimonio di vigilanza. Quest'ultimo infatti, demandato del compito di formulare “*orientamenti in materia di convergenza delle prassi di vigilanza*”<sup>323</sup>, pubblicava due *guidelines*, i cui contenuti dovevano a loro volta essere obbligatoriamente trasposti negli ordinamenti nazionali<sup>324</sup>:

(i) Con le *Implementation Guidelines regarding Instruments referred to in Article 57(a) of Directive 2006/48/EC recast*, il CEBS organizzava attorno quattro poli distinti i criteri in base ai quali valutare, ai fini della libera eleggibilità nel *core capital ex art. 57, lett. a)*, la regolamentazione del rapporto sottostante gli strumenti finanziari emessi dall'ente. Tali criteri, che risulteranno rilevanti anche successivamente in sede di analisi della regolamentazione vigente, toccavano profili concernenti (a)

---

<sup>320</sup> I requisiti che tali strumenti dovevano soddisfare ai fini dell'inclusione nel patrimonio di vigilanza erano elencati nei novellati articoli 63, paragrafo 2, lettere a), c), d) ed e), e 63 bis CRDII.

Sinteticamente e soffermandosi sulle caratteristiche di maggior rilievo, tali strumenti (i) dovevano essere perpetui o avere una scadenza iniziale di almeno trent'anni; (ii) potevano includere una o più opzioni di riacquisto ma unicamente a discrezione dell'emittente, e non potevano essere riscattati prima di cinque anni dalla data di emissione; (iii) in caso prevedessero incentivi al riscatto per l'ente, e lo strumento fosse privo di una scadenza determinata, tali incentivi non potevano attivarsi e operare prima di dieci anni dalla data di emissione (nel caso di strumenti a scadenza determinata, l'incentivo al riscatto non era consentito se non alla data di scadenza); (iv) potevano essere riacquistati o riscattati soltanto subordinatamente all'autorizzazione delle autorità competenti e a condizione che né le condizioni finanziarie né la solvibilità dell'ente creditizio ne risentissero e (v) dovevano prevedere la facoltà, in capo all'ente emittente, di cancellare il pagamento degli interessi o dei dividendi.

Inoltre, in merito a tali strumenti le autorità competenti potevano (vi) richiedere che venissero sostituiti con strumenti di qualità superiore o equivalente; (vii) imporre la sospensione del riscatto, laddove l'ente non avesse rispettato le condizioni sui fondi propri ovvero mostrasse una situazione finanziaria instabile e (viii) imporre la cancellazione dei pagamenti, sulla base della situazione finanziaria e della solvibilità dell'ente.

Infine, si richiedeva che (ix) le disposizioni che disciplinavano lo strumento prevedessero che il capitale versato dai sottoscrittori e gli interessi maturati e non ancora pagati potessero essere utilizzati per assorbire le perdite e, comunque, non ostacolassero la ricapitalizzazione dell'ente e che (x) in caso di fallimento o di liquidazione dell'intermediario, gli strumenti avessero una priorità concorsuale inferiore agli elementi di cui all'articolo 63, paragrafo 2 (ossia, le obbligazioni subordinate e gli altri strumenti ammessi nel capitale supplementare). Detto altrimenti, tali strumenti dovevano incorporare un credito pienamente subordinato a quello di tutti gli altri creditori dell'emittente (inclusi i subordinati), esclusi i possessori di strumenti di cui all'art. 57, lett. a), Direttiva 2006/48/CE,

<sup>321</sup> Gli importi raccolti dai sottoscrittori degli strumenti ibridi *ex art. 57, lett. c-bis)* CRDII potevano costituire non più del 50% del *core capital*. Tuttavia, la Direttiva disponeva quote di eleggibilità minori e progressivamente più basse all'allontanarsi degli strumenti dal modello di cui alla lettera *c-bis)* e dalle caratteristiche ivi descritte e richieste (a riguardo, v. art. 66, paragrafo 1 bis, lettere da a) a d)).

<sup>322</sup> V. artt. 63 e 64, paragrafo 3, Direttiva 2006/48/CE. Così, con riferimento alla normativa internazionale, in questa categoria rientravano i già menzionati *hybrid equity/debt capital instruments* e il debito subordinato; con riferimento alla precedente Direttiva 89/299/CEE, rientravano gli elementi già individuati *supra*, in nt. 284 e nel testo.

<sup>323</sup> Ai sensi dell'art. 63 bis, paragrafo 6, della CRDII, “*Il comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria formula orientamenti in materia di convergenza delle prassi di vigilanza con riguardo agli strumenti di cui al paragrafo 1 del presente articolo [i.e., gli strumenti ibridi] e all'articolo 57, lettera a), e ne sorveglia l'applicazione*”.

<sup>324</sup> Così v. CEBS, *Implementation Guidelines regarding Instruments referred to in Article 57(a) of Directive 2006/48/EC recast*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2010, § 29, e ID, *Implementation Guidelines for Hybrid Capital Instruments*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2009, § 43.



l'effettività e il *titolo* delle risorse acquisite<sup>325</sup> (ma rispetto al titolo della raccolta si vedano le considerazioni *infra* nel testo e alla nota 330); (b) la stabilità (c.d. *permanence*) della provvista raccolta nell'aggregato patrimoniale<sup>326</sup>; (c) il grado di flessibilità nella remunerazione dello strumento<sup>327</sup> (c.d. *flexibility of payment*) e (d) la capacità di assorbimento delle perdite sia in situazione di continuità aziendale che di liquidazione dell'ente<sup>328</sup> (c.d. *loss absorption on a going concern as well as gone concern scenario*).

Al di là della stratificazione delle fonti normative a cui si assistette (e della caoticità della legislazione in materia), vi è che anche gli Orientamenti del CEBS confermavano una tendenza già sottolineata in queste pagine: l'emersione, nella complessiva regolamentazione della dotazione patrimoniale

---

<sup>325</sup> Tre i criteri da soddisfare attinenti al titolo ed effettività delle risorse acquisite, e segnatamente (§§ 7 – 8 – 9 delle *guidelines*): “7. *Subscription to the capital instrument shall make the investor a shareholder or other proprietor, or give the investor a deemed equivalent affiliation under national law. The instrument must also be recognized as equity under the relevant accounting standards and insolvency law. The definition of shareholders or other proprietors is determined by the national legal structure of the institution. (Criterion 1)*;

8. *Capital instruments must be fully paid. When the issuer has provided financing to the shareholder or other proprietor to facilitate the subscription of capital, either directly or indirectly, the instrument cannot be considered as capital for regulatory purposes. The instrument shall ensure an effective permanent supply of capital. (Criterion 2)*; e

9. *To be eligible, capital instruments shall be directly issued. (Criterion 3)*”.

<sup>326</sup> Due i criteri da soddisfare attinenti alla stabilità delle risorse acquisite, e segnatamente (§§ 10 – 11 – 12): “10. *The capital instrument is perpetual and no terms shall enable redemption by the issuer outside liquidation (setting aside discretionary repurchases or other means of effectively reducing capital in a discretionary manner that is allowable under national law). The holder shall not be in a position to require redemption. (Criterion 4)*;

11. *When there is a right under the law for the holders of shares to return their shares to the issuing institution (in particular as regards cooperative and mutual banks or similar institutions), this right is not considered as a put option under these guidelines. This is under the condition that such a redemption is subject to an approval process which provides the institution with the option of rejecting the holder's request, specifically with attention to the prudential situation of the institution. 12. Neither the contract nor marketing conditions shall provide any expectation that the capital instrument will be bought-back or redeemed. Buy-backs or redemptions are subject to prior approval by the competent authorities. (Criterion 5)*”.

<sup>327</sup> Due i criteri da soddisfare attinenti la flessibilità nei pagamenti ai detentori degli strumenti emessi, e segnatamente (§§ 13 – 14 – 15): “13. *There is no right for the holders of capital instruments to claim distribution. Non-payment must not trigger the insolvency of the institution. (Criterion 6)*

14. *Payments of dividends are paid out of distributable items and are not cumulative. The level of distribution is not in any way tied or linked to the amount paid in at issuance. (Criterion 7)*; 15. *There shall be no pre-indication of the amount that could be paid because it can be viewed by the market as an obligation to pay this amount, which reduces the flexibility of payments. A fixed amount or a cap is not acceptable. There is an exception for non joint-stock companies for which the existence of a legal or statutory cap on payments is acceptable*”.

<sup>328</sup> Tre i criteri da soddisfare attinenti il grado di assorbimento delle perdite degli strumenti emessi, e segnatamente (§§ 16 – 17 – 18): “16. *Capital instruments take the first and proportional shares of any losses pari passu with other capital instruments referred to in Article 57(a). Concerning cooperative and mutual banks or similar institutions, depending on the national law, the shareholder may have a limited access to the reserves since, in the case of redemption or liquidation, he receives only the amount paid for the shares. In other words, the shareholder gives up (some of) his rights to the reserves. The fact that the shareholder has limited access to the reserves does not necessarily mean that he does not share the first losses. This is under the condition that the reserves are not owned by some of the shareholders and not all, and that the limitations relating to the access to reserves are applicable pari passu to all instruments eligible under Article 57(a), so that it does not create privileges. (Criterion 8)*;

17. *Capital instruments must be pari passu amongst themselves and have the most subordinated claim in liquidation. They are entitled to a claim on the residual assets that is proportional to their share of capital and not to a fixed claim for the nominal amount. Concerning cooperative and mutual banks or similar institutions, a cap on the amount paid is acceptable if it is applicable to all instruments eligible under Article 57(a), so that it does not create privileges. (Criterion 9)*;

18. *Capital instruments must not be provided with guarantees, pledges or other credit enhancements that legally or economically enhance their seniority. (Criterion 10)*”.

bancaria, di una prospettiva attenta alla *sostanza economica* della disciplina delle risorse acquisite (in questo senso, ben compendiata dai dieci criteri delle *Guidelines* del CEBS<sup>329</sup>) e che fa allora scivolare in secondo piano le qualifiche *formali*<sup>330</sup> dello strumento (approccio evidentemente figlio delle disposizioni rinvenibili nella legislazione di rango primario)<sup>331</sup>.

(ii) Anche con il secondo documento – *Implementation Guidelines for Hybrid Capital Instruments* – il CEBS mirava a fornire criteri ermeneutici in merito alla classificazione e valutazione degli strumenti ibridi di cui all’art. 57, lett. c-bis e 63-bis CRDII e, in maniera analoga con quanto fatto per le *guidelines* passate in rassegna *sub (i)*, compendia e ricostruisce lungo le medesime direttrici le caratteristiche essenziali di tali strumenti – eccezion fatta per i criteri che disciplinano il titolo della raccolta, su cui già a livello di legislazione primaria non vi era specificazione –, ossia: (a) stabilità delle risorse raccolte; (b) termini e modalità della remunerazione e (c) profili di ripianamento delle perdite<sup>332</sup>.

---

<sup>329</sup> Ulteriori conferme in tal senso parrebbero desumersi, sempre dalle *Guidelines* del CEBS, laddove esplicitamente si fa riferimento alla fattispecie “ordinary shares” come *benchmark* per la valutazione di altri strumenti da riconoscere nell’aggregato regolamentare. In tal senso v. § il 33, per cui “CEBS considers [...] that ordinary shares should be included in capital under Article 57 (a) and should be the benchmark for assessing the features of other instruments issued by joint-stock companies that may be included under Article 57(a)”.

A riguardo, in letteratura si è detto come “i caratteri tipici dell’azione, quali irredimibilità e capacità di assorbire le perdite, divengono il metro di riferimento dell’apporto a titolo di capitale” – così C. BRESCIA MORRA, *Strumenti finanziari innovativi*, op.cit., 449. In maniera analoga sembra porsi C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, op.cit., 41, per cui: “In sostanza secondo quanto stabilito dal CEBS, la possibilità di conteggiare liberamente nel core capital le risorse raccolte mediante l’emissione di titoli è da ritenersi subordinata alla sostanziale equiparabilità degli stessi, ai fini dell’assolvimento della funzione di patrimonializzazione, alle azioni ordinarie: in altri termini, le caratteristiche di queste ultime sono assunte quale punto di riferimento nella individuazione dei requisiti minimi che devono in ogni caso caratterizzare gli strumenti finanziari ex art. 57, lett.a, della Direttiva 2006/48/CE”.

<sup>330</sup> Anche quei criteri che più marcatamente guardano al titolo della raccolta come il criterio numero 1 delle *Guidelines* [ma anche l’art. 57, lett. a), per cui le risorse computabili nel *core capital* devono essere considerate capitale ai sensi dell’articolo 22 della direttiva 86/635/CEE (per cui v. *supra* nt. 282)], invero non parrebbero in grado di restringere il campo dell’eleggibilità alla sola fattispecie azionaria. In tal senso (oltre alle considerazioni avanzate in quella nota in merito al perimetro applicativo dell’articolo 22 della Direttiva, qui riproponibili) depone (i) la lettera del criterio numero 1, per cui la nozione di *equity capital* identifica sia gli azionisti che altri “proprietari” dell’impresa, a condizione che la rilevante legislazione nazionale e gli *standard* contabili qualificano tali risorse come “*equity*” e non “*liability*” (sicché già in questi termini tende a *svanire* la centralità della riconduzione dello strumento alla disciplina del capitale sociale) e (ii) il complesso delle scelte prese a livello internazionale – con Basilea II – dove, come si è argomentato, si assisterebbe alla preminenza di criteri di stampo *sostanzialistici*.

Il tema è rilevante ed ancora attuale, si ritornerà dunque in maniera più dettagliata su di esso in sede di commento al CRR. Sin da ora peraltro, per un’analisi del tema in esame in linea con quanto argomentato in questa nota riferita alla regolamentazione vigente, ma adattabile anche al testo della CRDII (e degli Orientamenti del CEBS) v. S. BOATTO, *Strumenti finanziari partecipativi emessi da s.p.a. bancarie: loro computabilità tra i «fondi propri», capacità di assorbimento delle perdite e ordine di esposizione al procedimento di «riduzione o conversione» ai sensi degli artt. 27 e ss. d.lgs. 180/2015*, disponibile su [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it), 2017, 40 s.

<sup>331</sup> E in tal senso rileva il già menzionato considerando 4, ove “I fondi propri di base di cui all’articolo 57, lettera a), della direttiva 2006/48/CE, dovrebbero includere altresì qualsiasi altro strumento rientrante nelle disposizioni di legge relative agli enti creditizi [...] che sia considerato equivalente alle azioni ordinarie in termini di qualità del capitale in ordine all’assorbimento delle perdite”, donde l’*inessenzialità* del titolo della raccolta per l’inclusione degli apporti nei fondi propri di base.

<sup>332</sup> Una efficace sintesi degli orientamenti in esame si trova in C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, op.cit., 41 (nt. 88). Seguendo le attente riflessioni dell’A., particolare menzione merita la lasca formulazione adottata dalle *Guidelines* (e dal testo della CRDII) circa i requisiti che gli strumenti in commento dovevano soddisfare in punto di capacità di assorbimento delle perdite. Infatti (p. 41 s.): “secondo quanto previsto dall’art. 63-bis, parr. 4-5, CRDII e dalle

Ai fini del presente elaborato è possibile soprassedere a una puntuale esegesi di queste *Guidelines*, che ormai non hanno più alcuna vigenza, ma ci si vuole invece soffermare su un punto che risulterà essenziale per la narrativa dei prossimi Paragrafi<sup>333</sup>: così, nonostante lo sforzo a livello comunitario di predisporre un quadro dettagliato e uniforme in tema di fondi propri, coerente con l'idea che l'obiettivo della regolamentazione in materia dovesse essere il perseguimento di una *funzione rafforzativa* del patrimonio della banca, i numerosi interventi e specificazioni in tema di caratteristiche degli strumenti conteggiabili nel patrimonio di vigilanza comportarono una *dilatazione* del perimetro del *core capital* (la cui area arrivava finanche a sovrapporsi a quella del *tier 2 capital*), situazione che favorì il riconoscimento nel primo di elementi che non assicuravano un pieno ripianamento delle perdite nell'ottica della continuità aziendale<sup>334</sup> (sicché, fuor di metafora, si assisteva a una certa *uniformazione* e *omogeneizzazione* tra aggregati, e dunque strumenti, che in una prospettiva funzionale pur miravano a soddisfare finalità *differenti* – le già riportate funzioni di assorbimento delle perdite inattese in una prospettiva di continuità dell'ente ovvero liquidatoria). Come è stato detto, nella materia in esame si verificò un “*processo di progressivo allontanamento dalle affermazioni di principio contenute nella regolamentazione di Basilea I – e apparentemente alla base anche dell'assetto previsto da Basilea II – tese ad assegnare un ruolo essenziale e fondamentale al patrimonio di base, da intendersi come componente costituita da capitale e riserve, cioè risorse in grado di assorbire le eventuali perdite man mano che queste si presentano*”<sup>335</sup>.

---

*Implementation Guidelines del CEBS essa non deve sussistere solo nell'ambito della fase di liquidazione dell'ente, ma anche on a going-concern basis. Tuttavia, tale requisito è inteso in maniera molto lasca: l'enfasi è posta, infatti, sulla capacità di questi strumenti di operare in questa direzione in caso di difficoltà dell'ente (in stress condition) [così § 96]. Più in particolare, la necessità di contemplare la conversione in azioni (o in titoli ad esse equiparabili) o la svalutazione del valore nominale dello strumento viene sancita al (solo) scopo di evitare che venga ostacolata la ricapitalizzazione dell'ente necessaria ad assicurare la continuazione dell'attività, o per impedire (nelle legislazioni che individuano la situazione di squilibrio patrimoniale risultante dal bilancio il presupposto per l'apertura di una procedura concorsuale) che le corrispondenti risorse possano essere conteggiate nel passivo rilevante ai fini del giudizio di insolvenza”; in altri termini in una situazione tardiva, in cui già si può dire emerso uno stato di crisi tale da richiedere una iniezione di capitale proprio. A tal proposito, la disciplina italiana allora vigente sembrava aver recepito proprio tale impostazione, laddove subordinava il riconoscimento degli strumenti ibridi di patrimonializzazione nel calcolo del patrimonio supplementare alla condizione che le somme così raccolte potessero essere utilizzate per far fronte alle perdite, in ipotesi di “perdite di bilancio che determino una diminuzione del capitale versato e delle riserve al di sotto del livello minimo di capitale previsto per l'autorizzazione all'attività bancaria” – così Istruzioni di Vigilanza, Tit. IV, Cap. I, Sez. II, par. 4.1, lett. a). Sul punto cfr. anche S. BONFATTI, *Strumenti «ibridi»*, op.cit., 359 ss.*

Infine, per un'analisi degli Orientamenti del CEBS in tema di strumenti ibridi (perlomeno, di una loro versione ancora provvisoria), oltre che del testo della Direttiva rilevante, v. E. CUSA, *Gli strumenti ibridi*, op.cit., 95 ss.

<sup>333</sup> Si segue qui la narrativa (e la riflessione) proposta da C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, op.cit., 44.

<sup>334</sup> Cfr. C. FRIGENI, *Natura e funzione del «capitale» delle banche*, op.cit. 59.

<sup>335</sup> C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, op.cit., 44. Considerazioni simili in S. BOATTO, *Strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 13.

### 3. I punti deboli e le vulnerabilità della regolamentazione patrimoniale pre-crisi: il “ruolo” della crisi finanziaria globale.

Per quanto risulti discussa l’attribuzione al solo Accordo di Basilea II (e ai suoi punti deboli e deficienze) dei limiti e lacune della regolamentazione bancaria emersi durante la crisi finanziaria<sup>336</sup>, vi è consenso circa la generale incapacità della legislazione antecedente la crisi di costruire validi argini e presidi al manifestarsi e al diffondersi di questa.

Nello specifico, i limiti dell’architettura regolamentare allora vigente – che pur si sono già toccati nel Primo Capitolo – sono stati incisivamente riassunti dallo stesso Comitato di Basilea, per cui “*one of the main reasons the economic and financial crisis became so severe was that the banking sectors of many countries had built up excessive on- and off-balance sheet leverage. This was accompanied by a gradual erosion of the level and quality of the capital base. At the same time, many banks were holding insufficient liquidity buffers. The banking system therefore was not able to absorb the resulting systemic trading and credit losses nor could it cope with the reintermediation of large off-balance sheet exposures that had built up in the shadow banking system. The crisis was further amplified by a procyclical deleveraging process and by the interconnectedness of systemic institutions through an array of complex transactions*”<sup>337</sup>.

Come si vedrà nei prossimi Paragrafi<sup>338</sup>, proprio attorno queste constatazioni si erigono i capisaldi dell’Accordo di Basilea III, che a sua volta informa l’impalcatura della vigente legislazione europea in materia. Ai fini del presente lavoro, ci si soffermerà di seguito su quelle mancanze regolamentari che maggiormente concernevano i profili di – *inadeguata* – patrimonializzazione dell’impresa bancaria o, detto altrimenti, su quelle lacune che si prestavano a essere fronteggiate e “coperte” con misure principalmente patrimoniali<sup>339</sup>:

---

<sup>336</sup> In letteratura, la difesa del sistema di Basilea II si basa sulla semplice constatazione per cui tale accordo entrò in vigore nel 2008, a crisi già ampiamente emersa. In tal senso v. A. RESTI-A. SIRONI, *La crisi finanziaria*, op.cit., 5; F. ACCETTELLA, *L’accordo*, op.cit., 476, e F. CANNATA-M. QUAGLIARIELLO, *The role of Basel II in the subprime financial crisis: guilty or not guilty?*, in *Carefin Working Papers*, 2009, 1 ss., quest’ultimo in particolare per una complessiva difesa del sistema di Basilea II, al di là del dato cronologico.

<sup>337</sup> BCBS, *Strengthening the resilience of the banking sector*, disponibile su [www.bis.org](http://www.bis.org), 2009, § 4.

<sup>338</sup> Si adotterà nel testo il medesimo impianto narrativo impiegato da A. RESTI-A. SIRONI, *La crisi finanziaria*, op.cit., 5 ss.

<sup>339</sup> Oltre alle vulnerabilità che si elencheranno subito nel testo, la crisi finanziaria ha evidenziato lacune non fronteggiabili interamente tramite imposizioni di misure patrimoniali. Senza pretesa di completezza, si segnala qui l’insufficienza della regolamentazione vigente pre-crisi in punto di:

(i) *requisiti di liquidità*: Basilea II non imponeva alle banche il rispetto di un *autonomo* requisito di liquidità, vuoi attraverso limiti posti alla struttura per scadenza di attività e passività, vuoi attraverso obblighi di detenzione di impieghi prontamente liquidabili. Il rischio di liquidità (ossia il rischio di non riuscire a fronteggiare prontamente le uscite di cassa) veniva invece affrontato nell’alveo del Secondo Pilastro della vigilanza, principalmente tramite inviti e raccomandazioni alle banche a dotarsi di processi capaci di governare il rischio in esame (e in tal senso, v. BCBS, *Principles for sound liquidity risk management and supervision*, disponibile su [www.bis.org](http://www.bis.org), 2008). L’assenza nella regolamentazione bancaria allora vigente di un esplicito e separato requisito di liquidità aveva una “giustificazione” anche storica: gli anni antecedenti la crisi furono caratterizzati infatti da elevati quantitativi di liquidità (soprattutto nel mercato interbancario), sicché le carenze di *funding* potevano essere facilmente colmate. La crisi finanziaria, che è stata prevalentemente una

A) *Quantità e qualità della capitalizzazione bancaria*: uno dei principali addebiti mossi al sistema regolamentare pre-crisi si fondava sull'osservazione *empirica* per cui molti dei principali gruppi bancari destinatari, durante la crisi, di aiuti e salvataggi pubblici, presentavano coefficienti di patrimonializzazione primaria ben al di sopra del 4% imposto da Basilea<sup>340</sup>, sicché, se ne inferiva, la *quantità* di capitale necessario per prevenire la crisi o garantire un'ordinata gestione dell'insolvenza si sarebbe dovuta attestare a livelli sensibilmente maggiori.

Il tema è in realtà più complesso, e deve perlomeno prendere in considerazione i profili *qualitativi* della patrimonializzazione bancaria<sup>341</sup> perché, come si è visto (v. *supra* Paragrafo 1), la capacità delle risorse raccolte di assicurare una effettiva *loss absorption capacity* si presta ad interpretazioni equivoche, a seconda che tali risorse contribuiscano a far fronte alle perdite di *gestione* ovvero, a crisi già conclamata, divengano utilizzabili solo in una situazione di insolvenza tecnica dell'ente (situazione quest'ultima che difficilmente si verifica, posto che l'intervento governativo e il salvataggio bancario si colloca in un momento cronologicamente precedente), negando il rimborso ai titolari degli strumenti emessi o subordinandolo al completo soddisfacimento di altri *claim-holders*. E infatti, a conferma di ciò, alcuni studi empirici<sup>342</sup> hanno mostrato come negli anni antecedenti la

---

“crisi di liquidità”, ha invece evidenziato come la liquidità dei mercati possa venir meno improvvisamente (tramite crollo della fiducia e aumenti del rischio di controparte) e generare così instabilità. A riguardo cfr. le considerazioni di V. CALANDRA BUONAURA, *L'attività degli intermediari finanziari*, *op.cit.*, 6.

(ii) *rischi di mercato sul trading book e inadeguatezza dei modelli*: nel corso della crisi numerose banche registrarono ingenti perdite sulle attività finanziarie detenute nel portafoglio di negoziazione (*trading book*), acuite anche dall'obbligo di contabilizzare tali poste al loro *fair value* (il quale sconta una forte sensibilità alle variazioni del ciclo economico, *i.e.* si caratterizza per una tendenza pro-ciclica). In questo contesto, le metodologie di calcolo dei requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di mercato si rivelarono inadeguate (particolarmente carenti si dimostrarono alcuni modelli interni validati dalle autorità, incapaci di anticipare le instabilità del, e le situazioni di illiquidità manifestatesi sul, mercato, e per questo soggetti a forte volatilità al peggiorare delle condizioni di questo). A tali carenze si aggiungeva la pratica, comune tra gli intermediari, di “spostare” artificialmente taluni impieghi dal *banking book* al *trading book* (e dunque attività il cui principale rischio era quello di credito e non di mercato), e ciò al fine di beneficiare del più mite trattamento patrimoniale previsto per la copertura di queste poste. Tuttavia, l'inserimento di questi strumenti nel portafoglio di *trading* e la conseguente loro gestione da parte delle direzioni delle banche più attente ai rischi di mercato non permise di intercettarne la reale fonte di rischiosità.

<sup>340</sup> A riguardo v. A. RESTI-A. SIRONI, *La crisi finanziaria*, *op.cit.*, 6, ove l'osservazione per cui il *Tier 1 ratio* dei principali gruppi bancari europei si attestava in media attorno all'8%, ben al di sopra dunque dei minimi imposti. V. anche A. CAHN-P. KENADJIAN, *Contingent Convertible Securities*, *op.cit.*, 21, e, significativamente, C. BALTALI-J. TANEGA, *Basel III: Dehybridization of capital*, in *NYU Journal of Law & Business*, 2011, 15, dove si riporta come Lehman Brothers, a quindici giorni dal suo fallimento, comunicava al mercato un *Tier 1 ratio* dell'11%.

<sup>341</sup> In letteratura è ricorrente l'osservazione per cui una complessiva analisi delle deficienze della regolamentazione del capitale bancario antecedente la crisi debba indagare non solo profili di carattere quantitativo, ma anche qualitativo. In questi termini cfr. C. BALTALI-J. TANEGA, *Basel III*, *op.cit.*, § 2 e in particolare nt. 37, ove una rassegna di posizioni in tal senso conformi.

<sup>342</sup> V. V. ACHARYA-I. GUJRAL- N. KULKARNI- H. SHIN, *Dividends and bank capital in the financial crisis of 2007-2009*, in *NBER Working Paper No 16896*, 2011, 1 ss., in particolare per la constatazione per cui (p. 1): “*even as banks and financial intermediaries suffered large credit losses in the financial crisis of 2007-09, they raised substantial amounts of new capital [...]. However, on closer inspection the composition of bank capital shifted radically from one based on common equity to that based on debt-like hybrid claims such as preferred equity and subordinated debt. The erosion of common equity was exacerbated by large scale payments of dividends, in spite of widely anticipated credit losses*”. In argomento cfr. Anche B. JOOSEN, *Regulatory capital requirements*, *op.cit.*, 4 ss.; A. MARTIN-OLIVER, *The leveraging process of bank capital during the pre-crisis period*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2012, 1 ss., e C. BALTALI-J. TANEGA, *Basel III*, *op.cit.*, 20, quest'ultimi per l'osservazione per cui la tendenza a perseguire la capitalizzazione per



crisi le banche, sfruttando alcune ambiguità della legislazione su cui già si è insistito<sup>343</sup>, soddisfecero il loro fabbisogno patrimoniale prevalentemente per il tramite di strumenti ibridi, diminuendo in termini relativi la loro *going concern loss absorption capacity*<sup>344</sup> e contribuendo così all'accumulazione di rischio sistemico<sup>345</sup>. A riguardo, e ricollegandosi alla notazione di apertura di questo punto, è ricorrente la constatazione<sup>346</sup> per cui durante la crisi finanziaria molti titolari di strumenti ibridi e passività subordinate (rispettivamente di Tier 1 e Tier 2 *capital*), grazie agli interventi di *bail-outs* dei governi e banche centrali, non solo non videro i valori delle proprie pretese decurtate, ma risultarono beneficiari netti di tali interventi, e ciò perché gli aiuti e i salvataggi pubblici erano dispiegati ben prima della formale dichiarazione di insolvenza e liquidazione degli intermediari.

*B) Ottica microprudenziale e pro-ciclicità dei requisiti patrimoniali ponderati per il rischio:* da più parti si è sottolineato<sup>347</sup> come uno dei principali limiti di Basilea II fosse rinvenibile nella sua tendenza ad *accentuare* le fluttuazioni del ciclo finanziario<sup>348</sup>, poiché “*i requisiti patrimoniali fondati su rating*

---

il tramite di strumenti ibridi era stata favorita, nel periodo pre-crisi, anche da una sorta di “fallacia nominalistica”, per cui erroneamente venivano trattati i termini “equity” e “equity-like” *instruments* come sinonimi. Il tema sembra richiamare le problematiche che nell'ordinamento italiano hanno interessato l'inquadramento della figura degli “ibridi finanziari”, per cui v. *supra* nt. 263.

<sup>343</sup> Si fa riferimento all'osservazione per cui nel panorama internazionale le definizioni adottate dell'aggregato di fondi propri variavano enormemente tra giurisdizione e giurisdizione. Cfr. BCBS, *Definition of capital in Basel III – Executive summary*, disponibile su [www.bis.org](http://www.bis.org), 2019. Nella letteratura, per le medesime osservazioni, v. V. CALANDRA BUONAURA, *L'attività degli intermediari finanziari, op.cit.*, 6.

Detto altrimenti, e seguendo una chiave di lettura ricorrente in questo Capitolo, la prospettiva *funzionale e teleologica* sottostante la composizione del patrimonio di vigilanza e la definizione degli elementi di fondi propri (in particolare, degli strumenti finanziari di raccolta ivi computabili) adottata dagli Accordi di Basilea, mostrava di non aver ben chiaro il *telos* da perseguire.

<sup>344</sup> In un'ottica economica, i vantaggi (per la banca emittente) e gli svantaggi (per il sistema finanziario) del ricorso alla capitalizzazione tramite strumenti ibridi sono stati sottolineati da C. BALTALI-J. TANEGA, *Basel III, op.cit.*, 24 ss. e A. RESTI-A. SIRONI, *La crisi finanziaria, op.cit.*, 6.

In sintesi, sul versante degli emittenti tali scelte erano motivate da ragioni di (i) *governance*, dato che l'assenza di diritti di voto in capo a questi strumenti impediva la diluizione del controllo; (ii) natura fiscale, poiché tali strumenti venivano considerati dalle autorità tributarie come debito, i cui interessi sono dunque fiscalmente deducibili e (iii) rendimento, stante il profilo di rischio-rendimento che questi strumenti enucleavano e che risultava particolarmente gradito a taluni investitori istituzionali, indisponibili invece ad investire in capitale azionario.

Gli svantaggi per il sistema finanziario toccavano profili di (i) remunerazione degli strumenti, dato che quest'ultimi erano spesso percepiti dagli investitori come strumenti di debito – e trattati dalle banche come tali, per motivi reputazionali – sicché gli emittenti procedevano alla loro remunerazione e/o rimborso *anche* in situazioni di difficoltà, pregiudicando la *stabilità* della base patrimoniale e (ii) partecipazione all'assorbimento delle perdite – per cui v. subito *infra* nel testo –.

<sup>345</sup> A riguardo un giudizio netto è espresso da C. BALTALI-J. TANEGA, *Basel III, op.cit.*, 74.

<sup>346</sup> Per cui v. BCBS, *Proposal to ensure the loss absorbency of regulatory capital at the point of non viability*, disponibile su [www.bis.org](http://www.bis.org), 2010, 1.

<sup>347</sup> A riguardo v. FINANCIAL STABILITY BOARD, *Report of the Financial Stability Forum on addressing procyclicality in the financial system*, disponibile su [www.fsb.org](http://www.fsb.org), 1 ss. Nella letteratura, v. I. DRUMOND, *Bank capital requirements, op.cit.*, 798 ss., e R. REPULLO-J. SUAREZ, *The procyclical effects of bank capital regulation*, disponibile su [www.cemfi.es](http://www.cemfi.es), 2013, 1 ss.

<sup>348</sup> Per una definizione del termine “financial cycle” e del suo legame con la pro-ciclicità del sistema finanziario v. B. ARNOLD-C. BORIO-L. ELLIS-F. MOSHIRIAN, *Systemic risk, op.cit.*, 3127, per cui: “*the term “financial cycle” denotes those self-reinforcing fluctuations in perceptions and attitudes towards risk, financing constrains and asset prices that tend to amplify business fluctuations and that may lead to widespread financial distress and macroeconomic dislocations. These self-reinforcing fluctuations have also come to be known as the “procyclicality” of the financial system*”.

tendono a diminuire nelle fasi di crescita economica e ad aumentare in recessione”<sup>349</sup>. L’aumento dei pesi da applicare agli *assets* durante la crisi obbligò le banche, solitamente impossibilitate a raccogliere nuovo capitale di copertura in periodi avversi, a soddisfare l’incremento del requisito di patrimonializzazione o contraendo l’offerta di credito (*credit crunch*) ovvero dismettendo i propri attivi (*deleveraging/fire sales of assets*, per cui v. già nel Primo Capitolo la nt. 58), in entrambi i casi *amplificando* la trasmissione degli shocks dal settore finanziario al settore reale e accentuando così la fase negativa del ciclo<sup>350</sup>.

Come già visto nel Primo Capitolo, si tratta in entrambi i casi di condotte che seppur perfettamente razionali secondo una prospettiva individuale (così come nulla di sbagliato vi sia in principio “*in una regolamentazione che richiede alle banche più capitale in corrispondenza di fasi economiche recessive, cioè quando esse si trovano a fronteggiare rischi più elevati*”<sup>351</sup>), appaiono controproducenti in una logica macroprudenziale<sup>352</sup> dove, come più volte si è sottolineato, l’ottica adottata è quella del sistema finanziario nel suo *complesso*. Operativamente dunque, la crisi finanziaria ha evidenziato la necessità di predisporre meccanismi che, in una prospettiva *anticiclica*, inducano la banca “*ad accantonare più capitale quando si sta avvicinando al minimo regolamentare oppure quando a livello di sistema si osserva una crescita eccessiva dell’offerta di credito*”<sup>353</sup>.

C) *Banche sistemiche*: nel Primo Capitolo (Paragrafo 2) si è potuto approfondire il tema delle interconnessioni finanziarie come canali di *propagazione* del rischio e dell’esistenza di istituzioni di rilevanza sistemica (c.d. *Systemically Important Financial Institutions*, – SIFIs o *Global Systemically Important Banks* – G-SIBs) come *loci* di *amplificazione* di tale rischio – per il volume di interconnessioni che tramite esse si “diramano”. Proprio queste istituzioni hanno beneficiato durante la crisi finanziaria di ingenti aiuti statali, e ciò per il timore delle conseguenze di un loro fallimento sul sistema finanziario e produttivo, sicché da qui le proposte di *policies* costruite su un’applicazione

---

<sup>349</sup> A. RESTI-A. SIRONI, *La crisi finanziaria, op.cit.*, 7. Sui metodi di ponderazione degli attivi sulla base dei *rating* si è dato conto *supra*, nel Paragrafo 2.3. In particolare, lì si era visto come il passaggio da un sistema in cui i requisiti patrimoniali sono funzione della natura dei debitori (perché le stime di rischio degli impieghi sono assegnati in base alla natura dei soggetti finanziati) ad un sistema in cui i medesimi requisiti sono funzione della effettiva rischiosità degli attivi, dovrebbe in principio portare ad un’allocazione del capitale di copertura più in linea (perché più sensibile al rischio) con l’obiettivo della stabilità finanziaria. Qui emerge però il potenziale *trade-off* di questa impostazione, ossia il pericolo che i sistemi di ponderazione del rischio (*i.e.*, i *ratings* vuoi prodotti internamente vuoi recepiti esternamente), proprio perché più sensibili alla rischiosità degli attivi e alle condizioni di mercato, si riflettano pro-ciclicamente sui requisiti di patrimonio, con conseguenze critiche proprio per quell’obiettivo della stabilità finanziaria che in origine avrebbero dovuto tutelare. Il tema è affrontato estensivamente da I. DRUMOND, *Bank capital requirements, op.cit.*, 798 ss. Cfr. inoltre FINANCIAL STABILITY BOARD, *Report of the Financial Stability Forum, op.cit.*, 12.

<sup>350</sup> In maniera enfatica ma efficace, si è detto come un sistema finanziario che si comporta in tal modo (perché assente una congrua regolamentazione anticiclica) “*acts as a shock amplifier rather than playing its usual role of shock absorber*” – così FINANCIAL STABILITY BOARD, *Report of the Financial Stability Forum, op.cit.*, 9.

<sup>351</sup> A. RESTI-A. SIRONI, *La crisi finanziaria, op.cit.*, 7.

<sup>352</sup> È pacifica la constatazione per cui una delle principali limitazioni del sistema di Basilea II fosse il suo disinteresse per un approccio macroprudenziale alla regolamentazione. V., in luogo di molti, E. MONTANARO-M. TONVERONACHI, *Il secondo pilastro, op.cit.*, 91.

<sup>353</sup> A. RESTI-A. SIRONI, *La crisi finanziaria, op.cit.*, 7.

differenziata dei requisiti patrimoniali ai soggetti vigilati, che nello specifico tengano conto della natura di quest'ultimi per giustificare un incremento degli obblighi di patrimonializzazione minima<sup>354</sup>.

*D) Elevati livelli di leva finanziaria non adeguatamente coperti e “internalizzati” dai sistemi di capitalizzazione rapportati alla rischiosità degli attivi:* Nel Primo Capitolo (Paragrafo 3) si è avuta la possibilità di mostrare come nel periodo immediatamente antecedente la crisi numerosi intermediari operavano con livelli di leva finanziaria molto aggressivi, e ciò nonostante – si aggiunge qui – tali istituti presentassero coefficienti di patrimonializzazione in linea con i requisiti minimi obbligatori. Si è già potuto argomentare nel corso di questo Capitolo come possibili errori di misurazione dei sistemi di stima e ponderazione dei rischi degli impieghi bancari potessero derivare sia dalle falle degli *internal models* – così come disciplinati da Basilea II – che dalla quasi congenita e strutturale natura *pro-ciclica* della tecnica del *risk-weighted capital*. Ebbene, le vulnerabilità di tale regolamentazione hanno avuto un ruolo di rilievo nella crisi “*in quanto numerose istituzioni finanziarie, spinte dalla necessità di accrescere il proprio coefficiente patrimoniale, hanno bruscamente ridotto i propri attivi in misura rilevante: si è così verificato un repentino deleveraging che, seppur positivo per la solvibilità delle singole banche, ha in realtà accentuato l’instabilità dei mercati finanziari*”<sup>355</sup>.

La crisi finanziaria ha così fatto emergere la necessità di *affiancare* ai sistemi di capitalizzazione definiti in funzione della rischiosità delle esposizioni *tecniche di capitalizzazione differenti*.

#### *4. Le risposte fornite dal sistema di Basilea III.*

I punti appena passati in rassegna costituirono in seno al Comitato di Basilea altrettanti momenti di discussione e proposte di riforma della regolamentazione patrimoniale bancaria, sfociati infine nel dicembre 2010 nel c.d. Accordo di Basilea III<sup>356</sup> il cui schema – seppur oggetto di rimaneggiamenti

---

<sup>354</sup> Da un punto di vista economico, la previsione di requisiti di capitale *addizionali* in capo alle SIFIs trova giustificazione nel fatto che quest'ultime, essendo generalmente ritenute dal mercato come beneficiarie di una (implicita) garanzia governativa, sconterebbero un minor costo per la raccolta della provvista. Un requisito patrimoniale aggiuntivo opererebbe allora come uno strumento di *internalizzazione* dei costi e *riallineamento* degli incentivi sottostanti le scelte di investimento delle SIFIs a quelli *socialmente* ottimi. In tal senso cfr. A. RESTI-A. SIRONI, *La crisi finanziaria, op.cit.*, 8, e C. FERREIRA-N. JENKINSON-C. WILSON, *From Basel I to Basel III: sequencing implementation in developing economies*, in *IMF Working Papers*, 2019, 18.

<sup>355</sup> A. RESTI-A. SIRONI, *La crisi finanziaria, op.cit.*, 7.

<sup>356</sup> Basilea III si componeva in realtà di più documenti, e solamente per semplicità vi si fa riferimento in termini unitari. Così il Comitato trattava (i) le prescrizioni in termini di adeguatezza patrimoniale nel già citato documento “*Strengthening the resilience of the banking sector*”; (ii) i profili concernenti il trattamento patrimoniale delle G-SIBs (in particolare, in termini di *buffers* addizionali) nel documento da ultimo denominato “*Global systematically important banks: updated assessment methodology and the higher loss absorbency requirements*” e (iii) la regolamentazione e la misurazione del rischio di liquidità nel documento da ultimo denominato “*Basel III. The liquidity coverage ratio and liquidity risks monitoring tools*”.



e revisioni, su cui pur ci si soffermerà –, informa il vigente complesso regolamentare bancario a livello internazionale (e, per quel che qui conta, europeo): di tale schema si deve dunque dare, per quanto succintamente, conto. A livello espositivo si seguirà l'ordine delle lacune regolamentari enumerate nel precedente Paragrafo, in quanto esse hanno rappresentato altrettanti elementi qualificanti del nuovo schema di adeguatezza patrimoniale bancaria<sup>357</sup>.

4.1. A) “*More and better capital*”: una maggiore qualità (intesa come maggiore capacità di assorbimento delle perdite) e quantità del capitale bancario, secondo una prospettiva funzionale. Sul versante della *qualità* del capitale (*rectius*, degli elementi di fondi propri), Basilea III ha introdotto una definizione più restrittiva e analitica<sup>358</sup> del patrimonio di vigilanza (d'ora in avanti, conformemente al testo dello schema, “regulatory capital”, o anche “capitale regolamentare”),

---

In realtà, e da ultimo, in data 16 dicembre 2019 il Comitato ha riorganizzato la materia e ha così finalizzato il *Consolidated Basel Framework*, il quale, nelle parole del Comitato, “*brings together all of the Basel Committee's global standards for the regulation and supervision of banks [...]. The framework comprises 14 "standards", setting out requirements on specific topics, each of which is further divided into "chapters". This modular format will make it easier to maintain the standards over time. The publication of the standards in the new format of the consolidated framework has focused on reorganising existing requirements, not introducing new requirements or otherwise amending the standards previously agreed and published by the Basel Committee*”. Al *Consolidated Framework* si farà d'ora in avanti riferimento, e tutti gli *Standards* di cui si compone sono disponibili all'indirizzo [https://www.bis.org/basel\\_framework/index.htm](https://www.bis.org/basel_framework/index.htm).

<sup>357</sup> Il complessivo schema di Basilea III si compone anche (e forse, soprattutto, e v. a riguardo i rilievi in nt. 339) di misure volte ad affrontare il rischio di liquidità dell'ente. Tali previsioni non riguardano direttamente l'imposizione di presidi di natura patrimoniale e dunque esulano dal campo di indagine del presente lavoro (seppur, laddove impongano una certa *stabilità* delle fonti del *funding* dell'ente, presuppongono una certa strutturazione del passivo ideale e reale della banca e parametrano la loro operatività anche sulle categorie di capitale che si passeranno in rassegna). Ciò nonostante di esse si deve dare conto, vista l'importanza che assumono nell'architettura regolamentare. Così si è prevista l'imposizione di un: (i) *Liquidity Coverage Ratio* (“*LCR*”): si tratta di un vincolo che riguarda la liquidità di *breve periodo*, volto a garantire che l'intermediario mantenga c.d. Attività Liquide Di Alta Qualità (“*ALAQ*”) in misura sufficiente a generare cassa per resistere a una situazione di *stress* (quest'ultima stimata avendo riguardo ai deflussi di cassa netti attesi relativi a un orizzonte temporale di trenta giorni). L'obiettivo è quello di imporre alle banche, tramite un indicatore di liquidità di breve termine, il mantenimento di un adeguato livello di attività prontamente liquidabili in situazioni di tensione di liquidità;

(ii) *Net Stable Funding Ratio* (“*NSFR*”): si tratta di un vincolo che mira a garantire equilibrio e “simmetria” tra la struttura delle scadenze di attività e passività a *lunga scadenza*. Analiticamente, si richiede che il rapporto tra gli strumenti di raccolta a medio lungo termine – *Available Stable Funding* o “*ASF*” – e le risorse finanziarie necessarie, determinate e dettate dalle scadenze degli attivi – *Required Stable Funding* o “*RSF*” – sia eguale all'unità. L'obiettivo è quello di indurre gli enti, tramite un indicatore strutturale di liquidità, a non fare eccessivo affidamento sulla raccolta a breve termine per il finanziamento di attivi con scadenza più elevata (e dunque, detto altrimenti, il vincolo mira a porre un limite a livelli eccessivi di *maturity transformation*).

A riguardo, in termini ben più completi, v. rispettivamente BCBS, *LCR. Liquidity Coverage Ratio*, disponibile su [https://www.bis.org/basel\\_framework/index.htm](https://www.bis.org/basel_framework/index.htm), 2019, e ID, *NSF. Net Stable Funding Ratio*, disponibile su [https://www.bis.org/basel\\_framework/index.htm](https://www.bis.org/basel_framework/index.htm), 2019.

Infine, sul versante delle regole di copertura dei rischi, lo schema di Basilea III ha previsto: (a) regole più stringenti (in termini di aumento dei requisiti patrimoniali richiesti) per le attività di *trading* proprietario; in derivati; di cartolarizzazione e ricartolarizzazione e per le esposizioni fuori bilancio e (b) valutazioni più severe del rischio di controparte per le esposizioni verso altri soggetti del settore finanziario. Quest'ultima misura, volta a disincentivare il crearsi di interconnessioni tra gli agenti del sistema finanziario (con annessi rischi di contagio) si ispira evidentemente a finalità di tipo *macroprudenziale*.

<sup>358</sup> Soprattutto, se si tiene conto che la componente definitoria degli elementi di fondi propri raccolti tramite emissione di strumenti finanziari stabilita da Basilea II era in gran parte contenuta in un comunicato stampa (il *Sydney Press Release* di cui si è dato conto *supra*, nel Paragrafo 2.3).

maggiormente – e consapevolmente – orientata verso una netta distinzione tra *going concern* e *gone concern capital*. Così, eliminato il *tier 3* originariamente previsto per la copertura dei rischi di mercato<sup>359</sup>, vengono introdotti due principali aggregati:

(i) Il patrimonio di “classe 1”<sup>360</sup> (c.d. *tier 1*), caratterizzato da elementi utilizzabili a copertura delle perdite in situazione di *continuità aziendale*, che a sua volta si compone di (a) un *Common Equity Tier 1 capital* (d’ora in avanti, “CET1”), costituito, per quanto riguarda la componente ottenuta a fronte di emissione di strumenti finanziari<sup>361 362</sup>, da risorse subordinate al rispetto di 14 precisi e stringenti requisiti in termini di *disponibilità*<sup>363</sup> e *stabilità*<sup>364</sup> *delle risorse acquisite; remunerazione degli strumenti*<sup>365</sup> e *loro grado di esposizione gerarchica alle (e capacità di assorbimento delle) perdite*<sup>366</sup> e (b) un *Additional Tier 1 capital* (d’ora in avanti, “AT1”) costituito da risorse raccolte

---

<sup>359</sup> E ciò per garantire che anche tali rischi risultino coperti con capitale della medesima qualità di quello accantonato a fronte degli altri rischi.

<sup>360</sup> Per cui v. BCBS, *Definition of capital*, disponibile su [https://www.bis.org/basel\\_framework/index.html](https://www.bis.org/basel_framework/index.html), 2019, §§ 10.1 – 10.11.

<sup>361</sup> In realtà, nel documento “Definition of capital”, risulta ambigua la posizione del BCBS circa la necessità, ai fini dell’inclusione nel CET1 *capital*, del requisito *formale* della qualificazione azionaria dello strumento – affianco ai criteri sostanziali di cui subito si dirà nel testo –. Così, se da un lato si legge (§10.3) che, per garantire una elevata qualità dell’aggregato regolamentare “*the predominant form of Tier 1 capital must be common shares and retained earnings*” (dunque non elevando la formalità dello strumento azionario a criterio aggiuntivo per la valutazione dello strumento), dall’altro si legge che (§10.8) “*for an instrument to be included in Common Equity Tier 1 capital it must meet all of the criteria that follow. The vast majority of internationally active banks are structured as joint stock companies and for these banks the criteria must be met solely with common shares*”, dunque la forma azionaria rilevando come uno dei criteri per la valutazione dello strumento. Le conseguenze a livello sistematico (e soprattutto, per alcune delle tesi che qui si portano avanti) sono importanti, perché accedendo alla seconda – più restrittiva – posizione, si dovrebbe ammettere che nel sistema di Basilea III l’approccio funzionale e teleologico alla perimetrazione dei fondi propri risulta integrato, perlomeno per quanto riguarda il CET1, da un criterio formale, sicché la qualifica azionaria risulti condizione necessaria, ma non sufficiente, per l’inclusione degli strumenti finanziari di raccolta.

A chi scrive sembra che con il riferimento al requisito “azionario” il Comitato si sia espresso in termini *empirici* più che *tecnico-formali*, ossia volesse far semplicemente riferimento a quella forma della raccolta che più comunemente è sintomatica dell’assoggettamento del valore a una determinata disciplina, memore delle confusioni e distorsioni che, sotto la vigenza di Basilea II, si erano create in materia. Conferme parrebbero trarsi dal Documento del Comitato “Regulatory Consistency Assessment Programme” del 2014 in cui, vagliando la conformità della legislazione europea con i criteri di Basilea III, si legge (p.27): “*Basel III uses the term “common shares” in its generally understood, common usage sense as being the primary traded share capital instrument of the company (often referred to as “ordinary voting shares” at European banks and in other EU regulations). The common shares requirement is additional to the 14 criteria; otherwise there would be no point to its explicit and highlighted inclusion. The CRR thus allows for the possibly of other types of instruments to be included in CET1*”.

Ma *contra* sulla questione sollevata in questa nota, sottolineando come il Comitato abbia preso una precisa posizione in favore della *necessaria* qualifica azionaria per l’eleggibilità degli strumenti di raccolta nel CET1, v. F. ACCETTELLA, *L’accordo*, *op.cit.*, 479 e 501; C. BRESCIA MORRA, *Strumenti finanziari innovativi*, *op.cit.*, 452, e C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 103. Cfr. anche V. BEVIVINO, *Capitale e struttura finanziaria*, *op.cit.*, 76 s.

<sup>362</sup> Per ciò che concerne gli elementi non riconducibili all’emissione di strumenti di raccolta, rientrano nel CET1, tra gli altri (v. §10.6), la riserva da utili non distribuiti; altre riserve e il fondo sovrapprezzo azioni.

<sup>363</sup> A tale aspetto il documento BCBS, *Definition of capital*, §10.8 dedica cinque criteri, e segnatamente i numeri 9-10-12-13 e 14.

<sup>364</sup> A tale aspetto il documento BCBS, *Definition of capital*, *op.cit.*, §10.8 dedica due criteri, e segnatamente i numeri 3 e 4.

<sup>365</sup> A tale aspetto il documento BCBS, *Definition of capital*, *op.cit.*, §10.8 dedica tre criteri, e segnatamente i numeri 5-6 e 7.

<sup>366</sup> A tale aspetto il documento BCBS, *Definition of capital*, *op.cit.*, §10.8 dedica quattro criteri, e segnatamente i numeri 1-2-8 e 11.

indifferentemente a titolo azionario o di debito<sup>367</sup> ma anch'esse contraddistinte da 16 precise caratteristiche in termini di *disponibilità*<sup>368</sup> e *stabilità*<sup>369</sup> delle risorse acquisite; remunerazione degli strumenti<sup>370</sup> e loro grado di esposizione gerarchica alle (e capacità di assorbimento delle) perdite<sup>371</sup>. (ii) il patrimonio di “classe 2” (d’ora in avanti, “Tier 2”), deputato all’assorbimento delle perdite soltanto in ipotesi di *messa in liquidazione* della banca<sup>372</sup> (o assoggettamento ad analogo procedura), e costituito, per quanto riguarda la componente ottenuta a fronte di emissione di strumenti finanziari, da risorse affiancate da obblighi di pagamento in linea capitale e di interessi<sup>373</sup> (ma in cui possono essere inclusi anche strumenti azionari, quali talune *preference shares* non eleggibili né nel CET1 né nell’AT1)<sup>374</sup> la cui conteggiabilità, come per i due *tiers* appena passati in rassegna, è subordinata al rispetto di 10 requisiti in punto di *disponibilità*<sup>375</sup> e *stabilità*<sup>376</sup> delle risorse acquisite; modalità di

---

<sup>367</sup> In tal senso è rilevante la FAQ No. 1 del Documento BCBS, *Definition of capital*, §10.9, ove esplicitamente si riconosce la possibilità di includere strumenti di debito subordinato nel capitale regolamentare “*as long as the subordinated loans meet all the criteria required for Additional Tier 1 or Tier 2 capital [...]*”. In realtà, e in termini ben più diretti, la possibilità di includere *liabilities instruments* nell’AT1 viene confermata dalle previsioni in punto di: (i) remunerazione dello strumento, ai sensi del quale tali strumenti possono essere destinatari indifferentemente di dividendi o *interessi*, e v. in tal senso i criteri No. 7 e 8 nel §10.9 e (ii) trattamento contabile, ove si fa esplicita menzione alla possibilità che lo strumento venga classificato come “*liability*”, e v. il criterio No. 11 nel §10.9.

<sup>368</sup> A tale aspetto il documento BCBS, *Definition of capital*, §10.9 dedica cinque criteri, e segnatamente i numeri 1-10-13-14 e 15.

<sup>369</sup> A tale aspetto il documento BCBS, *Definition of capital, op.cit.*, §10.9 dedica tre criteri, e segnatamente i numeri 4-5 e 6.

<sup>370</sup> A tale aspetto il documento BCBS, *Definition of capital, op.cit.*, §10.9 dedica tre criteri, e segnatamente i numeri 7-8 e 9.

<sup>371</sup> A tale aspetto il documento BCBS, *Definition of capital, op.cit.*, §10.9 dedica cinque criteri e segnatamente i numeri 2-3-11-12 e 16.

Al di là dell’analisi dei singoli criteri che, come subito si dirà nel testo, verrà fatta in sede di analisi del CRR (per cui v. *infra* Paragrafi 5 e ss.), particolare menzione merita qui la necessaria presenza nel regolamento dello strumento della c.d. *bail in clause*, di cui al criterio numero 16. Tale clausola riconosce in capo alla “*relevant authority*” un potere di conversione o cancellazione dello strumento in *common equity* esercitabile in situazioni in cui il mancato esercizio di tale potere comporterebbe una situazione di *non-viability* dell’ente (si parla a riguardo di *Point of Non-Viability*, o “*PoNV*”, seppur con ciò non si intende dire che la banca versi già in una situazione di *gone-concern*). Nello specifico, il *trigger point* si identifica (i) nella necessità di procedere all’annullamento dello strumento o alla sua cancellazione, per evitare che la banca diventi, a giudizio dell’autorità competente, insolvente oppure (ii) nella decisione di effettuare un’iniezione di capitale pubblico o altro sostegno equivalente nel patrimonio dell’istituto per evitarne un fallimento, qualunque dei due scenari si manifesti per primo.

Una *bail-in clause* di tal fatta, capace di garantire che gli strumenti in questione possano assicurare una *loss absorbency capacity* anche in situazioni in cui l’ente, seppur patrimonialmente capiente (*i.e.*, solvente), sia *non-viable*, è volta ad evitare situazioni – purtroppo comuni durante la crisi finanziaria, come si è visto – in cui gli istituti di credito risultino destinatari di ingenti *bail-out*, anche *prima* che tutti gli strumenti di capitale regolamentare (in particolare, con riferimento al decennio passato, alcune forme di tier 1 e *gone-concern tier 2 capital instruments*) abbiano contribuito al ripianamento delle perdite (c.d. *burden sharing*), beneficiando allora del salvataggio pubblico. Sul tema in questione, e in particolare sulla genesi della *bail-in clause* nella regolamentazione internazionale, v. BCBS, *Proposal to ensure the loss absorbency of regulatory capital at the point of non-viability*, disponibile su [www.bis.org](http://www.bis.org), 2010.

<sup>372</sup> In tal senso v. BCBS, *Definition of capital, op.cit.*, §10.16, per cui “*the objective of Tier 2 is to provide loss absorption on a gone-concern basis*”.

<sup>373</sup> Infatti, diversamente dagli strumenti di debito eleggibili nell’ AT1, quelli conteggiabili nel Tier 2 possono comportare per la banca l’obbligo di corrispondere pagamenti in linea di interessi.

<sup>374</sup> Sul punto v. B. JOOSEN, *Regulatory capital requirements, op.cit.*, 30.

<sup>375</sup> A tale aspetto il documento BCBS, *Definition of capital, op.cit.*, §10.16 dedica tre criteri, e segnatamente i numeri 1-8 e 9.

<sup>376</sup> A tale aspetto il documento BCBS, *Definition of capital, op.cit.*, §10.16 dedica due criteri, e segnatamente i numeri 4 e 5.

*corresponsione degli interessi e rimborso del capitale*<sup>377</sup> e grado di esposizione alle (e capacità di assorbimento delle) perdite<sup>378</sup>.

Infine, all'aggregato così qualitativamente individuato e definito vengono applicate rettifiche, prevalentemente al valore assoluto del CET1, attraverso aggiustamenti e deduzioni<sup>379</sup>.

Si avrà modo di tornare con maggiore dettaglio sui *criteri* sottesi alla qualificazione degli strumenti di raccolta nei vari *tiers* e sulla *logica* sottostante l'individuazione e l'aggregazione dei valori positivi e negativi che concorrono alla perimetrazione del capitale regolamentare, se non altro perché entrambi i momenti hanno trovato trasposizione pressoché identica nella regolamentazione europea, oggetto di analisi nelle prossime pagine. Qui si vuole invece indirizzare l'attenzione del lettore su un punto che riveste una certa importanza sistematica, ossia l'emersione anche nello schema di Basilea III di una prospettiva e di un approccio di *policy* di tipo *funzionale*, che valorizza “*il valore unitario della capitalizzazione bancaria indipendentemente dal riferimento ai tradizionali criteri di differenziazione tra equity capital e debt capital*”<sup>380</sup>. Più precisamente, parrebbero confermate alcune osservazioni proposte per il non più vigente sistema di Basilea II, per cui “*a distinguere la funzione che i valori apportati possono svolgere, dal punto di vista dell'impresa, non è il titolo dell'apporto, in sé considerato, ma il contenuto delle regole che ne disciplinano il grado di disponibilità da parte della società*”<sup>381</sup>.

Si tratta di un'impostazione conforme a istanze macroprudenziali e inoltre capace di influenzare e modificare l'atteggiarsi (e la stessa vigenza) di alcuni principi generali che governano i rapporti gerarchici tra strumenti di diversa qualità. Il tema non è ancora maturo e verrà affrontato in seguito, richiedendo l'analisi dei criteri di elezione gli strumenti di raccolta nelle varie classi e in particolare di quelli governanti *l'allocazione delle perdite* tra strumenti di CET1, AT1 e Tier 2, ma lì si vedrà

---

<sup>377</sup> A tale aspetto il documento BCBS, *Definition of capital, op.cit.*, §10.16 dedica due criteri, e segnatamente i numeri 6 e 7.

<sup>378</sup> A tale aspetto il documento BCBS, *Definition of capital, op.cit.*, §10.16 dedica tre criteri, e segnatamente i numeri 2-3 e 10.

Come per gli strumenti di AT1, il criterio numero 10 prevede la necessaria presenza nel regolamento dello strumento della c.d. *bail in clause*, la quale riconosce in capo alla “relevant authority” un potere di conversione o cancellazione dello strumento esercitabile in situazioni in cui il mancato esercizio di tale potere comporterebbe una situazione di *non-viability* dell'ente (c.d. *Point of Non-Viability*, per cui v. le considerazioni fatte in nt. 378).

<sup>379</sup> V. BCBS, *Regulatory adjustments*, disponibile su [https://www.bis.org/basel\\_framework/index.htm](https://www.bis.org/basel_framework/index.htm), 2019. Gli aggiustamenti in questione riguardano, *ex multibus*, i seguenti elementi: (i) investimenti in azioni proprie, dedotti integralmente dal CET1 (§30.18); (ii) avviamento e altre attività immateriali, dedotti interamente dalla componente di CET1 (§30.7); (iii) attività per imposte anticipate, dedotte dalla componente di CET1 per un ammontare variabile a seconda che derivino da perdite non fiscalmente deducibili ovvero dipendano da sfasamenti temporali tra principi contabili e normativa fiscale (§30.9) e (iv) investimenti azionari reciproci (c.d. *reciprocal cross-holdings*) nel capitale di altre banche “*designed to artificially inflate the capital position of banks*” (§30.21).

Volendone cogliere la *ratio*, si è detto come “*these deductions typically address the high degree of uncertainty that these items have a positive realizable value in period of stress [...]*” – così ID, *Definition of capital in Basel III – Executive summary, op.cit.*, 2.

<sup>380</sup> V. BEVIVINO, *Capitale e struttura finanziaria, op.cit.*, 79.

<sup>381</sup> D. LA LICATA, *La struttura finanziaria, op.cit.*, 138.



come obiettivi di pronto e rapido rafforzamento dell'aggregato patrimoniale bancario ben possano imporre *deroghe* all'operatività di un principio distributivo come quello dell'*Absolute Priority Rule*, che regola l'ordine concorsuale di soddisfazione verticale (dei titolari di pretese) sul patrimonio dell'ente ma che mira a garantire il, e risulta funzionale al, raggiungimento di ben altri obiettivi<sup>382</sup>. Per quel che riguarda i profili *quantitativi* della capitalizzazione obbligatoria, Basilea III ha confermato all'8% il rapporto che deve sussistere tra capitale regolamentare e attività ponderate per il rischio<sup>383</sup>. La vera novità concerne la composizione obbligatoria di tale coefficiente di patrimonializzazione minimo, in quanto si richiede<sup>384</sup> che esso venga a sua volta soddisfatto con un requisito di: (i) CET1 pari al 4.5% degli attivi ponderati ("CET1 ratio"); (ii) Tier 1 *ratio* pari al 6% (sicché quest'ultimo può essere indifferentemente soddisfatto con ulteriori emissioni di CET1 ovvero con emissioni, pari all'1.5% dell'attivo ponderato, di strumenti AT1) e (iii) solamente per il restante 2% potrà essere soddisfatto con fondi che rientrano nel Tier 2 *capital*. In effetti, la possibilità di conteggiare entro il tetto massimo del 2% del coefficiente di patrimonializzazione risorse acquisite secondo i criteri del Tier 2, ossia la metà rispetto a quanto permesso nel sistema di Basilea II dove il patrimonio supplementare poteva attestarsi al 4% del complessivo requisito patrimoniale, segna una netta inversione di tendenza in quelle che sono le convinzioni del regolatore circa la dotazione patrimoniale rilevante ai fini della solidità patrimoniale bancaria. L'innalzamento quantitativo del capitale di massima qualità è un inequivoco passo della regolamentazione verso una funzione macroprudenziale del capitale regolamentare<sup>385</sup>, ulteriormente confermata dalla necessità di dover rispettare a vario titolo ulteriori riserve di capitale di cui subito *infra* nei prossimi Paragrafi. Infine, Basilea III promuove la necessità di<sup>386</sup>: (i) instaurare dialoghi e processi di mutuo confronto

---

<sup>382</sup> Più nello specifico, ai sensi dell'*Absolute Priority Rule*, qualora il valore del patrimonio dell'impresa non risulti, in uno scenario concorsuale o comunque liquidatorio, sufficiente a soddisfare per intero l'importo delle pretese dei creditori di rango sovraordinato, allora nessun soddisfacimento dovrebbe essere riconosciuto ai creditori di rango subordinato (e tantomeno, ai soci). Correlativamente, ciò significa che i creditori *seniors* non dovrebbero vedere eroso il valore delle proprie pretese, fintantoché non sono state completamente annullate le pretese dei creditori *juniors*. In termini più completi: "By definition, debt contracts require that creditors be paid before the firm's owners receive any value. In other words, creditors are assumed to have "priority" over a firm's equity holders. This principle is known as the absolute priority rule (APR). Simply stated, this rule requires that the debtor receive no value from his assets until all of his creditors have been repaid in full. The APR also states that senior creditors should be paid before junior creditors" – così S. LONGHOFER-C. CARLSTROM, *Absolute priority rule violations in bankruptcy*, in *Economic Review*, 1995, 21.

<sup>383</sup> In particolare, il valore di RWAs complessivo da porre al denominatore del coefficiente, e a cui deve rapportarsi il valore del capitale regolamentare, è dato dalla somma degli attivi ponderati per il (i) rischio di credito; (ii) rischio di mercato e (iii) rischio operativo a cui la regolamentazione può assoggettare una data esposizione, e cfr, BCBS, *Risk-based capital requirements*, disponibile su [https://www.bis.org/basel\\_framework/index.htm](https://www.bis.org/basel_framework/index.htm), 2019, §20.4.

<sup>384</sup> Per i punti che seguono v. BCBS, *Risk-based capital requirements*, disponibile su [https://www.bis.org/basel\\_framework/index.htm](https://www.bis.org/basel_framework/index.htm), 2019, §20.1.

<sup>385</sup> In questi termini v. C. FRIGENI, *Natura e funzione del «capitale» delle banche*, op.cit. 61 s.

<sup>386</sup> V. BCBS, *Supervisory review process*, disponibile su [https://www.bis.org/basel\\_framework/index.htm](https://www.bis.org/basel_framework/index.htm), 2019. Cfr. anche ID, *Overview of Pillar 2 supervisory review practices and approaches*, disponibile su <https://www.bis.org>, 2019, per un'analisi delle principali pratiche adottate internazionalmente dalle autorità di supervisione in punto di attuazione del processo di Secondo Pilastro.

tra banche e autorità di vigilanza, al fine di intercettare e valutare in maniera onnicomprensiva tutti i rischi a cui l'intermediario risulti effettivamente esposto e, se necessario, (ii) dispiegare adeguate misure correttive per mitigare tali rischi. Tra tali misure di Secondo Pilastro (invero già introdotte in sede di analisi dell'Accordo di Basilea II) figura la possibilità di imporre requisiti addizionali di capitale<sup>387</sup>. Si tornerà più approfonditamente su di esse *infra* nel Paragrafo 5.3, analizzandone il recepimento da parte del legislatore bancario europeo.

#### 4.2. B) L'introduzione di requisiti patrimoniali addizionali macroprudenziali e anticiclici.

Basilea III ha previsto due specifici requisiti patrimoniali *macroprudenziali* a fronte dell'evidenziata necessità di predisporre meccanismi di accantonamenti patrimoniali (in eccesso rispetto ai minimi regolamentari) durante la fase positiva del ciclo economico, da dispiegare e "utilizzare" (c.d. *buffer usability*) in periodi negativi del medesimo (ove è notoriamente più difficile e costosa la raccolta di capitale, ma ove vi è più necessità di risorse capaci di assorbire le perdite)<sup>388</sup>.

Più nello specifico il primo<sup>389</sup>, denominato *capital conservation buffer*, impone alle banche, durante periodi di gestione attiva, di soddisfare con risorse di CET1 un requisito aggiuntivo di capitale pari

---

<sup>387</sup> V. BCBS, *Supervisory review process, op.cit.*, § 20.44.

<sup>388</sup> In realtà, l'effettiva capacità di questi addizionali accantonamenti di risorse patrimoniali di assolvere la funzione che Basilea III gli vorrebbe riconoscere (l'utilizzo dei, e l'assorbimento delle perdite garantito dai, *buffers* permetterebbe alle banche di *continuare* a sostenere il credito anche in periodi di gestione avversa, le perdite non intaccando il c.d. capitale di funzionamento e dunque preservando una situazione di *going-concern*) è stata da più parti, e recentemente messa in discussione su basi empiriche. In effetti, si è sottolineato come le banche sarebbero restie e riluttanti ad operare "*under the buffers*", e sarebbero invece maggiormente inclini a rispettare i propri minimi regolamentari tramite dismissioni di attivi (ossia, operando sul denominatore del *capital ratio*), operazioni di *deleveraging* che però possono avere effetti disastrosi in un'ottica macroprudenziale (e condurre esattamente a risultati opposti a quelli che tali meccanismi si prefiggono). Tale riluttanza a "rilasciare" e utilizzare i *buffers* (ossia, a permettere che le perdite intacchino il *quantum* di netto di corrispondenza dei *buffers*) è dovuta, secondo i commentatori, all'esistenza di *incentivi* che spingono gli intermediari esattamente in senso opposto al mantenimento di tali condotte, ossia: (i) fattori reputazionali di mercato (l'esistenza di un c.d. *effetto stigma* che colpirebbe quella banca che decidesse di scendere al di sotto dei minimi previsti dai *buffers*, anche in periodi di gestione avversa, segnalando tale azione una più o meno conclamata crisi, o comunque debolezza patrimoniale, dell'intermediario); (ii) aumento dei *funding costs*, che sarebbero inversamente legati al diminuire della quantità di fondi propri (i.e., il mercato richiede una remunerazione maggiore al diminuire della garanzia patrimoniale generica dell'ente); (iii) peggioramento dei *ratings* creditizi; e (iv) restrizioni alle distribuzioni che, come si vedrà, ai sensi della vigente legislazione si attivano automaticamente al verificarsi delle violazioni dei *buffers* (volendosi sia vincolare le risorse patrimoniali di cui si vieta la distribuzione – su tutti, i risultati positivi di conto economico – alla ricostruzione delle riserve di capitale in oggetto, che impedire il ricorrere di alcuni comportamenti pro-ciclici osservati durante la crisi finanziaria globale in cui gli intermediari, nonostante versanti in situazioni di stress, non si astengono dal remunerare i fornitori di capitale, e ciò esattamente per segnalare al mercato la propria solidità patrimoniale, così aggravando ancora di più la propria posizione). Il tema dell'usabilità dei *buffers* e i problemi che solleva sono stati recentemente trattati da D.ANDREEVA-P. BOCHMANN-C. COUAILLIER, *Financial market pressure as an impediment to the usability of regulatory capital buffers*, in *ECB Macroprudential Bulletin – issue 11, 2020*; M. BEHN-E. RANCOITA-C. RODRIGUEZ D'ACRI, *Macroprudential capital buffers – objectives and usability*, in *ECB Macroprudential Bulletin – issue 11, 2020*, a cui si rimanda anche per ulteriori riferimenti e, per un'analisi econometrica del fenomeno, M. BORSUK-K. BUDNIK-M. VOLK, *Buffer use and lending impact*, in *ECB Macroprudential Bulletin – issue 11, 2020*.

<sup>389</sup> Per cui v. BCBS, *Risk-based capital requirements, op.cit.*, §§ 30.1 – 30.5.

al 2.5% degli attivi ponderati per il rischio<sup>390</sup>, la cui erosione impatta sull'organizzazione interna della banca imponendo vincoli e divieti alla distribuzione degli utili funzionali alla ricostruzione del *buffer*, e tanto più stringenti quanto più ampio è l'ammanto rispetto al requisito totale di capitale<sup>391</sup>. L'idea alla base del “cuscinetto” in questione è quella di obbligare l'istituto di credito a formare una riserva patrimoniale aggiuntiva in periodi positivi di gestione, da utilizzare e “rilasciare” a copertura di eventuali perdite in periodi di crisi.

Con il secondo meccanismo<sup>392</sup> – c.d. *counter-cyclical capital buffer* – le autorità possono imporre una riserva anticiclica nei periodi di eccessiva crescita del credito<sup>393</sup> (c.d. *boom*). In tal modo si richiede alle banche, in periodi di espansione dell'offerta di credito, e previo un congruo preavviso<sup>394</sup>, di accumulare risorse di capitale da dispiegare in fasi di contrazione del ciclo creditizio (c.d. *bust*). Concretamente, questo *buffer* anticiclico dovrebbe rendere la concessione di credito più costosa, e dunque per questa via porvi un freno<sup>395</sup>. Da altra prospettiva, con il requisito in questione si intende porre un *argine* alla correlazione negativa tra requisiti di capitalizzazione ponderati sulla rischiosità degli impieghi e fluttuazioni del ciclo, laddove i primi tendono a *diminuire* in corrispondenza di fasi congiunturali *positive* del ciclo.

Anche questo *buffer* deve essere soddisfatto esclusivamente con elementi di CET1<sup>396</sup>, può attestarsi

---

<sup>390</sup> V. BCBS, *Risk-based capital requirements, op.cit.*, § 30.2. La misura in questione dunque porta al 7% e al 10,5% dei RWAs il valore minimo rispettivamente del coefficiente di CET1 e di capitale regolamentare di cui deve dotarsi l'ente.

<sup>391</sup> V. BCBS, *Risk-based capital requirements, op.cit.*, §§ 30.3 – 30.4. Il vincolo è imposto a livello consolidato, salvo la possibilità per le autorità nazionali di prevedere l'applicazione del regime su base individuale (§ 30.5), e riguarda qualunque tipo di distribuzione, quindi non solamente pagamenti di dividendi, ma anche riacquisto di azioni proprie e pagamenti di bonus al *management* (§ 30.5), in un'ottica “sostanzialistica”, attenta a intercettare tutte le fuoriuscite patrimoniali a prescindere dalla “forma” da queste assunta. A riguardo, cfr. V. ACHARYA-I. GUJRAL-N. KULKARNI-H. SHIN, *Dividends and bank capital, op.cit.*, 13, per un'interpretazione del divieto in questione in un'ottica macroprudenziale, posto a garanzia della complessiva stabilità del sistema finanziario.

<sup>392</sup> Per cui v. BCBS, *Risk-based capital requirements, op.cit.*, §§ 30.6 – 30.21.

<sup>393</sup> In maniera efficace BCBS, *Risk-based capital requirements, op.cit.*, § 30.6, per cui “*Losses incurred in the banking sector can be extremely large when a downturn is preceded by a period of excess credit growth. These losses can destabilise the banking sector and spark a vicious circle, whereby problems in the financial system can contribute to a downturn in the real economy that then feeds back on to the banking sector. These interactions highlight the particular importance of the banking sector building up additional capital defences in periods where the risks of system-wide stress are growing markedly*”.

<sup>394</sup> L'introduzione del *buffer* è graduale, dovendo essere preceduta da un preavviso delle autorità competenti di dodici mesi. D'altra parte, in linea con le sue finalità anticicliche e macroprudenziali, la decisione di riduzione del *buffer* opera immediatamente. V. BCBS, *Risk-based capital requirements, op.cit.*, § 30.11.

<sup>395</sup> In maniera efficace, si è detto che “*the countercyclical capital buffer will increase the cost of credit because more equity will be needed to further expand lending*” – così T. TROGER, *Regulatory influence on market conditions in the Banking Union. The case of macroprudential instruments and the bail-in tool*, in *SAFE Working paper No. 109*, 2015, 4 s.

<sup>396</sup> V. BCBS, *Risk-based capital requirements, op.cit.*, § 30.12. Per evitare situazioni in cui l'applicazione del *buffer* – che viene dispiegato tenendo conto della crescita nell'offerta di credito a livello di singola giurisdizione e non intermediario – si imponga, indifferentemente, anche a quelle banche più prudenti che poco hanno a che vedere con il registrato fenomeno espansivo, il Comitato prevede la possibilità che il *buffer* sia imposto anche a livello di singola banca (§ 30.12). Il *buffer* imponibile alle banche operanti a livello internazionale dovrà essere ponderato sulla base della localizzazione geografica delle loro esposizioni e dei *buffer* eventualmente vigenti in tali giurisdizioni (§ 30.13). Per le problematiche che possono scaturire da un'indifferenziata e generalizzata applicazione del *counter-cyclical capital buffer* v. A. RESTI-A. SIRONI, *La crisi finanziaria, op.cit.*, 16 s.

fino ad un massimo del 2.5% degli attivi ponderati<sup>397</sup> e la sua inosservanza comporta restrizioni alle distribuzioni, conformemente a quanto previsto per il *capital conservation buffer*<sup>398</sup>.

4.3. C) *L'introduzione di un requisito patrimoniale aggiuntivo per le istituzioni di rilevanza sistemica globale ("higher loss absorbency requirement for G-SIBs") e nazionale ("higher loss absorbency requirement for D-SIBs")*.

Concordemente con le constatazioni di cui *supra* al Paragrafo 3 circa i rischi di natura sistemica (e agli annessi pericoli di condotte di azzardo morale) che il fallimento di una G-SIB può porre per la stabilità del sistema finanziario, Basilea III ha previsto<sup>399</sup> per tali enti il rispetto di uno specifico *capital surcharge* (c.d. *higher loss absorbency requirement for G-SIBs*), da soddisfarsi con elementi di CET1<sup>400</sup> e compreso tra l'1 e il 3.5% degli attivi ponderati per il rischio, a seconda del livello di rilevanza sistemica (e del grado di contribuzione al rischio sistemico) dell'istituzione considerata<sup>401</sup>. L'attuazione del requisito in parola avviene attraverso un incremento del valore del *capital conservation buffer*<sup>402</sup>.

Similmente ai *buffers* passati in rassegna nei Paragrafi precedenti, l'incapacità dell'ente di rispettare con continuità il requisito in questione comporta le medesime restrizioni alle distribuzioni e ai pagamenti verso detentori di strumenti di capitale e/o membri dell'ufficio amministrativo<sup>403</sup>, oltre che la necessità di concordare con l'autorità di vigilanza un piano di correzione patrimoniale.

In una logica analoga, ad obblighi addizionali di *funding* per il tramite di risorse di elevata qualità soggiacciono, nel quadro di Basilea III, anche istituzioni di rilevanza sistemica non internazionale ma nazionale – c.d. *Domestic Systemically Important Bank*, o anche "D-SIB" –, il cui fallimento potrebbe

---

<sup>397</sup> V. BCBS, *Risk-based capital requirements, op.cit.*, § 30.12.

<sup>398</sup> V. BCBS, *Risk-based capital requirements, op.cit.*, § 30.8.

<sup>399</sup> Per cui v. BCBS, *Risk-based capital requirements, op.cit.*, §§ 40.1 – 40.23.

<sup>400</sup> In particolare, a integrazione di quanto nel testo: "*The aim of the higher loss absorbency requirement, [...] is to ensure that global systemically important financial institutions have a higher share of their balance sheets funded by instruments which increase the resilience of the institution as a going-concern. Taking into account this going-concern objective, global systemically important banks (G-SIBs) must meet their higher loss absorbency requirement with Common Equity Tier 1 capital only*" – così BCBS, *Risk-based capital requirements, op.cit.*, § 40.1.

<sup>401</sup> Il Comitato ha predisposto una lista di parametri volti a misurare il grado di *rilevanza sistemica* dell'istituzione – tra cui figurano le dimensioni; la complessità; il grado di interconnessioni con il sistema finanziario e i volumi di attività *cross-jurisdictional* della banca –, e ciò al fine di collocarla in una determinata *classe* di rilevanza sistemica (c.d. *bucket*) a cui viene associata l'applicazione di un determinato coefficiente patrimoniale. Nel caso in cui un'istituzione dovesse transitare da una classe a un'altra (*i.e.*, dovesse incrementare il suo grado di rilevanza sistemica), si prevede un periodo transitorio per il raggiungimento del nuovo requisito complessivo di capitale di dodici mesi, trascorsi i quali potranno applicarsi le limitazioni alle distribuzioni previste in caso di violazione del requisito. *Amplius*, v. BCBS, *Risk-based capital requirements, op.cit.*, §§ 40.4 e ss.

I parametri sottesi al giudizio di rilevanza sistemica sono ritenuti rilevanti indicatori del grado di contribuzione individuale al rischio sistemico anche nella letteratura economica, dove peraltro il dibattito si focalizza maggiormente sulla loro effettiva misurabilità. A riguardo v. B. ARNOLD-C. BORIO-L. ELLIS-F. MOSHIRIAN, *Systemic risk, op.cit.*, 3126 s.

<sup>402</sup> V. BCBS, *Risk-based capital requirements, op.cit.*, § 40.2.

<sup>403</sup> V. BCBS, *Risk-based capital requirements, op.cit.*, § 40.3 e *supra*, nt. 390.



egualmente comportare ricadute sulla stabilità dell'economia domestica in cui la banca considerata opera (c.d. *higher loss absorbency requirement for D-SIBs*)<sup>404</sup>.

#### 4.4. D) L'introduzione di un requisito di leva finanziaria.

A fronte dei dubbi sull'affidabilità dei sistemi di misurazione del rischio e ponderazione degli attivi<sup>405</sup> (che a loro volta rifluiscono sul *quantum* effettivo di capitale regolamentare accantonato dall'ente), oltre che spinto dalla necessità di impedire i disastrosi processi di *deleveraging* manifestatisi nel corso della crisi, il Comitato ha introdotto un requisito di leva finanziaria<sup>406</sup> pari al 3%, da calcolarsi come rapporto tra il Tier 1 e il totale delle esposizioni dell'ente *non ponderate* per il rischio (ossia *unweighted*), assunte generalmente al loro valore contabile e comprensive delle esposizioni fuori bilancio<sup>407</sup>. Il coefficiente di leva, che si affianca ai requisiti minimi di capitalizzazione e deve dunque essere rispettato congiuntamente a questi, è operativo a livello internazionale a far data dal 2018.

5. *Il recepimento del sistema di Basilea III nella disciplina comunitaria: dal CRDIV Package del 2013 (comprensivo del CRR e della CRDIV) al recente Banking Reform Package del 2019 (comprensivo del CRR II e della CRDV). Uno sguardo d'insieme alla organizzazione patrimoniale bancaria nella prospettiva europea.*

L'innovatività delle regole di Basilea III e l'inversione di rotta rispetto all'architettura della

---

<sup>404</sup> V. BCBS, *Risk-based capital requirements*, op.cit., §§ 40.7 ss. Differentemente dal regime previsto per le G-SIB, il Comitato non ha dettato alcun sistema di classificazione della portata sistemica dell'istituzione.

<sup>405</sup> A riguardo, con una certa eloquenza si è rilevato, a commento di stime del Fondo Monetario Internazionale, come: “the IMF estimated that, in the 5 years prior to the crisis, the total assets of the ten largest publicly traded banks just about doubled, whilst their risk-weighted assets increased by less than 50 %. Unless, which is hardly credible, the largest banks were moving their assets systematically into less risky categories over this period, these numbers indicate a failure of the risk-weighting process” – così P. DAVIES, *The Fall and Rise of Debt*, op.cit., 496. Il documento del Fondo Monetario Internazionale riportato nel virgolettato è il *Global Financial Stability Report* dell'aprile 2008.

Alcuni studi empirici hanno dimostrato come coefficienti di patrimonializzazione basati sugli attivi ponderati per il rischio siano di gran lunga meno efficaci nel discriminare tra banche solide e non (i.e., nel misurare il rischio dell'attività bancaria), rispetto a indicatori di leva finanziaria. A riguardo si veda il lavoro di A. HALDANE-V. MADOUROS, *The dog and the frisbee*, relazione per il convegno annuale della *Federal Reserve Bank of Kansas City*, disponibile su <https://www.bis.org/>, 2012, dove questa ipotesi è saggiata su un campione di cento banche internazionali, a sua volta diviso in banche che durante la crisi finanziaria sono state o liquidate oppure risultate beneficiarie di salvataggi pubblici, e le altre. Ebbene, tra i due gruppi di banche non emergono differenze (significative) tra i coefficienti di patrimonializzazione quando calcolati rispetto ai RWAs, ma le differenze emergono quando la solidità patrimoniale delle medesime banche è stimata per il tramite di indicatori di leva “semplici”, ove i livelli di capitalizzazione vengono rapportati ai valori nominali degli impieghi. In particolare, come d'altronde ci si potrebbe aspettare, le banche fallite mostrano un livello di leva più alto rispetto alle altre, ossia un rapporto tra capitale e attivi non ponderati minore.

<sup>406</sup> Per cui v. BCBS, *Leverage ratio*, disponibile su [https://www.bis.org/basel\\_framework/index.htm](https://www.bis.org/basel_framework/index.htm), 2019.

<sup>407</sup> In particolare il denominatore del rapporto è il risultato della somma delle esposizioni (i) in bilancio; (ii) fuori bilancio (*off balance-sheet items*); (iii) per operazioni di rifinanziamento tramite titoli (c.d. *securities financing transactions*) e (iv) in derivati. V. BCBS, *Leverage ratio*, op.cit., § 20.5.

L'inclusione degli attivi fuori bilancio e delle operazioni in derivati è dovuta principalmente all'incapacità del sistema di capitalizzazione *risk-based* di intercettare l'effettiva rischiosità di queste poste. In tal senso v. C. FERREIRA-N. JENKINSON-C. WILSON, *From Basel I to Basel III*, op.cit., 23 s.

regolamentazione prudenziale pre-crisi spinsero il legislatore europeo a muoversi verso un rapido riconoscimento del nuovo Accordo nel quadro comunitario<sup>408</sup>.

Così, sulla base di una pubblica consultazione promossa dalla Commissione Europea in cui si proponeva una complessiva riforma della regolamentazione in materia di adeguatezza patrimoniale bancaria<sup>409</sup>, nel luglio 2011 vedeva la luce una proposta di adozione di due differenti testi legislativi (entrambi in realtà già introdotti nel Primo Capitolo, per cui v. il Paragrafo 4.1), poi effettivamente approvati nel 2013: il Regolamento 575/2013<sup>410</sup> relativo ai “requisiti prudenziali per gli enti creditizi e per le imprese di investimento” (già denominato nel corso di questo lavoro “CRR”) e la Direttiva 2013/36/UE riguardante “l’accesso all’attività degli enti creditizi e la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento” (già denominata nel corso di questo lavoro “CRDIV”).

Volendo fornire qui una preliminare visione di insieme di entrambi i testi, per i quali è stata prevista un’entrata in vigore graduata (c.d. *phase-in*) e sulla base di appositi regimi transitori per ciascun requisito<sup>411</sup>, essi provvedono a disciplinare i seguenti aspetti rilevanti ai fini della trattazione (e in

---

<sup>408</sup> In realtà alcuni passi erano già stati compiuti con la Direttiva 2010/76/CE (la c.d. CRDIII) che aveva modificato le Direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE (per le quali v. *supra*, Paragrafo 2.4) ed era intervenuta soprattutto cercando di arginare e porre rimedio alle carenze costituite dalla sottovalutazione dei rischi relativi al portafoglio di negoziazione e alle operazioni di cartolarizzazione e ri-cartolarizzazione. La Direttiva faceva seguito e recepiva analoghe disposizioni emerse a livello internazionale, in seno al Comitato di Basilea (e in tal senso cfr. BCBS, *Enhancements to the Basel II framework*, disponibile su [www.bis.org](http://www.bis.org), 2009).

Sulla CRDIII v. più nel dettaglio V. CALANDRA BUONAURA, *L’attività degli intermediari finanziari*, *op.cit.*, 7.

<sup>409</sup> V. EUROPEAN COMMISSION, *Possible further changes to the Capital Requirements Directive*, disponibile su [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), 2010.

<sup>410</sup> La scelta di intraprendere una risistemazione complessiva della disciplina dell’organizzazione patrimoniale per il tramite anche (e soprattutto) dello strumento del *Regolamento* (che non necessita di ulteriori provvedimenti di recepimento nelle normative nazionali) non è casuale, e si ricollega all’avvertita esigenza di definire un sistema di regolamentazione e vigilanza a livello europeo che sia il più *uniforme* ed *armonizzato* possibile. Sul punto v., in luogo di molti, C. FRIGENI, *Natura e funzione del «capitale» delle banche*, *op.cit.*, 55, e B. JOOSEN, *Regulatory capital requirements*, *op.cit.*, 10 ss.

<sup>411</sup> La *ratio* di tale scelta è evidente, ed è riconducibile alla volontà di permettere agli enti di adeguarsi in via progressiva al nuovo regime, anche sulla base della considerazione per cui un *immediato* obbligo di allineamento alla normativa avrebbe potuto compromettere: (i) la creazione di un effettivo *level playing field* a livello comunitario, e ciò per via dei diversi sistemi regolamentari rinvenibili nei diversi Stati membri; (ii) la capacità delle banche di adattare la propria struttura del passivo alle nuove regole, in considerazione del contesto economico di bassa redditività in cui queste riforme si inserivano e dunque, in definitiva (iii) la crescita stessa dei sistemi produttivi, per i freni posti all’esercizio del credito. In termini più ampi sul tema v. A. RESTI-A. SIRONI, *La crisi finanziaria*, *op.cit.*, 10 s.

Così, seppur l’entrata in vigore del nuovo sistema era formalmente fissata a gennaio 2013, molti dei requisiti vennero introdotti in maniera graduale (al momento in cui si scrivono queste righe peraltro i periodi transitori sono quasi del tutto decorsi). In particolare: (i) la disciplina relativa ai “fondi propri” entrava in vigore a far luogo dal 1° gennaio 2014 (art. 465 CRR), ed inoltre (a) nel primo anno di vigenza la disciplina dei profili quantitativi della dotazione patrimoniale minima risultava lievemente inferiore rispetto a quella definitiva (art. 465 CRR) e (b) la disciplina in tema di rettifiche (filtri prudenziali e detrazioni) al valore del capitale regolamentare utile ai fini di vigilanza prevedeva un periodo di *phase-in* su base quinquennale (artt. da 467 a 482 CRR); (ii) l’esclusione degli strumenti di capitale ibridi/innovativi non più computabili nel capitale regolamentare era sottoposta a un “periodo di grazia” (c.d. “grandfathering period”), e dunque anch’essa attuata in via graduale, prevedendosi la completa esclusione degli strumenti in questione (c.d. “grandfathered instruments”) dal capitale regolamentare in ratei annuali crescenti, fino alla loro completa estromissione prevista per il 31 dicembre 2021 (artt. da 483 a 491 CRR); (iii) si disponeva l’entrata in vigore a pieno regime del *capital conservation buffer* e del *counter-cyclical buffer* nel termine ultimo del 31 dicembre 2018 (art. 162 CRDIV) e (iv) lo stesso valeva per il *systemic risk buffer*, il cui regime è divenuto pienamente operativo il 1° gennaio 2019.

Per quanto concerne il coefficiente di leva finanziaria (artt. 429-430 CRR), esso è divenuto effettivamente vincolante solo a seguito dell’entrata in vigore del *Banking Reform Package*, di cui subito *infra* in questo Paragrafo.

realtà già parzialmente introdotti in nt. 411, trattando dei regimi transitori dei medesimi):

(i) *Requisito di fondi propri e capitalizzazione complessiva (profili quantitativi)*: il Regolamento, nella sua Parte Terza, individua le norme che attengono ai coefficienti di patrimonializzazione *minima*<sup>412</sup>, ossia il “requisito di Primo Pilastro”, in termini che come vedremo non differiscono dall’impostazione adottata da Basilea III.

La Direttiva invece contiene le regole relative al Secondo Pilastro della vigilanza ai sensi del quale, in estrema sintesi, si richiede alle banche di dotarsi di processi di controllo *sull’adeguatezza patrimoniale* attuale e prospettica, appropriati a fronteggiare ogni tipologia di rischio corso e non coperto attraverso il presidio del requisito minimo di Primo Pilastro. La valutazione circa l’adeguatezza del fabbisogno di capitale così stimato è rimessa all’autorità di vigilanza la quale, ove non soddisfatta, può disporre l’imposizione di requisiti patrimoniali aggiuntivi in eccesso rispetto ai minimi, il c.d. “requisito di Secondo Pilastro”. Si tratta, come si è visto, di un approdo che trova la propria origine nella filosofia dello schema di Basilea II (v. *supra* Paragrafo 2.3).

Infine, sempre la Direttiva disciplina i *buffers* aggiuntivi di capitale e segnatamente il: (a) *capital conservation buffer* (art. 129 CRDIV, o anche “riserva di conservazione di capitale”); (b) *countercyclical (institution specific) capital buffer* (art. 130 CRDIV, o anche “riserva di capitale anticiclica”); (c) requisito patrimoniale aggiuntivo per le istituzioni di rilevanza *sistemica* (art. 131 CRDIV) e il (d) *systemic risk capital buffer* (art. 133 CRDIV, o anche “riserva di capitale a fronte del rischio sistemico”). Al complesso dei requisiti in esame ci si riferisce anche con la denominazione di requisito combinato di riserva di capitale (più agevolmente, *combined buffer requirement*, ex art. 128 CRDIV). Fatta eccezione per il *systemic risk capital buffer* che non trova un equivalente nell’architettura regolamentare internazionale, gli altri requisiti addizionali, come vedremo, ricalcano l’impostazione dello schema di Basilea III già passata in rassegna.

(ii) *Elementi di fondi propri (profili qualitativi)*: in linea con quanto prospettato da Basilea III, il Regolamento individua: (a) le classi/categorie del capitale regolamentare<sup>413</sup>; (b) gli elementi conteggiabili in tali categorie, dedicando particolare attenzione alla componente “strumentista” e alle *caratteristiche* che il regolamento di emissione degli strumenti finanziari di raccolta deve rispettare,

---

Infine, seppur esulino dal perimetro della presente trattazione (per le ragioni già indicate *supra* in nt. 357), anche gli istituti finalizzati al governo del rischio di liquidità (Artt. da 411 a 428 CRR) sono stati assoggettati ad un *phase-in* progressivo. In particolare, (i) il *Liquidity Coverage Ratio*, applicato in Europa dall’ottobre 2015, è divenuto pienamente operativo dal gennaio 2019 (art. 460 CRR) e (ii) si stabiliva che, al decorso del regime transitorio previsto per quest’ultimo indicatore, trovasse piena applicazione anche il *Net Stable Funding Ratio*.

<sup>412</sup> In particolare, art. 92 CRR per il (i) *CET1 ratio*; (ii) *Tier 1 ratio* e (iii) *Total capital ratio*. Un’analisi dettagliata dei medesimi subito *infra*, Paragrafo 5.2.

<sup>413</sup> Ai sensi dell’art. 72 CRR, i fondi propri (o capitale regolamentare) di un’istituzione consistono della somma del suo aggregato Tier 1 e Tier 2. Gli artt. 50; 61 e 71 CRR individuano il valore netto rispettivamente del CET1; AT1 e Tier 2.

ai fini dell'eleggibilità di quest'ultimi<sup>414</sup> e (c) le rettifiche (*i.e.*, filtri e deduzioni) che devono essere applicati alle suddette componenti<sup>415</sup> e, in definitiva, all'aggregato complessivo utile ai fini di vigilanza<sup>416</sup>. La presente trattazione riserverà particolare attenzione a quanto *sub (b)* (che a sua volta comporterà l'analisi di quanto *sub (a)*, stante il rapporto di genere a specie che tra i due punti intercorre); mentre al tema delle rettifiche verrà dedicata un'attenzione minore, limitandosi a coglierne la *ratio* sottostante (questa sì rilevante ai fini della trattazione) e le conseguenze quantitative della loro applicazione.

Prima di intraprendere tale analisi si deve tuttavia dar conto delle importanti riforme che hanno recentemente toccato l'impianto della regolamentazione bancaria comunitaria in generale e la struttura patrimoniale bancaria in particolare. Nel novembre 2016 infatti la Commissione Europea, anche al fine di finalizzare e dare pieno recepimento agli istituti di Basilea III non ancora integralmente riflessi nei testi legislativi del 2013, proponeva un complesso di emendamenti alla legislazione in materia (che nel frattempo si era arricchita di un quadro armonizzato per la risoluzione e il risanamento degli enti creditizi e delle imprese di investimento e di un Meccanismo di Risoluzione Unico – i già introdotti BRRD e SRMR, e v. nel Primo Capitolo il Paragrafo 4.1 — ) che prende il nome di *Banking Reform Package*<sup>417</sup>.

Pur non destabilizzando l'architettura della regolamentazione, il *Banking Reform Package* propone un'organica riforma dei principali testi normativi in materia (il CRR; la CRDIV; la BRRD e il SRMR), al precipuo scopo di ridurre il sorgere e l'accumularsi di rischi nel settore bancario europeo, oltre che segnare un ulteriore passo verso il completamento del progetto di Unione Bancaria Europea. Ebbene, a seguito dei consueti dialoghi e negoziazioni interistituzionali<sup>418</sup>, il 27 giugno 2019 i testi legislativi che compongono il *Banking Reform Package* sono stati pubblicati nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea.

Nella *forma*, esso consta di quattro testi legislativi che rifluiscono, aggiornando e modificando, sul

---

<sup>414</sup> In particolare, (i) elementi (e strumenti di capitale) di CET1 sono disciplinati dagli artt. 26-31 CRR; (ii) elementi (e strumenti di capitale) di AT1 sono disciplinati dagli artt. 51-55 CRR e infine (iii) elementi (e strumenti di capitale) di Tier 2 sono disciplinati dagli artt. 62-65 CRR.

<sup>415</sup> Così, (i) gli artt. 32-49 CRR disciplinano filtri prudenziali e detrazioni da applicare agli elementi di CET1; (ii) gli artt. 56-60 CRR disciplinano le detrazioni da applicare agli elementi di AT1 e (iii) gli artt. 66-70 disciplinano le detrazioni da applicare agli elementi di Tier 2.

<sup>416</sup> Seppur i punti così di seguito compendati nel testo denotino all'apparenza un'impostazione null'affatto innovativa rispetto ai precedenti interventi del legislatore comunitario in materia, essa è stata arricchita da regole e criteri che, come vedremo, mostrano piena consapevolezza delle lacune regolamentari emerse durante la crisi finanziaria.

<sup>417</sup> V. EUROPEAN COMMISSION, *EU Banking Reform: Strong banks to support growth and restore confidence*, disponibile su [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), 2016.

<sup>418</sup> Per un sunto dei quali v. COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, *Banking package (CRR/CRD/BRRD/SRMR)- General endorsement of the results of the trilogue*, disponibile su [www.data.consilium.europa.eu](http://www.data.consilium.europa.eu), 2018.

CRR<sup>419</sup>, la CRDIV<sup>420</sup>, la BRRD<sup>421</sup> e il SRMR<sup>422</sup>.

Nei *contenuti*, il pacchetto di riforme introduce e innova numerosi e importanti istituti<sup>423</sup> ma, per i fini della presente trattazione basti qui soffermarsi su: (a) l'introduzione di un requisito obbligatorio di leva finanziaria (ossia, come già si è visto, un requisito di capitalizzazione indipendente dalla rischiosità delle esposizioni dell'ente), soggetto ad un *surcharge* (c.d. "additional leverage ratio buffer") quando applicato a istituzioni di rilevanza sistemica (artt. 429-430 CRR), che va dunque ad affiancarsi ai requisiti di Primo e Secondo Pilastro e, soprattutto, (b) l'organica rivisitazione dei profili qualitativi e quantitativi del coefficiente patrimoniale volto ad assicurare la capacità di assorbimento delle perdite e ricapitalizzazione in fase di risoluzione e liquidazione dell'intermediario (si tratta dei requisiti MREL e TLAC, che verranno estensivamente indagati *infra*, nella Seconda Sezione di questo Capitolo). Il *Banking Reform Package* ha lasciato sostanzialmente *inalterata* la disciplina degli elementi di fondi propri, intervenendo su aspetti da considerare secondari rispetto agli obiettivi della presente trattazione<sup>424</sup>, così come non ha toccato in termini rilevanti i criteri che definiscono la componente "strumentista" del capitale regolamentare.

Infine, conclusa questa breve panoramica sulla collocazione degli istituti che saranno oggetto di

---

<sup>419</sup> Il riferimento è al già introdotto CRRII, ossia il Regolamento (UE) 2019/876 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019, che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013. Gran parte degli emendamenti al testo del CRR acquisiranno obbligatorietà a partire da due anni dall'entrata in vigore del CRRII. Tra le previsioni che hanno acquisito immediata vincolatività, e tra quelle di più importante rilevanza del complessivo momento riformatore, vi è il nuovo requisito TLAC, sulla cui analisi si tornerà estensivamente nella Seconda Sezione del Capitolo.

<sup>420</sup> Il riferimento è alla già introdotta CRDV, ossia la Direttiva (UE) 2019/878 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 maggio 2019 che modifica la direttiva 2013/36/UE. Le nuove regole contenute nel CRDV devono essere trasposte negli ordinamenti nazionali entro il 28 dicembre 2020.

<sup>421</sup> Il riferimento è alla già introdotta BRRDII, ossia la Direttiva (UE) 2019/879 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 maggio 2019 che modifica la direttiva 2014/59/UE. La Direttiva in questione deve essere trasposta negli ordinamenti nazionali entro il 28 dicembre 2020.

<sup>422</sup> Il riferimento è al già introdotto SRMR2, ossia il Regolamento (UE) 2019/877 Del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 maggio 2019 che modifica il regolamento (UE) n. 806/2014.

<sup>423</sup> Oltre a quelli subito elencati nel testo, il *Banking Reform Package* ha disposto, *inter alia*: (i) la definitiva implementazione, a fronte del rischio di liquidità, di un *net stable funding ratio* (per cui v. *supra* nt. 357 e, per il precedente regime transitorio, v. nt. 411); (ii) un nuovo *framework* per i rischi di mercato sul *trading book* (il nuovo *framework*, la cui implementazione riguarderà inizialmente i soli obblighi di comunicazione alla autorità competente, si informa alle posizioni del Comitato di Basilea assunte nel suo *fundamental review of the trading book*, recentemente aggiornate nel gennaio 2019); (iii) emendamenti alla disciplina in materia di rischio di credito (in particolare, si prevedono agevolazioni – in termini di impatti sul capitale – a seguito della dismissione di considerevoli portafogli di esposizioni *non performing*); (iv) l'introduzione di una serie di misure, improntate al principio di proporzionalità, volte alla riduzione dei costi di *compliance* per le banche di piccole dimensioni (in particolare, in tema di determinazione dei requisiti di liquidità; del rischio di mercato e del rischio di credito e di tasso di interesse nel *banking book*) e (v) l'obbligo per le istituzioni extra-UE con un significativo volume di attività in Europa, detenute per il tramite di controllate ivi incorporate, di costituire a fini di vigilanza prudenziale una *intermediate EU parent undertaking*. *Amplius*, sui punti qui solamente elencati, v. EUROPEAN COMMISSION, *Adoption of the banking package: revised rules on capital requirements (CRRII/CRD V) and resolution (BRRD/SRM) – Fact-Sheet*, disponibile su [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), 2019.

<sup>424</sup> Si segnala qui: (i) la possibilità per le banche, in sede di deduzione dei beni immateriali (c.d. *intangibles*) dall'aggregato di CET1, di escludere da tale rettifica il valore contabile dei *software* subordinatamente al rispetto di determinati requisiti che verranno stabiliti dall'EBA e (ii) l'abrogazione della facoltà per l'autorità di vigilanza, in sede di determinazione del Requisito di Secondo Pilastro, di tener conto dei rischi di natura macro-prudenziale (e v. già nel Primo Capitolo la nt. 141) e, a compensazione di tale misura, il riconoscimento di una maggiore flessibilità in sede di determinazione del *systemic risk buffer*. *Amplius*, v. EUROPEAN COMMISSION, *Adoption of the banking package, op.cit.*



analisi nelle prossime pagine, si pongono di seguito due brevi premesse metodologiche circa il suo svolgimento: così, (i) i riferimenti che si faranno alla legislazione di primo livello (principalmente, CRR e CRDIV), dovranno intendersi alle loro versioni recentemente rivedute e aggiornate (a seguito dell'adozione del CRRII e della CRDV) e (ii) in merito a tale legislazione si farà riferimento e si riporterà la versione in lingua inglese, in quelle circostanze in cui l'analogia traduzione italiana non risulti limpidissima<sup>425</sup>.

### 5.1. *Ambito operativo della regolamentazione patrimoniale europea: la dimensione applicativa (cenni).*

I requisiti di patrimonializzazione obbligatoria disciplinati dal CRR e dalla CRDIV si applicano non solo agli enti creditizi<sup>426</sup>, ma anche alle imprese di investimento<sup>427</sup> ed essi trovano applicazione, nella realtà del gruppo bancario (forma di esercizio dell'attività bancaria empiricamente predominante), sia su base individuale<sup>428</sup> che a livello consolidato (ossia considerando le entità del gruppo come una singola *economic unit*)<sup>429</sup>, e ciò conformemente al c.d. *dual-level supervision principle*<sup>430</sup>.

---

<sup>425</sup> Segnala la stessa difficoltà C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 102.

<sup>426</sup> Il tema del *proprium* della fattispecie "ente creditizio" è stato oggetto di analisi nel Paragrafo 1 del Primo Capitolo. Qui basti aggiungere che ai sensi dell'art. 4, paragrafo 1, punto 1, CRR (a cui rimanda anche l'art. 3, paragrafo 1, punto 1, CRDIV) con la nozione *de qua* si individuano quelle imprese la cui attività "is to take deposits or other repayable funds from the public and to grant credits for its own account".

L'estensione del perimetro applicativo dei requisiti prudenziali a istituzioni differenti dagli enti creditizi attivi su *scala internazionale* segna una *divergenza* con gli analoghi standard di Basilea, il cui campo operativo è limitato esclusivamente alle "internationally active banks", e cfr. in tal senso BCBS, *Scope and definition*, disponibile su [https://www.bis.org/basel\\_framework/index.htm](https://www.bis.org/basel_framework/index.htm), 2019, § 10.1. La giustificazione per tale approccio è eminentemente pratica, come si è detto: "This wide scope is necessary in the EU where banks authorised in one Member State can provide their services across the EU's single market and as such are more than likely to engage in cross-border business. Also, applying the internationally agreed rules only to a subset of European banks would create competitive distortions and potential for regulatory arbitrage" – così EUROPEAN COMMISSION, *CRD IV/CRR – Frequently Asked Questions*, disponibile su [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), 2013.

<sup>427</sup> Con la locuzione "imprese di investimento" si intendono quelle imprese "whose regular occupation or business is the provision of one or more investment services to third parties and/or the performance of one or more investment activities on a professional basis" (così artt. 4, paragrafo 1, punto 2 CRR e 3, paragrafo 1, punto 2, CRDIV, che entrambi rimandano alla definizione fornita dall'art. 4, paragrafo 1, punto 1, della Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari). La presente trattazione tuttavia sarà condotta avendo riguardo ai soli intermediari bancari.

<sup>428</sup> E v. art. 6 CRR, per l'ambito operativo del requisito di Primo Pilastro. V. invece gli artt. 129-130-131-133 CRDIV per la necessaria applicazione su base individuale rispettivamente del (i) *capital conservation buffer*; (ii) *institution-specific countercyclical capital buffer*; (iii) requisito patrimoniale aggiuntivo per le istituzioni di rilevanza sistemica e (iv) *systemic risk buffer*. Analogo livello applicativo per il requisito di Secondo Pilastro, a cui si giunge tramite la procedura disposta ex art. 113 CRDIV.

<sup>429</sup> E v. artt. 11 CRR e gli artt. della CRDIV menzionati in nota precedente, per la necessaria applicazione su base consolidata del requisito di Primo Pilastro e dei *buffers* che compongono il requisito combinato di riserva di capitale. V. infine art. 113 CRDIV per l'applicazione consolidata del requisito di Secondo Pilastro.

<sup>430</sup> Alla base del principio in questione vi è la convinzione che tra vigilanza prudenziale su base individuale e consolidata sussistano sinergie e complementarietà. Infatti:

i) da un lato, l'applicazione dei requisiti prudenziali su base individuale permette all'autorità di vigilanza di focalizzarsi sulla situazione patrimoniale e finanziaria del singolo ente. Ciò è importante se si considera come, in virtù della separatezza e autonomia esistente tra le singole società del gruppo, la controllante non è solitamente responsabile per le obbligazioni in cui la controllata è parte passiva, donde un'autonoma supervisione della situazione patrimoniale delle singole entità si rende necessaria. Inoltre, e soprattutto, l'applicazione dei requisiti prudenziali a livello individuale si basa

## 5.2. *Profili quantitativi della regolamentazione patrimoniale europea: A) il requisito di Primo Pilastro e sua composizione.*

La regolamentazione europea accoglie molte delle posizioni espresse dallo schema di Basilea III in tema di profili quantitativi dell'adeguata capitalizzazione bancaria. Ciò è vero per il requisito di Primo Pilastro, laddove il CRR impone il rispetto di un coefficiente di patrimonializzazione (*total capital ratio*) tra elementi di fondi propri ed attivi ponderati per il rischio pari all'8%<sup>431</sup>. Tale requisito deve essere soddisfatto avendo riguardo alle due macrocategorie che compongono il capitale regolamentare, ossia il Tier 1 *capital* (che deve essere pari al 6% del totale delle esposizioni ponderate per il rischio, con la possibilità di soddisfare l'1.5% di tale requisito tramite emissioni di strumenti di AT1 e non necessariamente con soli elementi di CET1) e il Tier 2 *capital* (idoneo a coprire il restante 2% del fabbisogno obbligatorio di capitale). Peraltro, l'intermediario può anche decidere di soddisfare

---

sull'assunto per cui la complessiva stabilità *del* gruppo che pur può derivarsi a livello consolidato, nulla dica sulla, e non garantisca la, libera trasferibilità delle risorse *nel* gruppo verso quelle entità che dovessero manifestarne la necessità (c.d. *capital fungibility*).

ii) dall'altro lato, l'applicazione su base consolidata permette una valutazione *globale* del gruppo nella sua interezza, come se si fosse innanzi ad un'entità singola (la qual cosa, oltre ad evitare fenomeni di c.d. *double counting* del capitale emesso e detenuto da altre società del gruppo, permette di prevenire il diffondersi di eventuali squilibri tra le società del gruppo, rafforzando a sua volta l'efficacia della vigilanza individuale).

Evidentemente, in tanto appare necessario assicurare l'applicazione dei requisiti patrimoniali ad entrambi i livelli in quanto ciò assicuri effettivi benefici. In quest'ottica sono da leggersi le deroghe all'applicazione dei requisiti di patrimonializzazione su base individuale disposte dal CRR (art. 7-9-10): le fattispecie e le condizioni dettate dagli articoli in questione individuano scenari in cui, oltre a non porsi problemi di coordinamento tra autorità di supervisione di diverse giurisdizioni, esistono legami così forti tra la singola controllata e la controllante (vuoi ad esempio per l'esistenza di garanzie e l'assenza di impedimenti circa la pronta movimentazione di risorse all'interno del gruppo) che l'applicazione dei requisiti prudenziali su base individuale non garantirebbe alcun valore aggiunto alla supervisione condotta a livello consolidato.

Per le questioni sollevate in questa nota v. più nel dettaglio EUROPEAN COMMISSION, *on the rules governing the level of application of banking prudential requirement – Report from the Commission to the European Parliament and the Council*, disponibile su [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu), 2015, 3 ss.; J. RICHARDON-M. STEPHENSON, *Some aspects of regulatory capital*, *op.cit.*, 25 s., e, più in generale, sulle ragioni sottostanti l'applicazione dei requisiti prudenziali su base consolidata; sub-consolidata ed individuale, v. S. McPHILEMY-R. VAUGHAN, *The levels of application of prudential requirements: a comparative perspective*, in *Bank of England Staff Working Papers*, 2016, 1 ss.

<sup>431</sup> V. art. 92 CRR. La tecnica adottata dal CRR è dunque sempre quella del (dei) *risk-weighted capital requirement(s)*. In particolare i coefficienti di patrimonializzazione, e la relativa quota di fondi propri, sono determinati rispetto al volume complessivo delle attività per i rischi a cui sono soggette (art. 92, paragrafo 2, CRR). Gli elementi e le categorie di rischio considerati – e da coprire con quote di capitale – sono elencati nell'art. 92, paragrafo 3, CRR (così a seconda dei casi, il rischio rilevante è individuato, *inter alia*, nel rischio di credito, di diluzione e di mercato delle esposizioni; e nel rischio di cambio, di regolamento e di posizione dell'ente).

In punto di determinazione e valutazione dei rischi (e dunque, del calcolo dei *risk-weights* da applicarsi agli impieghi bancari) il CRR definisce due diverse metodologie, l'una basata su un metodo *standard* (artt. 111 e ss. CRR) e l'altra su modelli di *rating* interni (art. 142 CRR). Nel primo caso il metodo si fonda sulla classificazione degli *assets* in base alla natura del soggetto obbligato (art. 112 CRR) e alla successiva attribuzione dei fattori di ponderazione in funzione della classe in cui l'esposizione è classificata (artt. 114 ss. CRR) ovvero della valutazione del merito creditizio (artt. 135 ss. CRR) fornita da agenzie di *rating* (c.d. *External Credit Assessment Institution*). Nel secondo caso, il calcolo dei fattori di ponderazione del rischio è demandato quasi interamente ai modelli adottati internamente dalla banca e validati dall'autorità.

il complessivo requisito dell'8% dei RWAs integralmente con risorse di CET1<sup>432</sup>.

La netta differenziazione (e la diversa rilevanza) tra le due categorie di patrimonio (e i relativi coefficienti di patrimonializzazione) si apprezza pienamente se si adotta un'ottica funzionale e *macro-prudenziale*: riconosciuta al Tier 1 la funzione specifica di *going concern capital*, di aggregato patrimoniale a disposizione dell'ente per il ripianamento delle perdite in situazioni di continuità aziendale<sup>433</sup>, l'enfasi quantitativa che la regolamentazione pone su tale categoria (come si vedrà, le risorse computate nel CET1 sono anche le uniche ammesse a concorrere sia alla formazione dei *buffers* patrimoniali aggiuntivi che a soddisfare in maniera preponderante il requisito di Secondo Pilastro) si ricollega alla *prominenza* e dignità assunta dalla dimensione macro-prudenziale nella regolamentazione internazionale (per cui v. nel Primo Capitolo, il Paragrafo 4.2).

Come già si è avuto modo di vedere a livello teorico (v. *supra* Paragrafo 1) le istanze macro-prudenziali trovano emersione in tema di adeguata capitalizzazione bancaria in ciò, che a rilevare per quest'ultima dovrebbero essere solamente le risorse patrimoniali che garantiscono all'ente, al sorgere di una crisi (soprattutto quando di dimensioni sistemiche), la *continuazione dell'attività* e la *prevenzione dell'insolvenza*, in definitiva non pregiudicando il *funzionamento* del canale bancario e finanziario e dell'economia reale. In un'ottica di *sistema* infatti, ove l'enfasi è posta sulla stabilità di quest'ultimo (e sulle dipendenze che instaura con i sistemi produttivi), la disponibilità individuale dell'intermediario di un cuscinetto "liquidatorio", capace di limitare i danni derivanti dall'insolvenza e garantire così il soddisfacimento delle pretese creditorie in una fase *gone concern*, benché importante, passa in secondo piano. Corollario di ciò è, sul piano quantitativo, la minore importanza riconosciuta alla categoria patrimoniale del Tier 2, in quanto composta da elementi che *non* assicurano *immediatezza* nell'assorbimento delle perdite (e il proseguimento dell'attività dell'intermediario), e dunque relegata a soddisfare, *eventualmente*, il solo 2% del complessivo requisito di Primo Pilastro (e parte del requisito di Secondo Pilastro).

Tale approccio macroprudenziale alla delimitazione delle classi regolamentari e prudenziali rilevanti si sviluppa, di necessità, in una *selezione di tipo funzionale* delle risorse conteggiabili all'interno di ognuna di quest'ultime.

Ciò è vero per i valori eleggibili all'interno della categoria del Tier 1 (in particolare nel CET1), ove tutti debbono presentare – secondo una prospettiva che bada più alla *sostanza* che alla *forma* dei relativi valori – una spiccata predisposizione ad essere utilizzati per il ripianamento delle perdite correnti. Così per la categoria del CET1 che comprende, al di là degli apporti raccolti a fronte di

---

<sup>432</sup> Per l'osservazione in questione v. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 90 (nt. 50), e le considerazioni di EBA nella sua Q&A No. 2552 del 2016, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu).

<sup>433</sup> E in termini evocativi ma efficaci, all'aggregato in questione ci si è riferiti anche col termine di "patrimonio di funzionamento" – così C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 88.



emissione di strumenti finanziari le cui caratteristiche verranno analizzate in seguito, la risultante algebrica di (i) utili non distribuiti<sup>434</sup>; (ii) altre componenti di conto economico complessivo accumulate; (iii) altre riserve e (iv) fondi per rischi bancari generali, *ma*, ai sensi dell'art. 26, paragrafo 1, CRR, “*soltanto se possono essere utilizzati senza restrizioni e senza indugio dall'ente per la copertura dei rischi o delle perdite nel momento in cui tali rischi o perdite si verificano*”. E in realtà, le poste così individuate ai fini del soddisfacimento del CET1 *ratio* sono collocate su un piano di *equivalenza*, evidenziando allora il CRR una certa *indifferenza* per l'eventuale *qualificazione* che tali valori possono ricevere secondo altri plessi normativi (si pensi alla normativa societaria). A riguardo, per quel che qui interessa, si è acutamente notato come il capitale sociale – o meglio, le somme raccolte a seguito di imputazione a capitale, conteggiabili a determinate condizioni all'interno della componente “strumentista” del CET1 – e le riserve “*ai fini del calcolo del patrimonio di vigilanza sono poste sullo stesso piano. In altri termini, le riserve non svolgono una funzione ancillare rispetto al capitale, ma si sommano a questo, senza limitazione alcuna. Così che, fermo il rispetto della misura minima del capitale sociale, ai fini del soddisfacimento dei requisiti patrimoniali non si richiede che sussista un determinato rapporto tra, appunto, capitale e riserve. Si potrebbe essere indotti a ritenere che la ragione di ciò risieda nella loro comune natura di mezzi propri, come tendenzialmente intesi. In questa prospettiva capitale e riserve concorrerebbero a costituire il patrimonio di vigilanza in quanto, dal punto di vista quantitativo, essi rappresentano la misura del patrimonio che residua una volta detratte le passività sociali. Questo approccio – di tipo fondamentalmente statico – non consente tuttavia di spiegare profili ulteriori della disciplina e non rispecchia la logica che si è vista essere alla base sia dell'Accordo di Basilea sul patrimonio che della normativa comunitaria in materia. Centrale per la comprensione della disciplina ora in esame, sembra essere invece il profilo della continuità dell'attività. Più specificamente, la regolamentazione sul patrimonio di vigilanza, lungi dall'aver a suo fondamento una considerazione statica dell'impresa, guarda ad essa come fenomeno legato al tempo. Significativamente, in un'ottica prudenziale essa [...] annette un rilievo centrale alla stabilità dei valori apportati all'impresa e alla loro capacità di assorbire eventuali perdite in corso di gestione, senza necessità di procedere alla liquidazione dell'impresa stessa*”<sup>435</sup>.

Ma ciò vale anche per le poste conteggiabili negli aggregati AT1 e Tier 2: così, seppur in entrambi i casi nelle relative categorie rientrano quasi esclusivamente risorse raccolte a seguito di emissioni di

---

<sup>434</sup> Emerge (ancora una volta) come nell'ottica regolamentare prudenziale l'utile di esercizio venga considerato come un ulteriore strumento di salvaguardia e conservazione della base patrimoniale bancaria, e non un mezzo per soddisfare gli investitori nel capitale bancario. Sul punto v. B. JOOSEN, *Regulatory capital requirements, op.cit.*, 6.

<sup>435</sup> D. LA LICATA, *La struttura finanziaria, op.cit.*, 133 ss. Le considerazioni dell'A. fanno riferimento al sistema italiano di recepimento di Basilea II, ma la loro attualità rispetto all'analisi della disciplina qui in oggetto è evidente.

strumenti di raccolta<sup>436</sup>, come si vedrà i criteri da rispettare per l'eleggibilità si traducono nell'un caso nel contribuire al rafforzamento patrimoniale dell'ente in un'ottica di garanzia della continuità aziendale (così per gli strumenti AT1, in particolare tramite la necessaria presenza nel regolamento di emissione di una clausola di conversione e partecipazione alle perdite che si attivi prima che gli strumenti di CET1 siano stati completamente erosi) e nell'altro caso nel contribuire al medesimo rafforzamento patrimoniale ma, perlomeno, in situazioni di liquidazione o insolvenza dell'ente (così per le passività subordinate ammissibili a soddisfare il requisito di Tier 2).

Come già si è potuto anticipare parlando delle analoghe previsioni di Basilea III, le risorse raccolte tramite strumenti eleggibili per finalità regolamentari (*rectius*, i regolamenti contrattuali sottostanti tali raccolte) non devono presentare *solamente* una più o meno spiccata attitudine a garantire l'assorbimento delle perdite, ma anche certe altre caratteristiche in punto di *stabilità* e *flessibilità* dei pagamenti. Ciò che qui preme sottolineare è come la selezione delle poste che mirano a soddisfare il *quantum* regolamentare necessario opera avendo riguardo a un ben definito concetto di "*qualità patrimoniale*". E, considerato come ai fini della valutazione della solidità patrimoniale l'ottica regolamentare assegna primario rilievo a quanto raccolto a titolo di CET1 (e non solo ai fini del soddisfacimento del requisito di Primo Pilastro, come subito si vedrà nei prossimi Paragrafi), si condivide l'osservazione per cui "*il tratto distintivo che emerge dal nuovo contesto è l'innalzamento della quantità di «capitale» di massima qualità imposto alle banche*"<sup>437</sup>.

E non deve sorprendere come tale logica operi anche "in negativo", sul piano delle rettifiche prudenziali (e della *ratio* sottostante tali rettifiche) da apportare al valore "lordo" delle categorie del capitale regolamentare (*i.e.*, della sommatoria delle singole poste che in positivo compongono dette categorie) appena identificate<sup>438</sup>. Così, al di là di una puntuale elencazione delle medesime, valga

---

<sup>436</sup> V. gli artt. 51 e 62 CRR per i valori computabili rispettivamente all'interno dell'AT1 e Tier 2. Per completezza si segnala come all'interno di quest'ultima categoria vengono ammesse, seppur in ammontare limitato, le rettifiche di valore su crediti generici.

<sup>437</sup> C. FRIGENI, *Natura e funzione del «capitale» delle banche*, *op.cit.* 61.

<sup>438</sup> Ad una rettifica del valore del capitale regolamentare peraltro può giungersi non solamente per via dell'applicazione diretta di filtri e deduzioni, ma anche in via "indiretta", per l'intrecciarsi dei requisiti prudenziali con la legislazione contabile (*i.e.*, nella misura in cui i primi dipendano e si basino sulle risultanze contabili). È il caso della recente introduzione del principio contabile IFRS 9: infatti, a far data dal 1° gennaio 2018 il principio contabile "IFRS 9: financial instruments" ha sostituito il precedente "IAS 39: recognition and measurement". Il nuovo *standard* disciplina il trattamento contabile – in termini di classificazione, misurazione e, per quel che qui interessa, introducendo un innovativo criterio di valutazione per le perdite attese – degli strumenti finanziari detenuti da banche, assicurazioni ed intermediari finanziari vigilati.

La rilevanza regolamentare e prudenziale dello *standard* IFRS 9 emerge nella misura in cui se ne consideri preliminarmente l'impatto sulla valutazione dei crediti bancari c.d. *impaired – non performing*: l'IFRS9 infatti, mirando a garantire una più *tempestiva* rilevazione delle perdite sui crediti, ha introdotto un diverso razionale sottostante la rilevazione delle rettifiche di valore a seguito di un *impairment* sui crediti, passando da una logica di *perdita attesa subita* (c.d. *incurred loss*), propria dello IAS39 e in cui si ammettevano rettifiche sui crediti solo a fronte di perdite legate a eventi già verificatisi, ad una logica di *perdita futura attesa* (c.d. *expected loss*), basata su stime e criteri probabilistici, che non richiedono l'esistenza di un concreto deterioramento nella posizione del debitore per registrare contabilmente la perdita. In altri termini, si è passati da una logica "back-ward looking" a una logica "forward looking". Nello specifico,

quanto segue: in termini tassonomici, tali rettifiche si traducono in *filtri* (invero disposti per la sola componente CET1 del capitale regolamentare)<sup>439</sup> e *deduzioni/detrazioni* (disposte per tutte le categorie del capitale regolamentare)<sup>440</sup>.

In termini pratici, i primi individuano elementi (o surplus di valori) che non possono concorrere alla formazione quantitativa del relativo aggregato di fondi propri (*i.e.* del CET1), le seconde invece individuano poste il cui valore deve essere dedotto dalla relativa classe.

In termini sistematici, anche l'individuazione degli elementi da "filtrare" e dedurre dai relativi aggregati è conformata, in un'ottica *funzionale*, alla necessità di epurare dalla base patrimoniale,

---

il nuovo *standard* prevede accantonamenti (c.d. *provisioning*) a fronte delle perdite previste non appena il credito viene iscritto, e tali perdite vengono contabilizzate per tutta la vita residua dello stesso. Dall'approccio in questione dovrebbe derivare, quasi di necessità, la classificazione come esposizioni *non-performing* di quote di crediti attualmente considerati *performing*, (e, di conseguenza, un aumento degli accantonamenti).

Da un punto di vista prudenziale, e qui la rilevanza del tema per la presente nota, il nuovo *standard* produce indirettamente effetti sui requisiti di capitale regolamentare – in particolare su quello di maggiore qualità e maggiormente rilevante per l'assorbimento delle perdite correnti, il CET1 –, e ciò se si considera come (i) l'utile di esercizio non distribuito e portato a nuovo è una posta ed elemento positivo del CET1 e (ii) l'aumento degli accantonamenti per perdite attese a seguito dell'introduzione dell'IFRS9, rilevati in conto economico, necessariamente deprime il risultato positivo di esercizio, sicché (iii) ciò dovrebbe riflettersi nel contesto prudenziale e comportare a sua volta una riduzione/perdita secca del CET1 (e, invariati gli attivi ponderati per il rischio, del CET1 *ratio*). Sul punto, e conformemente, v. EBA, *Report on first observations on the impact and implementation of IFRS9 by EU institutions*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2018.

Per un'analisi più approfondita del nuovo principio contabile, v. D. BHOLAT-R. LASTRA-S. MARKOSE-A. MIGLIONICO-K. SEN, *Non-performing loans at the dawn of IFRS 9: regulatory and accounting treatment of asset quality*, in *Journal of Banking Regulation*, 2018, 33 ss., e, nella letteratura italiana, M. GIANNANTONIO-C. MUTTI, *I crediti deteriorati fra la prospettiva regolamentare e contabile: un'evidenza empirica*, in *Riv. dott. comm.*, 2018, 443 ss., e A. VICARI, *Amministratori di banche e gestione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 2018, 565 ss.

<sup>439</sup> Così: (i) l'art. 32 CRR dispone che gli aumenti di patrimonio netto risultanti da attività cartolarizzate – e conseguenze della applicabile disciplina contabile – debbano essere esclusi dagli elementi dei fondi propri e (ii) l'art. 33 CRR impone l'esclusione dagli elementi di fondi propri di (a) particolari riserve da *fair value*; (b) profitti e perdite sulle passività dell'ente, valutate al *fair value* e dovuti a variazioni del merito creditizio di quest'ultimo e (c) profitti e perdite al *fair value* su derivati passivi dell'ente dovuti a variazioni del merito di credito di quest'ultimo.

<sup>440</sup> Gli elementi da dedurre dal valore complessivo delle poste di CET1 sono individuati dall'art. 36 CRR, e *inter alia* si tratta de: (i) le perdite dell'esercizio in corso; (ii) le attività immateriali (da cui possono escludersi, a seguito delle modifiche apportate dal CRR II, il valore dei *software*, a condizione che essi risultino valutati in maniera prudente, secondo una metodologia di futura definizione dell'EBA enucleata in appositi *technical standards*, e v. *supra* nt. 424); (iii) le attività fiscali differite che dipendono dalla redditività futura; (iv) gli importi negativi risultanti dal calcolo delle perdite attese sugli attivi per quegli enti che calcolano il valore dei RWAs avvalendosi degli *internal models*; (v) gli strumenti propri di CET1 detenuti dall'ente direttamente, indirettamente o sinteticamente (inclusi gli strumenti propri di CET1 che l'ente, in virtù di obblighi contrattuali, dovrà riacquistare) (vi) gli strumenti di CET1 emessi da soggetti del settore finanziario e detenuti dall'ente direttamente, indirettamente o sinteticamente e (vii) le deduzioni che sarebbero da applicare agli elementi di AT1, ma che superano il valore totale delle poste che compongono tale aggregato. Le modalità di calcolo per ognuna delle dette deduzioni, nonché le possibili esenzioni, sono disciplinate negli artt. da 37 a 49 CRR. Infine, si prevede la possibilità, *ex art.* 48 CRR, di esentare gli enti limitatamente ad alcune delle deduzioni dal CET1 passate in rassegna (in particolare, le detrazioni per attività fiscali differite che dipendono dalla redditività futura e per gli investimenti – nella forma di strumenti CET1 – in soggetti del settore finanziario), quando tali poste si attestano al di sotto di determinati valori, ritenuti dal CRR non significativi.

Gli elementi da dedurre dal valore complessivo delle poste di AT1 sono individuati dall'art. 56 CRR, e si tratta *inter alia* de: (i) gli strumenti propri di AT1 detenuti dall'ente direttamente, indirettamente o sinteticamente (inclusi gli strumenti propri di AT1 che l'ente, in virtù di obblighi contrattuali, dovrà riacquistare); (ii) gli strumenti di AT1 emessi da soggetti del settore finanziario e detenuti dall'ente direttamente, indirettamente o sinteticamente e (iii) le deduzioni che sarebbero da applicare agli elementi di Tier 2, ma che superano il valore totale delle poste che compongono tale aggregato.

Gli elementi da dedurre dal valore complessivo delle poste di Tier 2 sono individuati dall'art. 66 CRR, e si tratta *inter alia* de: (i) gli strumenti propri di Tier 2 detenuti dall'ente direttamente, indirettamente o sinteticamente (inclusi gli strumenti propri di Tier 2 che l'ente, in virtù di obblighi contrattuali, dovrà riacquistare) e (ii) gli strumenti di Tier 2 emessi da soggetti del settore finanziario e detenuti dall'ente direttamente, indirettamente o sinteticamente.

salvaguardandone la qualità, elementi che vuoi presentino un incerto grado di realizzabilità<sup>441</sup> ovvero volatilità<sup>442</sup>; vuoi comportino la creazione di pericolose interconnessioni tra intermediari finanziari (sicché la deduzione opera come “sterilizzazione” di un rischio di *contagio*); o vuoi infine non contribuiscano a creare una genuina ed effettiva *loss absorption capacity* (ed è il caso degli strumenti regolamentari *propri* sottoscritti direttamente o indirettamente dall’ente emittente), donde nullo risulterebbe il loro contributo alla stabilità e al rafforzamento del patrimonio bancario<sup>443</sup>.

5.3. (Segue). B) *il requisito di Secondo Pilastro (e il Pillar 2 Guidance) e le conseguenze della violazione del Total SREP Capital Requirement.*

Oltre ai requisiti di capitale minimo di Primo Pilastro disciplinati dal CRR appena rassegnati (e complessivo di riserva di capitale, per cui *infra* nel prossimo Paragrafo), le autorità competenti possono imporre alle banche il rispetto di un ulteriore requisito di patrimonializzazione (c.d. requisito di Secondo Pilastro o anche *Pillar 2 Requirement*), nei termini previsti dalla CRDIV.

Si è già dato conto di come uno dei capisaldi dell’architettura di Basilea II fosse la promozione, per la copertura di tutti quei rischi *non intercettati* dal coefficiente di patrimonializzazione minimo, di un sistema di autocontrollo e autovalutazione degli intermediari rispetto al loro grado di adeguatezza patrimoniale attuale e prospettica (denominato *Internal Capital Adequacy Assessment Process* o “ICAAP”). In termini speculari a tale procedura si poneva il *Supervisory Review and Evaluation Process* (“SREP”) condotto dalla competente autorità e volto a verificare l’adeguatezza e correttezza dell’ICAAP degli intermediari<sup>444</sup>, all’esito del quale poteva richiedersi alle banche di adeguare, innalzandola, la propria dotazione patrimoniale obbligatoria. Il requisito di Secondo Pilastro non integrava pertanto un requisito di carattere generale, ma era bensì definito dall’azione del supervisore e si caratterizzava per connaturate caratteristiche *bank-specific*.

La struttura, la logica e le finalità del requisito di Secondo Pilastro non sono mutate nella trasposizione comunitaria degli istituti operata dal CRDIV *Package*, ciò che ha subito un cambiamento è il perimetro dell’ICAAP e dello SREP, notevolmente ampliato e ricomprensivo rischi prima non

---

<sup>441</sup> V. quanto già osservato *supra*, nt. 379 con riferimento ai *regulatory adjustments* disciplinati da Basilea III.

<sup>442</sup> Si pensi alla potenziale volatilità derivante dalla contabilizzazione di poste secondo i principi IAS/IFRS (e nello specifico le relative plusvalenze, che pur possono concorrere ad incrementare i valori disponibili del netto), sicché la necessità di predisporre appositi filtri. In argomento cfr. C. BRESCIA MORRA, *Strumenti finanziari innovativi*, *op.cit.*, 454; D. LA LICATA, *La struttura finanziaria*, *op.cit.*, 167, e B. JOOSEN, *Regulatory capital requirements*, *op.cit.*, 16. Ma sul punto anche le non più vigenti disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche emesse dalla Banca d’Italia, laddove si sottolineava come i correttivi alle voci di patrimonio netto risultanti dal bilancio IAS avevano la funzione di “salvaguardare la qualità del patrimonio di vigilanza e di ridurre la potenziale volatilità indotta dall’applicazione dei principi contabili internazionali” (Tit. I, cap. 2, sez. I, par. 1).

<sup>443</sup> V. B. JOOSEN, *Regulatory capital requirements*, *op.cit.*, 16.

<sup>444</sup> In particolare si legge al § 746 dell’Accordo di Basilea II che in base allo SREP, alle autorità di supervisione si richiedeva di “*review and evaluate banks’ internal capital adequacy assessments and strategies, as well as their ability to monitor and ensure their compliance with regulatory capital ratios*”.

oggetto del procedimento di automonitoraggio e verifica richiesto agli intermediari e di successivo controllo dell'autorità. Così, ai sensi degli artt. 97 e 98 CRDIV, le autorità competenti devono riesaminare strategie, processi e meccanismi adottati dagli enti per ottemperare agli obblighi derivanti dal CRR e dalla CRDIV. Tale processo di revisione e valutazione<sup>445</sup>, condotto su base sia individuale che consolidata, ha per oggetto, oltre alla adeguata copertura patrimoniale del rischio di credito, mercato ed operativo, gli altri rischi cui l'intermediario può essere esposto, e deve fondare le sue risultanze sulla base, *inter alia*, de: (i) il *business model*; (ii) la gestione del rischio di liquidità; (iii) la struttura e i dispositivi di *governance*; (iv) la capacità dei membri dell'organo di gestione di esercitare le loro funzioni e (v) i risultati degli *stress test* (sia quelli condotti dalle banche c.d. interni, che quelli supervisionati dall'autorità competente e dall'EBA)<sup>446</sup> dell'intermediario. Il procedimento trova formale conclusione con la comunicazione all'intermediario della "SREP Decision" per il tramite della c.d. "SREP letter"<sup>447</sup>, a cui può seguire l'esercizio, da parte dell'autorità competente, di una o più misure di supervisione. In tal senso, gli artt. 104 e 105 CRDIV enumerano un ampio numero di poteri di natura *qualitativa* e *quantitativa* di cui devono essere dotate le autorità competenti e da esercitare in tutti i casi in cui i risultati dello SREP suggeriscano che l'intermediario non rispetti (o non rispetterà) i requisiti prudenziali del CRR e della CRDIV. Per quel che qui interessa, tra tali poteri rientra l'imposizione di quote ulteriori di fondi propri (cfr. artt. 104, paragrafo 1, lett. a), e 104a,

---

<sup>445</sup> Nel dicembre 2014 l'EBA, nel cui mandato rientra la promozione di strumenti e metodologie finalizzate alla convergenza delle pratiche di vigilanza, ha pubblicato le "*Guidelines for common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process (SREP)*". Queste, la cui base legislativa è da individuarsi nell'art. 107 CRDIV, mirano a fornire alle autorità di vigilanza europee un corpo condiviso di criteri da seguire per la conduzione dello SREP e a superare una sostanziale situazione di *frammentarietà* nelle pratiche di vigilanza delle autorità che si riscontrava a livello europeo, che a sua volta minava l'*omogeneità* e la *comparabilità* dei risultati degli SREPs. Ai sensi delle *guidelines* l'analisi e la valutazione condotta dalle autorità deve coprire quattro diversi ambiti, ossia: (i) *risk to capital*; (ii) *risk to liquidity*; (iii) *business model assessment* e (iv) *governance and risk management assessment*. Per ognuna delle aree le autorità devono assegnare un punteggio in una scala da uno (indicativo di un "low-risk") a quattro. I punteggi ottenuti per ognuno dei quattro ambiti sono così integrati in un complessivo "*SREP assessment*" che sintetizza il complessivo profilo di rischio dell'intermediario e su cui si basa l'esercizio dell'annessa misura di vigilanza *ex art.* 104 CRDIV.

La struttura così delineata delle *guidelines* è stata oggetto di recente modifica nel 2018, e ciò al fine di assicurare un ancor maggiore livello di armonizzazione delle pratiche seguite dall'autorità per la determinazione del requisito di Secondo Pilastro (in particolare rispetto alla capacità di incorporare i risultati degli *stress test*). Inoltre il nuovo testo delle linee guida ha esplicitamente preso in considerazione la definizione e l'applicazione del c.d. *Pillar 2 Guidance*, per cui subito *infra* nel testo.

Per un approfondimento sulla struttura delle *guidelines* v. A. RESTI, *Review of the 2017 SREP results*, disponibile su [www.europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu), 2018, 6 ss., e A. MELIS-K. WEISSENBERG, *EU banks' journey towards an enhanced capital framework*, in *EBA Staff Paper Series*, 2019, 4 ss., quest'ultimo in particolare circa le caratteristiche delle nuove *guidelines*.

Infine, si segnala come l'SSM, in quanto autorità competente a condurre lo SREP per le banche c.d. significative dell'Eurozona, abbia negli anni pubblicato una serie di documenti contenenti i criteri (qualitativi) a cui orienta la propria azione. Da ultimo, v. SSM, *SSM SREP methodology booklet to be applied in 2018*, Francoforte, 2017.

<sup>446</sup> Il modo in cui i risultati delle prove di stress deve essere incorporato nel processo di SREP presenta alcune incertezze. Attualmente, come si vedrà subito *infra* nel testo, le risultanze degli stress test devono essere riflesse nella componente *non-binding* del requisito di Secondo Pilastro, il *pillar 2 guidance*. Sul tema v. M. BEVILACQUA-F. CANNATA-S. CARDARELLI-R. CRISTIANO-S. GALLINA-M. PETRONZI, *The evolution of the Pillar 2 framework, op.cit.*, 10.

<sup>447</sup> Per il procedimento di comunicazione all'intermediario della *SREP letter*, v. A. RESTI, *Review of the 2017 SREP results, op.cit.*, 12 ss.

CRDIV), che identifica appunto il *Pillar 2 Requirement*<sup>448</sup>.

Per quanto concerne la composizione qualitativa del Requisito di Secondo Pilastro, esso deve rispettare gli stessi rapporti esistenti tra classi di capitale regolamentare e requisito di Primo Pilastro (dove si è visto, il Tier 1 rappresenta il 6% del totale dell'8% - di cui il CET1 il 4.5% - e il Tier 2 il restante 2%), sicché si richiede che tale requisito sia composto per almeno il 75% da elementi di Tier 1 e per il 56% da elementi di CET1<sup>449</sup>; la restante quota può essere soddisfatta con elementi di Tier 2.

Sommando il Requisito di Secondo Pilastro al Requisito di Primo Pilastro di cui all'art. 92 CRR, si ottiene il c.d. *Total SREP Capital Requirement*, o "TSCR".

A fronte della *violazione* del requisito TSCR, la CRDIV e la BRRD richiedono che si conferiscano alle autorità competenti un vasto numero di poteri e misure di supervisione, da dispiegare al fine di rimediare alla situazione di crisi incipiente dell'intermediario. Queste misure comprendono: (i) il ritiro dell'autorizzazione (che, ai sensi dell'art. 18, lett. d, CRDIV, può essere disposta quando l'intermediario non rispetti più i propri requisiti di Primo e Secondo Pilastro); (ii) nell'ambito dell'apertura di una procedura di risoluzione e nell'ambito delle *condizioni* da rispettare per tale apertura, la contribuzione alla determinazione per cui un'istituzione risulti "*failing or likely to fail*" (ex art. 32, paragrafo 4, lett. a, BRRD, tale condizione risulta infatti soddisfatta quando l'ente non rispetta o non rispetterà nel prossimo futuro i requisiti per il mantenimento dell'autorizzazione) e (iii) l'esercizio di poteri di intervento precoci (c.d. "early intervention powers") come disciplinati dalla BRRD (l'art. 27 BRRD dispone che le autorità competenti abbiano a loro disposizione poteri di intervento precoce da utilizzare quando l'intermediario violi o è probabile che violerà i requisiti prudenziali disposti dal CRR e dalla CRDIV)<sup>450</sup>.

Le prerogative in questione, attivabili in situazione di crisi, ma pur sempre di *going-concern*

---

<sup>448</sup> Ai sensi dell'art. 104 CRDIV, tra i poteri di cui può disporre l'autorità figurano *inter alia* l'imposizione di: (i) requisiti di liquidità *ad hoc*, comprese restrizioni ai *mismatch* di scadenze tra le attività e le passività; (ii) obblighi aggiuntivi di informativa al mercato; (iii) limitazioni alla attività esercitata dall'ente e (iv) limitazioni alle (a) componenti variabili delle remunerazioni di membri dell'organo di gestione e (b) distribuzioni ai titolari di determinati strumenti di capitale. L'idea sottesa all'ampio spettro di misure dispiegabili dall'autorità è che non tutte le inadeguatezze dell'intermediario possono essere risolte con imposizioni *patrimoniali* (al massimo quest'ultime possono rappresentare un *incentivo* temporaneo per l'adozione di più acconce misure, ma non sostituirsi a queste). Come si è detto "*capital is not a panacea, i.e. its function is not to fix flaws in areas such as governance and business models, nor does it help curb liquidity mismatches or risks stemming from a poor management system. Therefore, Pillar 2 has to be interpreted in its broader sense*" – così M. BEVILACQUA-F. CANNATA-S. CARDARELLI-R. CRISTIANO-S. GALLINA-M. PETRONZI, *The evolution of the Pillar 2 framework*, op.cit., 19. Cfr. anche BCBS, *Overview of Pillar 2*, op.cit., 3.

<sup>449</sup> V. il nuovo art. 104a, paragrafo 4, CRDIV, che ha recepito le analoghe indicazioni di EBA, *Guidelines for common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process (SREP)*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2016, § 348.

<sup>450</sup> E a riguardo v. le brevi notazioni di cui *infra*, nella Seconda Sezione del Capitolo, la nt. 614.



dell'ente<sup>451</sup>, evidenziano come “*Pillar 1 and Pillar 2 capital requirements should be a minimum to be preserved at all times*”<sup>452</sup>. E di più, l'intrusività dell'intervento autoritativo che in tali situazioni si concretizza, in uno con una situazione di crisi ancora incipiente dell'ente, si ricollega a quella già incontrata necessità – *macroprudenziale* – di garantire la piena continuità operativa dell'ente<sup>453</sup>.

Da ultimo, si differenzia dal *pillar 2 requirement* il c.d. *pillar 2 guidance*, che identifica un requisito prospettico di capitale *non vincolante*, che l'autorità competente può richiedere agli intermediari di costituire a fronte di rischi non immediati e attuali, e che ha trovato recente riconoscimento legislativo nel nuovo art. 104b, CRDIV<sup>454</sup>. Si tratta di un requisito che costituisce una sorta di raccomandazione ed aspettativa dell'autorità, sicché la sua violazione non comporta nessun tipo di conseguenza sul piano sanzionatorio delle azioni di vigilanza<sup>455</sup>. Tale requisito deve essere completamente soddisfatto con strumenti di CET1<sup>456</sup> e viene determinato a seguito e tenuto conto delle risultanze delle prove di stress test<sup>457</sup>.

5.4. (Segue). C) *il requisito complessivo di riserva di capitale e le conseguenze della sua violazione.*

Al di sopra del requisito di fondi propri (o anche di Primo Pilastro) e al requisito di Secondo Pilastro, e recependo integralmente le posizioni di Basilea III, la CRDIV disciplina la costituzione di riserve (o “buffers”) addizionali di CET1, da calcolarsi sempre in funzione dell'attivo ponderato per il rischio, e volte a intercettare rischi di *pro-ciclicità* e di natura *macroprudenziale*.

In effetti, e dando ulteriore contesto ad alcune delle osservazioni presentate rispetto al Requisito di Primo Pilastro, l'obbligo di costituire i *buffers* in esame esclusivamente con risorse di CET1, ossia risorse che garantiscono la *continuità aziendale* dell'ente, si spiega all'evidenza secondo quella

---

<sup>451</sup> E per questa considerazione v. EBA, *Opinion of the European Banking Authority on the interaction of Pillar 1, Pillar 2 and combined buffer requirements and restrictions on distributions*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2015, §§ 12-13.

<sup>452</sup> EBA, *Opinion of the European Banking Authority on the interaction of Pillar 1, Pillar 2 and combined buffer requirements*, *op.cit.*, § 13.

<sup>453</sup> Si tratta di un obiettivo che a sua volta trova declinazione, nell'ambito della disciplina delle crisi bancarie, in misure volte alla promozione di una *rapida emersione* della crisi, oltre che nell'enfasi posta su strumenti e istituti di carattere preventivo e prognostico del dissesto. A riguardo v. *infra*, nella Seconda Sezione del Capitolo, la nt. 614.

<sup>454</sup> Invero, la prima “teorizzazione” del requisito *de quo* si è avuta nelle *Guidelines* EBA rivisitate e aggiornate nel 2018, e v. *infra* nt. 457.

<sup>455</sup> V. art. 104b, paragrafo 6, CRDIV.

<sup>456</sup> V. EBA, *Guidelines on the revised common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process (SREP) and supervisory stress testing*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2018, § 398.

<sup>457</sup> V. EBA, *Guidelines on the revised common procedures*, *op.cit.*, 148, per cui: “*Pillar 2 Guidance (P2G) [...] is a non-legally binding expectation on top of OCR identified in an idiosyncratic and risk-sensitive way, to address institution's ability to maintain applicable own funds requirements (and effectively systemic risk buffers) in stressed conditions as revealed by the quantitative results of the supervisory stress tests performed in accordance with Article 100 of Directive 2013/36/EU*”. In generale, per una dettagliata analisi del requisito in questione, che trova un primo riconoscimento nelle fonti ufficiali proprio per il tramite delle nuove *guidelines* EBA, v. A. MELIS-K. WEISSENBERG, *EU banks' journey*, *op.cit.*, 5 ss.

prospettiva attenta alle conseguenze potenzialmente *sistemiche* delle crisi bancarie, su cui molte parole sono già state spese nel corso di questa trattazione<sup>458</sup>.

Venendo al diritto positivo, l'ammontare complessivo di questa dotazione addizionale, che deriva dall'applicazione congiunta dei suddetti *buffers*, è variabile: ognuna delle riserve addizionali infatti, seppur garante delle medesime e menzionate istanze macroprudenziali, presenta peculiarità sue proprie che a seconda dei casi comporteranno o meno l'imposizione del *buffer* all'intermediario in questione. Nello specifico si prevede una: (a) riserva di conservazione del capitale (o anche "capital conservation buffer", disciplinata dall'art. 129 CRDIV); (b) riserva di capitale anticiclica specifica dell'ente (o anche "counter-cyclical capital buffer", disciplinata dagli artt. 130 e da 135 a 140 CRDIV); (c) riserva per gli enti di rilevanza sistemica globale ovvero nazionale o europea (disciplinata dall'art. 131 CRDIV) e (d) riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (o anche "systemic risk buffer", disciplinata dall'art. 133 CRDIV).

La sommatoria delle riserve così individuate – e concretamente applicabili all'intermediario, posto che *solo* il requisito relativo alla riserva di conservazione del capitale è vincolante per *tutti* gli intermediari – prende il nome, ai sensi dell'art. 128, paragrafo 1, n. 6), CRDIV, di requisito combinato di riserva di capitale (o anche "combined buffer requirement"). La disciplina delle medesime ricalca nella sostanza quella disposta da Basilea III già passata in rassegna per gli analoghi istituti (e v. a riguardo i Paragrafi 4.2 e 4.3), eccezion fatta per il *systemic risk buffer*, "prerogativa" ed esclusiva della disciplina europea. Pur correndo il rischio di qualche inevitabile ripetizione con quanto già osservato in sede di commento dello schema di Basilea III, si provvederà di seguito a una breve contestualizzazione dei requisiti in questione, per poi infine procedere a una disamina delle conseguenze di una loro violazione:

(a) il *capital conservation buffer* è l'unico requisito che, come detto, trova applicazione per tutti gli intermediari creditizi, su base individuale e consolidata. La sua genesi e costituzione, fissata al 2.5% dei RWAs dell'ente e da adempiersi esclusivamente con elementi di CET1, trova giustificazione "*alla luce della crisi finanziaria e dei meccanismi pro-ciclici che hanno contribuito a scatenarla e aggravarla*"<sup>459</sup>, per cui operativamente si è ritenuto "*opportuno imporre agli enti creditizi [...] di detenere, in aggiunta ad altri requisiti in materia di fondi propri, una riserva di conservazione del capitale [...] per assicurare che nei periodi di crescita economica essi accumulino una base di capitale sufficiente a coprire le perdite nei periodi di stress*"<sup>460</sup>.

(b) in aggiunta alla riserva di conservazione del capitale può essere imposto, su base individuale e

---

<sup>458</sup> In maniera conforme in argomento v. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 92.

<sup>459</sup> Considerando 79, CRDIV.

<sup>460</sup> Considerando 80, CRDIV.



consolidata, un *counter-cyclical capital buffer*, da soddisfarsi con risorse acquisite a titolo di CET1 e che può attestarsi sino al 2.5% del valore complessivo dei RWAs. Si è già potuta apprezzare la razionalità sottostante l'imposizione di un coefficiente anticiclico che, secondo una logica non dissimile da quella che informa il *capital conservation buffer*, “*dovrebbe essere costituit[o] quando si ritiene che la crescita aggregata del credito e di altre classi di attività aventi un impatto significativo sul profilo di rischio [degli] enti creditizi [...] sia associata all'emergere di rischi sistemici, e soppres[s]o nei periodi di stress*”<sup>461</sup>.

La crescita aggregata del credito – a cui corrisponde potenzialmente un'accumulazione di rischio sistemico – viene valutata dalle autorità competenti rispetto ad un determinato paese ed imposta agli intermediari ivi operanti<sup>462</sup>. Il requisito, una volta definito, viene applicato alle singole istituzioni in ragione delle loro effettive esposizioni (e dunque in ragione della loro effettiva operatività) nell'area geografica rilevante<sup>463</sup>, e ciò per evitare applicazioni non proporzionali – perché uniformi e generalizzate – del coefficiente.

(c) Il terzo *buffer* che può contribuire alla determinazione del *combined buffer requirement* viene disposto a fronte della *rilevanza sistemica* di taluni enti, e ciò “*al fine di compensare il rischio maggiore che i G-SII rappresentano per il sistema finanziario e il potenziale impatto del loro fallimento sui contribuenti*”<sup>464</sup>. Si tratta di una riserva la cui conformazione è stata sottoposta ad una serie di modifiche a seguito del *Banking Reform Package*, e ciò in particolare sia per tenere conto del rinnovato quadro della vigilanza di Secondo Pilastro (la quale come già si è potuto sottolineare non permette più di imporre un requisito di Secondo Pilastro a fronte di rischi di natura macroprudenziale), che per evitare *sovrapposizioni* con il perimetro applicativo del *systemic risk buffer* (per cui subito *infra*), ossia situazioni in cui il *medesimo* rischio sistemico giustificava la contemporanea imposizione di due *diversi* requisiti di capitale.

In questo contesto, gli enti sistemici vengono distinti a seconda della loro rilevanza globale (“G-SIIs”) ovvero nazionale ed europea (“O-SIIs”)<sup>465</sup>; per quest'ultimi, a differenza dei primi, l'applicazione del

---

<sup>461</sup> Considerando 80, CRDIV.

<sup>462</sup> In base all'art. 136 CRDIV l'autorità designata per la fissazione del coefficiente dovrebbe esprimersi in merito alla sua applicazione su base trimestrale. L'applicazione del requisito non è immediata, ma il periodo transitorio previsto per garantire agli enti il tempo necessario per costituire il, e adeguarsi al, coefficiente anticiclico non può superare i dodici mesi. L'articolo contiene altresì un'indicazione degli indici economici che l'autorità in questione dovrebbe concretamente prendere in considerazione nella determinazione della riserva. A riguardo cfr. anche il Considerando 81, CRDIV.

<sup>463</sup> V. art. 140 CRDIV. Così, nel caso di banche con operatività transfrontaliera, esse dovrebbero “*calcolare la riserva di capitale loro specifica come media ponderata dei coefficienti anticiclici che si applicano nei paesi in cui sono situate le [loro] esposizioni creditizie*” – così il Considerando 81, CRDIV.

<sup>464</sup> Considerando 90, CRDIV.

<sup>465</sup> V. art. 131, paragrafi 1 e 3, CRDIV. L'articolo richiede agli Stati membri di determinare un'autorità responsabile per individuare, su base consolidata, gli enti a rilevanza sistemica a livello globale (G-SII) e, su base individuale, sub-consolidata o consolidata, a seconda dei casi, altri enti a rilevanza sistemica (O-SII).

Rispetto ai G-SIIs, la rilevanza sistemica deve essere determinata avendo riguardo a cinque categorie (paragrafo 2), ossia: (i) dimensioni del gruppo; (ii) interconnessione del gruppo con il sistema finanziario; (iii) sostituibilità dei servizi o delle

coefficiente non è obbligatoria ma lasciata alla discrezionalità dell'autorità competente<sup>466</sup>.

L'entità del valore assoluto del coefficiente ha subito recenti modifiche ad opera della CRDV: mentre in precedenza oscillava tra l'1 e il 3.5% dell'attivo ponderato per il rischio per i G-SIIs<sup>467</sup> ed era fissato ad un massimo del 2% per le O-SIIs (da soddisfarsi in entrambi i casi con elementi di CET1), il novellato articolo 131 CRDIV ha *apparentemente* rimosso il margine alto del 3.5% per la fissazione del requisito addizionale per i G-SIIs<sup>468</sup>, mentre ha innalzato al 3% il coefficiente per le O-SIIs<sup>469</sup>. Un limite massimo, peraltro superabile seguendo un'articolata procedura, è disposto dall'art. 131, paragrafo 15, secondo sotto-paragrafo, CRDIV, ai sensi del quale la *somma* del G-SII *buffer* (ma lo stesso vale per l'O-SII *buffer*) e del *systemic risk buffer* non dovrebbe superare il 5% dei RWAs<sup>470</sup>, allora *a fortiori* non dovendosi andare oltre questo livello quando un *systemic risk buffer* non risulta applicabile. I coefficienti in questione devono infine rispettarsi esclusivamente con risorse di CET1<sup>471</sup>.

(d) Infine, l'ultimo *buffer* che può contribuire a integrare il requisito di riserva combinata di capitale è il *systemic risk buffer*, la cui costituzione ed imposizione è discrezionale e demandata al singolo Stato membro. Il requisito, che può essere imposto su base individuale, consolidata e sub-consolidata<sup>472</sup>, mira a “*prevenire e attenuare rischi macroprudenziali o sistemici non previsti dal Regolamento (UE) n. 575/2013 e dal [coefficiente anticiclico e a fronte della rilevanza sistemica dell'ente], nel senso di un rischio di perturbazione del sistema finanziario che può avere gravi conseguenze negative per il sistema finanziario e per l'economia reale di un determinato Stato membro*”<sup>473</sup>.

---

infrastrutture finanziarie fornite dal gruppo; (iv) complessità del gruppo e (v) attività transfrontaliere del gruppo. L'autorità è in particolare chiamata ad assegnare un punteggio ad ognuna di dette categorie, la cui somma determinerà l'assegnazione del G-SII ad una determinata classe (paragrafo 9) e a cui si ricollega l'applicazione di un determinato *buffer*; la sottocategoria più bassa prevede l'applicazione di un G-SII *buffer* pari all'1% delle esposizioni complessive dell'ente ponderate per il rischio, e la riserva assegnata a ciascuna sottocategoria aumenta secondo intervalli dello 0,5% di tale importo. Come si sottolineerà nel testo, non è più previsto un *tetto massimo* per la sottocategoria più alta, e ciò diversamente dalla legislazione ante-riforma, dove tale tetto era pari al 3.5% dei RWAs.

La qualifica di un ente come “O-SII” deve seguire una valutazione che tenga conto delle seguenti caratteristiche dell'intermediario (paragrafo 3): (i) dimensione; (ii) rilevanza per l'economia dell'Unione o dello Stato membro pertinente; (iii) significatività delle attività transfrontaliere e (iv) interconnessioni dell'ente o del gruppo con il sistema finanziario. La CRDIV non prevede una metodologia di calcolo e determinazione del requisito come quella prevista per i G-SIIs, ma a riguardo soccorrono le *guidelines* EBA del 2014 “*on the criteria to determine the conditions of application of Article 131(3) of Directive 2013/36/EU (CRD) in relation to the assessment of other systemically important institutions (O-SIIs)*”, a cui dunque si rimanda.

<sup>466</sup> V. art. 131, paragrafo 5, CRDIV.

<sup>467</sup> V. il testo precedente dell'art. 131, paragrafo 9, CRDIV.

<sup>468</sup> V. art. 131, paragrafo 9, CRDIV.

<sup>469</sup> Il requisito può inoltre essere ulteriormente incrementato, seguendo un'articolata procedura, qualora le autorità competenti lo ritengano necessario. Cfr. art. 131, paragrafi 5 e 5a, CRDIV.

<sup>470</sup> L'articolo in questione rimanda all'art. 131, paragrafo 5a, CRDIV

<sup>471</sup> V. art. 131, paragrafi 4 e 5, CRDIV.

<sup>472</sup> V. art. 133, paragrafo 4, CRDIV.

<sup>473</sup> Art. 133, paragrafo 1, CRDIV.

Come per i *buffers* passati in rassegna, il requisito *de quo* può essere soddisfatto solamente con risorse di CET1<sup>474</sup>. La CRDIV non determina l'ammontare massimo a cui tale requisito deve attestarsi, ma sarà l'autorità competente ad esprimersi in tal senso.

L'incapacità dell'ente di mantenere una dotazione patrimoniale che eguagli il suo requisito di riserva complessiva di capitale comporta vincoli di indisponibilità su quote patrimoniali disponibili dell'ente. Il punto è rilevante<sup>475</sup> e richiede qui un approfondimento. Così, l'art. 141 CRDIV prevede che gli intermediari (a) possano disporre distribuzioni nei confronti dei titolari di strumenti di CET1 fintantoché tali distribuzioni non erodano il *combined buffer capital requirement*<sup>476</sup> e (b) qualora non soddisfino il proprio requisito di riserva combinata di capitale, debbano calcolare il loro *Maximum Distributable Amount* (c.d. "MDA", "Ammontare Massimo Distribuibile" nella versione italiana del CRR) e ad esso attenersi in sede di disposizione del proprio patrimonio (le limitazioni operano in particolare verso ben individuate fattispecie "distributive")<sup>477</sup>.

Le restrizioni in esame trovano applicazione in via progressiva, *i.e.* aumentano all'aumentare dell'ammontare di capitale e al *quantum* necessario a integrare il requisito in questione; ma l'intermediario, previa comunicazione all'autorità, gode di piena libertà nel decidere l'allocatione della quota disponibile tra i soggetti destinatari di limitazioni alle relative distribuzioni<sup>478</sup>. Occorre sottolineare con particolare importanza come tali restrizioni possano giungere a toccare quote di patrimonio che, secondo una prospettiva societaria, sarebbero invece disponibili (così oltre alle riserve disponibili, anche il risultato positivo di gestione). Alla base di tale meccanismo di incidenza progressiva sulla quota patrimoniale disponibile vi è l'esigenza, già segnalata in sede di commento dell'analogo istituto disciplinato da Basilea III, di riservare quote crescenti del *surplus* di ricchezza dell'attività alla ricostruzione dei *buffers* patrimoniali: infatti, come si è visto, gli utili non distribuiti rappresentano una posta positiva del CET1, per cui tutto ciò che non viene distribuito comporta contestualmente un rafforzamento del capitale di più alta qualità. Inoltre, in un'ottica macroprudenziale, il meccanismo in esame favorisce il rispetto dei coefficienti di capitalizzazione

---

<sup>474</sup> V. art. 133, paragrafo 1, CRDIV.

<sup>475</sup> E ciò anche in considerazione delle *interferenze* che possono crearsi con il piano societario e con gli analoghi istituti (*i.e.*, il sistema del netto) che ivi operano e facoltizzano la società a disporre di quote del proprio patrimonio non soggette a vincoli posti da voci del passivo ideale e reale. Sul punto, v. dettagliatamente C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 138 ss., e *infra* nel testo, Paragrafo 6.

<sup>476</sup> V. art. 141, paragrafo 1, CRDIV. La finalità di questa previsione è da individuarsi nell'obiettivo di mantenere l'integrità del capitale regolamentare dell'intermediario, che potrebbe essere compromessa da un livello eccessivo di distribuzioni agli strumenti CET1.

<sup>477</sup> L'art. 141, paragrafo 2, CRDIV, si preoccupa di delineare le fattispecie "distributive" che integrano le limitazioni e i divieti di cui nel testo. Così, in esse ricadono (a) le distribuzioni e i pagamenti verso i titolari di strumenti rispettivamente di CET1 e AT1 (peraltro, ai sensi dell'art. 141, paragrafo 10, CRDIV, in tali fattispecie ricadono anche le operazioni di rimborso, acquisto e riscatto degli strumenti in questione) e (b) i pagamenti discrezionali o di componenti variabili della retribuzione (c.d. bonus) a favore dei *managers*.

<sup>478</sup> V. art. 141, paragrafo 8, lett. d, CRDIV.

tramite *accumulazione di mezzi patrimoniali* in luogo di condotte di *dismissioni di attività* (le quali potenzialmente innescano fenomeni di *fire sales of assets*) che, seppur astrattamente idonee alla ricostruzione dei livelli di patrimonializzazione obbligatoria, possono ripercuotersi negativamente sull'economia reale.

Affianco alle limitazioni in esame, in una sorta di procedimentalizzazione della “crisi” dell'intermediario, l'art. 142 CRDIV obbliga l'ente che non rispetti il requisito combinato di riserva di capitale a preparare e mettere a punto un piano di conservazione del capitale, da sottoporre all'autorizzazione dell'autorità.

La misura in esame non è peraltro l'unica dispiegabile dall'autorità competente<sup>479</sup>, potendosi ammettere anche l'esercizio di una misura di intervento precoce *ex art. 27 BRRD* (attivabile alla violazione attuale o prospettica dei requisiti patrimoniali del CRR e della CRDIV) negli stessi termini passati in rassegna nel precedente Paragrafo.

Il panorama dei diversi requisiti di patrimonializzazione (tutti ponderati per il rischio delle esposizioni complessive) che devono o possono imporsi all'ente è così completo: aggiungendo infatti al TSCR i *buffers* che vanno a comporre il *combined buffers requirement*, si ottiene infine il requisito complessivo di capitale (c.d. *overall capital requirement*, o “OCR”, e v. figura 1).

#### 5.5. (Segue). D) il requisito di leva finanziaria.

Infine, come già si è accennato, a completamento dei, e parallelamente ai, requisiti di patrimonializzazione appena rassegnati si pone ora il rispetto di un nuovo coefficiente di leva finanziaria, che dovrebbe contribuire a garantire l'adeguatezza patrimoniale (e preservare la stabilità finanziaria) dell'ente integrando i coefficienti di patrimonializzazione definiti in funzione della *rischiosità* delle esposizioni e sopperendo alle possibili *deficienze* di quest'ultimi (che, come si è visto, tramite stime e ponderazioni troppo ottimistiche – perché pro-cicliche – potrebbero non intercettare la parallela costituzione di un'eccessiva leva finanziaria). A tal fine, il requisito in questione rapporta il Tier 1 della banca alle sue esposizioni *unweighted*<sup>480</sup> (ossia non ponderate per il rischio, dunque al valore facciale delle medesime), deve attestarsi ad un minimo del 3%<sup>481</sup> – seppur valori più alti sono fissati per i G-SIIs, da applicarsi a far luogo dal 1° gennaio 2022<sup>482</sup> – e deve essere

---

<sup>479</sup> In tal senso si esprime EBA, *Opinion, op.cit.*, § 12.

<sup>480</sup> V. art. 429 CRR. Il numeratore del rapporto viene identificato dall'art. 429, paragrafo 3, CRR, nel Tier 1 dell'ente. Per quanto riguarda il denominatore, l'art. 429, paragrafo 4, CRR, enumera le poste che contribuiscono a determinare la misura dell'esposizione complessiva. L'art. 429 *bis* CRR invece elenca una lista di esposizioni che, per ragioni differenti, possono essere escluse da quelle che contribuiscono a determinare tale valore complessivo.

<sup>481</sup> V. art. 92, paragrafo 1, lett. *d*, CRR.

<sup>482</sup> V. art. 92, paragrafo 1 *bis*, CRR e, per quanto riguarda l'entrata in vigore del requisito, v. art. 3, paragrafo 5, CRRII. Peraltro, a seguito dell'emergenza Covid-19, la Commissione Europea ha proposto, tramite apposita modifica legislativa contenuta nel suo “Banking Package to facilitate bank lending- Supporting households and businesses in the EU” del 28

rispettato su base individuale e consolidata<sup>483</sup>.

Infine, al mancato rispetto del coefficiente in questione si ricollegano, ma solo per i G-SIIs, misure di conservazione del capitale simili a quelle passate in rassegna per la violazione del requisito combinato di riserva di capitale<sup>484</sup> (ossia, vincoli alle porzioni patrimoniali disponibili).

#### 5.6. (Segue). *Interrelazioni e “stacking order” dei requisiti di patrimonializzazione.*

Analizzati isolatamente e “staticamente” i requisiti che concorrono a formare il complessivo fabbisogno obbligatorio di capitale bancario, si dovrà ora indagarne l’*interazione* e la “dinamica”. Nello specifico, considerando come l’incapacità dell’ente di soddisfare i medesimi comportamenti differenti reazioni dell’ordinamento (si è visto come la violazione del TSCR in principio garantisca alle autorità competenti una varietà di poteri più ampia e *incisiva* a quelli che conseguono alla violazione del requisito combinato di riserva di capitale e di leva finanziaria), si rende necessaria la definizione di un criterio gerarchico che definisca il grado di *priorità* nell’esposizione alle perdite di detti aggregati (in termini non dissimili da come nell’ordinamento societario sia necessario definire regole di priorità e antergazione alla sopportazione delle perdite tra le varie poste del netto, ed in particolare tra capitale sociale e riserve – un tema tra l’altro su cui pur si ritornerà nel Terzo Capitolo del lavoro, analizzando il concorso tra strumenti azionari e finanziari partecipativi in punto di esposizione alle perdite dell’attività sociale). A riguardo, si parla del c.d. “stacking order” dei suddetti requisiti, ossia la regola guida per l’allocazione delle perdite tra i vari aggregati di fondi propri passati in rassegna.

Ebbene, le caratteristiche di tale *stacking order* (per cui v. figura 2) sono state definitivamente chiarite dall’EBA, con la già menzionata *opinion* del 2015 circa l’interazione tra requisito di Primo e Secondo Pilastro e combinato di riserva di capitale, e infine recepite dalla CRDV<sup>485</sup>. In estrema sintesi, l’EBA ha espresso quanto segue:

(i) il *pillar 2 guidance* si situa al di sopra di tutti gli altri requisiti, sicché le perdite devono prima essere imputate a questo aggregato (*rectius*, le perdite devono essere allocate su una quota-parte di

---

aprile 2020, di posticipare l’applicazione del requisito in questione al 1° giugno 2023. Sul punto v. EUROPEAN COMMISSION, *Coronavirus response: Banking Package to facilitate bank lending-Supporting households and businesses in the EU*, disponibile su [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), 2020.

<sup>483</sup> E v. rispettivamente artt. 6 e 11 CRR. In maniera simile ai requisiti di patrimonializzazione basati sul rischio, anche in questo caso si prevedono deroghe all’applicazione individuale del coefficiente di leva finanziaria, e in tal senso cfr. art. 7 CRR.

<sup>484</sup> E v. artt. 141b e 142 CRDIV, rispettivamente per l’attivazione delle restrizioni alle distribuzioni in caso di violazione del requisito di leva finanziaria e per l’obbligo di elaborazione di un piano di conservazione del capitale.

<sup>485</sup> Nel prosieguo del testo si farà riferimento alle posizioni dell’EBA, ribadite anche nella Q&A No. 2552 del 2016, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu). Ma per il riconoscimento legislativo delle medesime, cfr. il considerando 14 nel testo della CRDV, per cui il requisito patrimoniale di Secondo Pilastro “*should be positioned in the relevant stacking order of own funds requirements above the relevant minimum own funds requirements and below the combined buffer requirement or the leverage ratio buffer requirement, as relevant*”.

patrimonio disponibile corrispondente al *pillar 2 guidance*). Come si è visto, oltre a non trattarsi di un requisito la cui costituzione risulti obbligatoria, la sua violazione non ha – coerentemente – nessun tipo di conseguenza operativa sulle condotte della banca;

(ii) al di sotto del *pillar 2 guidance*, ma al di sopra del *pillar 2 requirement* (*rectius*, del *Total SREP Capital Requirement*), si situano i *buffers* addizionali che costituiscono il *combined buffer requirement*, donde le perdite che vanno a intaccare il requisito complessivo di riserva di capitale devono prima<sup>486</sup> colpire tali *buffers* (e la porzione patrimoniale a essi corrispondenti). Come si è visto, all'erosione di questa quota patrimoniale si ricollegano principalmente limitazioni e divieti alle distribuzioni e fuoriuscite di risorse dal patrimonio bancario, e ciò al precipuo fine di ricostituire le riserve *de qua*, ma non pare doversi escludere la possibilità per l'autorità di supervisione di attivare una misura di intervento precoce *ex art. 27 BRRD*. Sul medesimo livello del *combined buffer requirement* si pone il recente requisito di leva finanziaria<sup>487</sup>, la cui violazione attiva infatti i medesimi meccanismi vincolistici sulla quota patrimoniale disponibile dell'ente.

Inoltre come si vedrà in sede di commento del rinnovato requisito di *fondi propri e passività ammissibili MREL* (*v. infra* Paragrafo 9.2), il nuovo testo della BRRD prevede la collocazione di questo al di sotto del *combined buffer requirement*, e ciò coerentemente con l'idea per cui il requisito MREL rappresenta pur sempre un coefficiente da rispettarsi *continuamente*, al pari dei requisiti di Primo e Secondo Pilastro (e che dunque si colloca su un livello parallelo a questi requisiti, che d'altronde integrano la composizione di quello), mentre il requisito complessivo di riserva di capitale, si compone di elementi pensati *appositamente* per essere “rilasciati” al manifestarsi di particolari eventi (a riguardo, come si è visto, si parla di *buffers usability*). Come si vedrà, alla violazione del requisito MREL fanno seguito restrizioni alle distribuzioni non dissimili da quelle che si ricollegano alla violazione del requisito complessivo di riserva di capitale. Ed infine,

(iii) solo una volta che sia stato completamente eroso il *combined buffer requirement* le perdite potranno colpire il TSCR e determinare l'esercizio dei più intrusivi poteri passati precedentemente in rassegna, ossia principalmente la possibilità di procedere al ritiro dell'autorizzazione dell'ente e contribuire a una positiva determinazione circa il dissesto o il rischio di dissesto dell'intermediario.

---

<sup>486</sup> EBA, *Opinion, op.cit.*, § 22.

<sup>487</sup> *V. considerando 14, CRDV.*

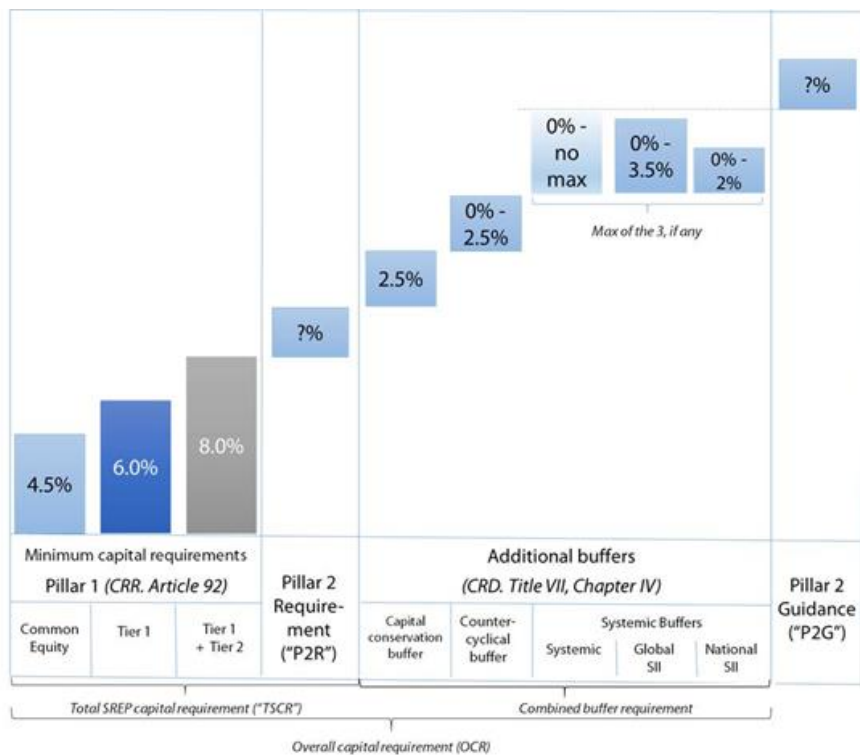


Figura 1: Overall capital requirement: TSCR (Pillar 1 + Pillar 2) + combined buffer requirement + Pillar 2 guidance. Fonte: European Parliament, Review of the 2017 SREP results, 2018. Si noti come il valore dei buffers per G-SIIs e N-SIIs non sia più quello di cui in figura, stante le modifiche apportate dalla CRDV di cui si è dato conto nel testo.

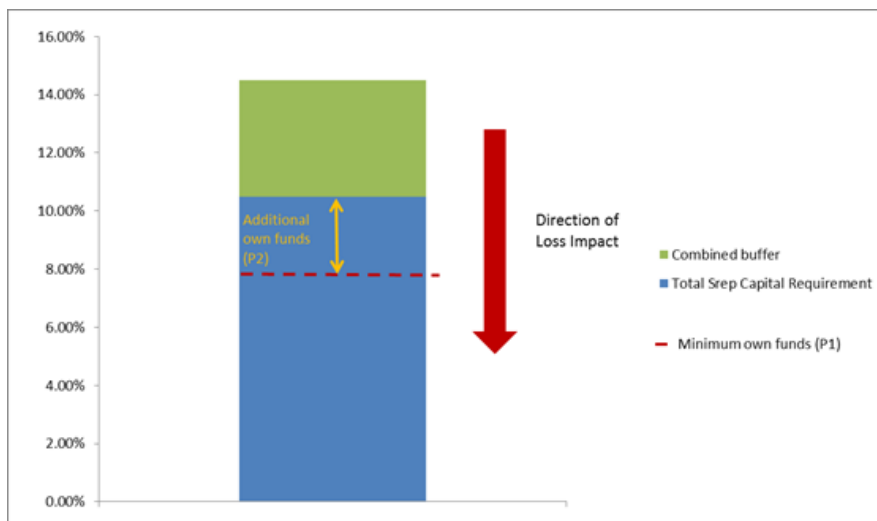


Figura 2: Stacking order e incidenza delle perdite. Fonte: EBA, Opinion of the European Banking Authority on the interaction of Pillar 1, Pillar 2 and combined buffer requirements and restrictions on distributions, 2015.

5.7. *Profili qualitativi della patrimonializzazione bancaria europea: eleggibilità degli strumenti finanziari di raccolta nelle classi del capitale regolamentare. Le classi come strumenti di individuazione di discipline conformate a una predeterminata funzione.*

Nei precedenti Paragrafi ci si è soffermati sulle componenti del requisito complessivo di capitale (a cui si affianca un coefficiente di leva finanziaria e, come si vedrà, un requisito MREL e/o TLAC, qualora non coincidente con questo), e si è potuto constatare come tali componenti, seppur nella varietà delle ragioni sottostanti la loro formazione (e delle funzioni a cui sono preposte), sono composte in misura preponderante da elementi di CET1, il che a dire da elementi di *going concern capital* capaci di assicurare la continuazione dell'attività nonostante il verificarsi di perdite significative. Si è anche accennato a come, tra gli elementi che contribuiscono a individuare il CET1 bancario, un ruolo predominante è svolto dalla componente “strumentista”, ossia dalle risorse raccolte tramite emissioni di strumenti finanziari.

Ne deriva allora come un'analisi delle previsioni (*i.e.*, dei criteri) che governano l'eleggibilità degli strumenti finanziari nel CET1 dovrebbe anche contribuire ad intercettare buona parte della dimensione *qualitativa* della capitalizzazione bancaria odierna. Dimensione che acquisisce completezza estendendo l'analisi ai criteri che governano la computabilità degli strumenti di raccolta nelle classi di AT1 e Tier 2.

Ma l'analisi dei criteri di elezione degli strumenti di raccolta nelle rispettive categorie risulta funzionale anche ai fini dell'economia della Sezione: se, come si indagherà, tali criteri si puntualizzano su profili attinenti al *concreto contenuto* degli strumenti – detto altrimenti, si riesca a dimostrare che la tecnica di selezione dei valori rilevanti opera in *termini funzionali* e faccia prevalere la “sostanza” a scapito della “forma” – risulterebbe “provato” l'assunto con cui si era chiuso il Primo Capitolo, ossia lo sbiadire della *rilevanza* di profili di differenziazione *formali* tra strumenti di raccolta (le cui conseguenze applicative si proveranno a saggiare nel Terzo e ultimo Capitolo) in luogo di una conformazione e formazione dell'aggregato patrimoniale regolamentare obbligatorio attenta al ruolo che quest'ultimo è chiamato a svolgere.

In realtà si sono già potuti preannunciare nel corso della trattazione gli esiti a cui tale indagine porterà, che coincidono con l'osservazione per cui “*sul presupposto che la disciplina sui requisiti patrimoniali ha [...] quale fine ultimo di garantire la capacità delle banche di assorbire eventuali perdite e di far fronte alle situazioni di crisi, non potrebbe darsi rilievo esclusivo alla qualificazione giuridica formale dello strumento, ma è necessario ricercare la sostanza economica dell'operazione sottostante all'emissione per verificare se essa realizzi o meno un trasferimento effettivo del rischio*”



dell'emittente sul mercato"<sup>488</sup>. O, in altre parole, "ciò che conta, a livello comunitario, è che, a prescindere dalla forma assunta, le regole di fonte legale o statutaria applicabili allo strumento di raccolta abbiano un contenuto non difforme da quello minimale prescritto dal Regolamento"<sup>489</sup>.

E, pur con il rischio di cadere vittima di un *bias* di conferma<sup>490</sup>, si tratta di una prospettiva da ultimo fortemente ribadita dal legislatore bancario europeo<sup>491</sup> della riforma nel testo del nuovo art. 79a CRR

---

<sup>488</sup> F. DAGNINO, "Capitale versato" e "strumenti innovativi di capitale", *op.cit.*, 431 s. In termini analoghi V. BEVIVINO, *Capitale e struttura finanziaria*, *op.cit.*, 136, per cui: "[...] la scelta operata dal legislatore europeo fissa la struttura delle norme del regolamento CRR sul piano dell'apprezzamento del contenuto funzionale (giuridico) degli strumenti, al di là, quindi, della tecnica legislativa adottata per la selezione degli strumenti. [...] Nella formulazione letterale dei requisiti il legislatore europeo ha adottato un «approccio sostanzialista» che si esprime nella valutazione del contenuto della norma sul piano (della descrizione) del contenuto giuridico delle discipline e che, in definitiva [...] il legislatore europeo ha apprezzato il rilievo funzionale della disciplina dei valori, e cioè degli effetti prodotti, in questo caso, sul piano dell'obbligo alla restituzione del capitale".

<sup>489</sup> C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 101.

Non si vuole qui nascondere che l'*esclusiva rilevanza* del dato sostanziale a cui si informa il CRR è dovuta anche alle divergenze che si riscontrano a livello delle singole normative societarie europee in punto di definizione dei contenuti minimi e inderogabili, in particolare, della fattispecie azionaria ordinaria. In tal senso cfr., in luogo di molti, EBA, *report on the monitoring of CET1 instruments issued by EU Institutions — second update*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2019, 9 (nt. 17), per cui in Europa "[...] there is no common definition of ordinary shares/common shares" – il *report* in questione si pone come adempimento del mandato disposto dall'art. 80 CRR in punto di continuo monitoraggio della qualità degli strumenti di fondi propri emessi dagli enti in tutta l'Unione. Nella letteratura, v. le osservazioni di V. BEVIVINO, *Capitale e struttura finanziaria*, *op.cit.*, 133 ss.

Pur ammettendo ciò, a chi scrive pare che la necessità di garantire una "costruzione" del capitale utile ai fini di vigilanza di tipo *funzionale* risulti obiettivo primario del legislatore europeo. E a conferma di ciò, volendo svolgere un "esercizio mentale" di tipo *controfattuale*, si consideri come pur nella situazione in cui si fosse optato per assegnare qualche rilevanza alla *qualificazione* dello strumento di raccolta (come sembrerebbe fare, secondo alcune interpretazioni, il sistema di Basilea III, e vedi *supra* nt. 361), la qualificazione azionaria avrebbe rivestito i caratteri di condizione necessaria, ma *non* sufficiente, ai fini dell'eleggibilità. In maniera concorde sulla questione sollevata in questa nota, v. ID, *Capitale e struttura finanziaria*, *op.cit.*, 28, e, seguendo un percorso argomentativo differente, S. BOATTO, *Strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 26 s.

F. ACCETTELLA, *L'accordo*, *op.cit.*, 502, critica la scelta del Regolamento che "punta, invece, solo sugli aspetti sostanziali degli strumenti [...] [nonostante] il rischio potenziale che attraverso la mancata specificazione della forma di tali strumenti si allarghino le maglie delle entità ricomprese nel patrimonio di primissima qualità e, per tale via, si determinino rilevanti differenze applicative a livello dei singoli Paesi".

<sup>490</sup> Ossia quel fenomeno cognitivo per cui: "by a mental mechanism I call naïve empiricism, we have a natural tendency to look for instances that confirm our story and our vision of the world – these instances are always easy to find. Alas, with tools [...] anything can be easy to find. You take past instances that corroborate your theories and you treat them as evidence. [...] Even in testing a hypothesis, we tend to look for instances where the hypothesis proved true. Of course we can easily find confirmation; all we have to do is look [...]. The good news is that there is a way around this naïve empiricism. I am saying that a series of corroborative facts is not necessarily evidence. Seeing white swans does not confirm the nonexistence of black swans. There is an exception, however: I know what statement is wrong, but not necessarily what statement is correct. If I see a black swan, I can certify that all swans are non white! [...] We can get closer to the truth by negative instances, not by verification! It is misleading to build a general rule from observed facts. Contrary to conventional wisdom, our body of knowledge does not increase from a series of confirmatory observations [...]. Sometimes a lot of data can be meaningless; at other times one single piece of information can be very meaningful. It is true that a thousand days cannot prove you right, but one day can prove you to be wrong" – così N. TALEB, *The black swan*, New York, 2007, 55 ss.

Nelle scienze cognitive vi è unanime convergenza sulla rilevanza empirica del fenomeno (e pervasività nel processo decisionale e speculativo umano in condizioni di incertezza informativa). Senza pretese di completezza v., nell'ambito della psicologia cognitiva, il classico e celebre lavoro di D. KAHNEMAN, *Thinking fast and slow*, *op.cit.*, 80 ss., e, nell'ambito della psicologia sociale, J. HAIDT, *The righteous mind. Why good people are divided by politics and religion*, Londra, 2013, 48 ss.

<sup>491</sup> Pur avendo sempre bene in mente le considerazioni appena svolte in nt. 489, già il legislatore storico del pacchetto CRR/CRDIV (CRDIV Package) sottolineava come gli strumenti ammessi a essere computati nel CET1 non fossero le sole "azioni". In tal senso v. EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions and investment firms*, disponibile su [www.eur-](http://www.eur-)

(che enucleerebbe peraltro un “principio”, secondo EBA)<sup>492</sup> ai sensi del quale gli enti, nel valutare la conformità dei loro strumenti di capitale alle disposizioni rilevanti della regolamentazione prudenziale, “*shall have regard to the substantial features of instruments and not only their legal form*”<sup>493</sup>.

In particolare, in termini non difforni da un approccio inaugurato nel sistema di Basilea II e affinato, secondo una prospettiva genuinamente macro-prudenziale da Basilea III, l’attuale disciplina si impernia su profili attinenti: (a) le *modalità* della raccolta degli apporti (seppur alcune disposizioni relative agli strumenti di CET1 sembrerebbero dare rilievo anche al *titolo* di tale raccolta, ma si affronterà il tema nel prossimo Paragrafo); (b) la *stabilità* delle risorse acquisite; (c) la *remunerazione* dei titolari degli strumenti e (d) la capacità di *assorbimento delle perdite*. E proprio seguendo questa impostazione si strutturerà l’analisi delle caratteristiche che il rapporto sottostante lo strumento di raccolta deve rispettare per le finalità regolamentari<sup>494</sup>. Alla specificazione dei criteri individuati dalla legislazione di rango primario concorrono anche le prescrizioni del Regolamento Delegato (UE) No. 241/2014<sup>495</sup> (d’ora in avanti, il “Regolamento Delegato”), a cui dunque si farà debito riferimento quando necessario.

---

[lex.europa.eu](http://lex.europa.eu), 2011, § 5.2.2, per cui la proposta di Regolamento in questione (*i.e.*, il futuro CRR) “*does not restrict the legal form of the highest quality element of capital issued by institutions structured as joint stock companies to ordinary shares. The definition of ordinary share varies according to national company law. The strict criteria set out in this proposal will ensure that only the highest quality instruments would be recognised as the highest quality form of regulatory capital. Under these criteria, only instruments that are as high quality as ordinary shares would be able to qualify for this treatment*”. Il punto è sottolineato anche da S. BOATTO, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 27.

<sup>492</sup> V. EBA, *report on the monitoring of CET1 instruments*, *op.cit.*, § 15.

<sup>493</sup> Il testo dell’articolo continua nel senso che: “*The assessment of the substantial features of an instrument shall take into account all arrangements related to the instruments, even where those are not explicitly set out in the terms and conditions of the instruments themselves, for the purpose of determining that the combined economic effects of such arrangements are compliant with the objective of the relevant provisions*”.

Ciò significa che la valutazione di conformità di uno strumento regolamentare deve avvenire anche con rispetto ai c.d. *covenants* (ma anche pattuizioni parasociali) che possono esser stipulati parallelamente ad una data emissione. In tal senso EBA, *report on the monitoring of CET1 instruments*, *op.cit.*, § 121, per cui: “*EBA considers that covenants/side agreements or contracts have to be carefully assessed in conjunction with the main terms and conditions of the issuance, so that the overall substance of the instrument/transaction is captured. The eligibility of the instrument should not be assessed on an isolated basis, but as part of the wider transaction(s). A similar recommendation had already been made in the context of the AT1 monitoring report. Here, it is also worth mentioning that CRR2, in accordance with the proposal for an anti-circumvention principle as presented in the EBA ‘Opinion on own funds’ in the context of the CRR review published on 23 May 2017, introduces a new Article 79a, which requires institutions while assessing instruments’ compliance with CRR eligibility criteria, to have regard to all arrangements related to the instruments, even when they are not explicitly set out in the terms and conditions of the instruments themselves*”.

<sup>494</sup> Si seguirà qui la metodologia adottata, per le medesime finalità, da C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 102 ss.

<sup>495</sup> Regolamento Delegato (UE) N. 241/2014 della Commissione del 7 gennaio 2014 che integra il regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sui requisiti di fondi propri per gli enti. La genesi e costruzione si deve però ad analoghi *regulatory technical standards* definiti dall’EBA (e successivamente, resi vincolanti dalla Commissione).

5.8. (Segue). *Strumenti di raccolta di CET1. Alcuni cenni sul tema del (a) “contagio” tra strumenti di raccolta computati nel capitale regolamentare e strumenti non computati nel medesimo (anche a seguito del nuovo art. 48, paragrafo 7, BRRD) e delle (b) regole distributive di allocazione delle perdite tra strumenti di CET1 e altri strumenti di capitale regolamentare.*

Seguendo i criteri-guida appena esposti, il CRR richiede che gli strumenti di CET1 (e i fondi così raccolti): (a) siano emessi direttamente dall’ente e detenuti da “azionisti” o da altri “proprietari” dell’impresa; (b) siano a disposizione dell’ente per un arco di tempo astrattamente indefinito – e dunque *permanentemente* –, salvo l’espletamento di operazioni di riduzione della base patrimoniale (comunque soggette a un c.d. *redemption approval regime*); (c) attribuiscano all’ente massima *flessibilità* e discrezionalità in punto di politiche sulla loro remunerazione e (d) assorbano le perdite man mano che queste si verificano e, in caso di liquidazione o insolvenza dell’ente, essi devono rappresentare la pretesa maggiormente subordinata nell’ordine gerarchico concorsuale. Così, in quest’ordine:

(a) rientrano nel primo aspetto quei criteri di eleggibilità e quelle classi di discipline che toccano profili concernenti la *disponibilità* (c.d. “availability”) delle risorse raccolte, nonché le *modalità* di tale raccolta, volendosi imporre un’effettiva *traslazione* verso il mercato del rischio sotteso allo strumento, e dunque specularmente un trasferimento di ricchezza da parte di soggetti *estranei* e *terzi* rispetto all’intermediario e alle sue controllate<sup>496</sup>. Così, si richiede che tali strumenti siano (i) direttamente emessi dall’ente<sup>497</sup>; (ii) interamente *liberati* al momento della sottoscrizione<sup>498</sup> e la loro

---

<sup>496</sup> In tal senso si esprime anche la FAQ No. 14 del Documento *Definition of capital* del BCBS (seppur commentando le *analoghe* disposizioni degli strumenti AT1, ma dunque trasponibili anche rispetto gli strumenti di CET1).

<sup>497</sup> V. art. 28, paragrafo 1, lett. a, CRR.

<sup>498</sup> V. art. 28, paragrafo 1, lett. b, CRR. In una prospettiva di diritto societario interno, la regola in questione non permette il riconoscimento nel CET1 dell’intero valore nominale delle azioni ordinarie liberate a fronte di conferimenti in denaro che coprono il 25% del loro nominale, fattispecie prevista dagli artt. 2342, comma 2, c.c. (in sede di costituzione), e 2439, comma 1, c.c. (in sede di aumento di capitale). Così, qualora fossero versati solo una parte dei conferimenti in denaro, il computo delle relative azioni nel CET1 potrà essere disposto solo entro quei limiti. In tal senso v. il dettato del nuovo art. 28, paragrafo 1, ultimo alinea CRR, per cui “*ai fini della lettera b) del primo comma, può essere considerata uno strumento di capitale di classe 1 solo la parte di uno strumento di capitale che è interamente versata*”.

Sul punto v. anche le osservazioni di EBA, nel suo *report on the monitoring of CET1 instruments issued by EU Institutions*, per cui (§ 39): “*the EBA discussed some provisions in national legislation describing the different possibilities under which a share can be considered as being paid up. In this respect, an undertaking/commitment to pay cash to the institution on demand or at an identified or identifiable future date cannot be considered to meet the requirements of Article 28(1)(b) of the CRR specifying that the instruments are paid up, in particular under the need to ensure that CET1 instruments are constantly available to the institution without intermediary actions/decisions as the first backstop to losses as they occur*”.

Si coglie qui l’occasione per commentare una singolare presa di posizione di EBA rispetto a quei diritti societari che non permettono operazioni di aumenti di capitale in presenza di azioni, precedentemente emesse, non ancora interamente liberate (e per il diritto italiano, cfr. l’art. 2438, comma 1, c.c.). Così, nel summenzionato *report* si legge (§ 38): “*In some jurisdictions there is also the restriction that subsequent capital increases are allowed only if previous outstanding amounts are fully paid up, which may raise some prudential concerns, as this could limit the capacity of the institution to raise further capital when needed*”. Ebbene, a chi scrive pare che, in una prospettiva prudenziale, attenta ad assicurare l’effettiva *loss absorption capacity* dell’ente, la necessità di operare su un capitale *effettivamente* versato risulti altrettanto rilevante.

acquisizione non risulti *finanziata* direttamente o indirettamente dalla società emittente<sup>499</sup> e (iii) in punto di qualificazione e classificazione, essi devono qualificarsi come “capitale”<sup>500</sup> ai sensi dell’art. 22 della Direttiva 86/635/CEE (e conseguentemente i titolari come “azionisti” o “altri proprietari” dell’impresa)<sup>501</sup>; devono essere *contabilizzati* come “patrimonio netto” (o “equity”, con riferimento alla versione inglese del Regolamento) ai sensi della rilevante disciplina contabile<sup>502</sup>; ai fini dell’apertura di una procedura di insolvenza, devono essere classificati come “equity capital”, se ciò è rilevante per il test di solvibilità dell’ente<sup>503</sup> e, infine, devono essere indicati e rendicontati

---

Infine, pare lecito chiedersi se possano essere riconosciute nel CET1 anche azioni liberate a fronte di conferimenti in natura (verso i quali potrebbero legittimamente porsi alcune riserve, in un’ottica prudenziale). Sul punto si è espressa EBA nella sua Q&A 2017\_3636, laddove sottolinea come il CRR sia silente sul punto, sicché la questione deve essere risolta caso per caso dalle autorità competenti, in sede di valutazione e ammissibilità degli strumenti di capitale ai fini del riconoscimento nell’aggregato regolamentare (per cui v. art. 26, paragrafo 3, CRR). Così, lì si legge, astrattamente dovrebbe esser possibile riconoscere azioni liberate a fronte di conferimenti in natura, ma solamente laddove l’apporto capitalizzato sia tale per cui: “*paid-up capital should (i) be irrevocable; (ii) be reliably valued; (iii) be fully under the bank’s control; (iv) not expose the bank, directly or indirectly, to the credit risk of the investor*”. A riguardo cfr. anche la FAQ No.2 del Documento BCBS, *Definition of capital*, §10.8.

<sup>499</sup> V. art. 28, paragrafo 1, lett. b, CRR. Si vietano così forme di assistenza finanziaria diretta o indiretta, pur permesse entro determinati limiti dalla Seconda Direttiva (art. 64 della Direttiva 2017/1132) e, nell’ordinamento interno, dall’art. 2358 c.c. La *ratio* appare evidente, e a riguardo si è espressa chiaramente EBA nella sua Q&A 2013\_8, per cui “*the purpose of this condition is to ensure that the institution has genuinely received new funds at issuance*”.

V. infine gli artt. 8 e 9, Regolamento Delegato, ove si è provveduto a tracciare la portata del divieto in questione provvedendo a fornire una definizione rispettivamente del “finanziamento diretto” e del “finanziamento indiretto” per i fini dell’articolo qui in commento (ma anche, come vedremo, per gli analoghi divieti di assistenza finanziaria per strumenti di AT1 e Tier 2).

<sup>500</sup> V. art. 28, paragrafo 1, lett. c, punto (i), CRR.

<sup>501</sup> Si è già avuto modo di esporre come la Direttiva in questione non individui, in termini *formalmente esclusivi*, i titolari di strumenti di capitale nei *solii* azionisti. A riguardo v. *supra*, ntt. 282 e 330.

<sup>502</sup> V. art. 28, paragrafo 1, lett. c, punto (ii), CRR. Rispetto alle banche italiane, assoggettate inderogabilmente ai principi contabili internazionali, il rispetto di tale criterio deve essere valutato rispetto allo *standard* IAS 32, il quale si preoccupa di dettare criteri classificatori – e dunque, discretivi – per la rilevazione nel bilancio degli emittenti di strumenti di debito (*financial liabilities*) e strumenti di capitale (*equity instruments*).

Nella versione originaria del principio contabile, la *linea distintiva* tra strumenti di debito e capitale (e dunque il differente trattamento contabile che a ciò conseguiva) correva lungo l’esistenza o meno di un obbligo dell’emittente di consegnare risorse finanziarie al possessore dello strumento finanziario, adottando allora un criterio che *prescindeva* dalla qualificazione formale dei rapporti sottesi agli strumenti ma valorizzando il contenuto sostanziale di questi. Ebbene, nel giugno 2018 lo IASB ha pubblicato un *discussion paper* riguardante la possibile modifica di alcuni elementi dello IAS32: le modifiche in questione, che non toccano l’approccio “sostanziale” appena rassegnato, riguarderebbero in particolare l’introduzione di un nuovo criterio discretivo per distinguere tra i due tipi di *claims*, imperniato su una “amount feature” e una “time feature” dello strumento, a seconda che quest’ultimo presenti o meno un obbligo, posto in capo all’emittente di (i) trasferire ai detentori valori economici indipendentemente dalla sua situazione patrimoniale (*amount feature*) e/o (ii) trasferire ai detentori degli strumenti valori economici a scadenze determinate – il pagamento di interessi, ad esempio – e al di fuori di una procedura liquidatoria (*time feature*). Solamente l’assenza di entrambi questi obblighi caratterizzerebbe gli strumenti di capitale, mentre la presenza anche di uno solo varrebbe a far classificare lo strumento nel bilancio dell’emittente come una *liability*. Invero, sia le esigenze veicolate da quanto *sub (i)* che *sub (ii)* sono già veicolate, come subito si vedrà nel testo, dai criteri di eleggibilità degli strumenti di raccolta nel CET1, sicché la modifica dello *standard* non dovrebbe comportare novità in punto di trattamento prudenziale di tali strumenti.

Per la versione completa delle modifiche proposte allo IAS 32, cfr. IASB, *Financial Instruments with Characteristics of Equity. Discussion Paper DP/2018/1*, disponibile su [www.ifrs.org](http://www.ifrs.org), 2018.

<sup>503</sup> V. art. 28, paragrafo 1, lett. c, punto (iii), CRR. La norma prende evidentemente in considerazione l’esistenza, nel panorama europeo, di almeno due differenti test e modelli per arrivare alla dichiarazione di insolvenza dell’ente, ossia (i) quelli basati sulle risultanze – in termini di incapienza patrimoniale – di un *balance-sheet test* e (ii) quelli basati sull’incapacità dell’ente di pagare a scadenza i propri debiti e dunque sulle risultanze di un *solvency test*. La norma in esame si preoccupa di evitare che, negli ordinamenti basati su un modello di quello *sub (i)* – come quello tedesco –,

chiaramente e in poste separate dello stato patrimoniale nel bilancio dell'ente<sup>504</sup>.

Infine, si fa qui notare una differenza che in argomento corre con l'analogia disciplina degli strumenti di AT1: mentre lì, come vedremo, l'art. 52, paragrafo 1, lett. *b*, CRR, richiede che i relativi strumenti non siano acquistati dall'ente medesimo o da sue controllate (e dunque, la regolamentazione pone un secco divieto al riconoscimento e all'ammissibilità di fattispecie che integrino operazioni di acquisto di azioni – *rectius*, strumenti di raccolta – proprie/i, permesse a certe condizioni dalla disciplina societaria *ex art. 2357 c.c.*), una simile previsione manca nell'art. 28 CRR. Ciò però non significa che gli intermediari possano soddisfare il loro requisito di CET1 tramite operazioni c.d. di *buy-backs*, e depone in tal senso sia (i) la complessiva *ratio* sottesa all'individuazione e definizione della disciplina degli elementi di capitale regolamentare, che mira a promuovere e riconoscere ai fini prudenziali solamente valori che garantiscano la più genuina *loss absorption capacity* possibile (caratteristica che sarebbe defettiva qualora gli intermediari rispettassero il proprio requisito di capitalizzazione non con risorse di terzi, ma con risorse già proprie) che, soprattutto (ii) il dato testuale in punto di disciplina di deduzioni dal CET1 *ex art. 36 CRR*, dove si è visto come gli strumenti propri di CET1 detenuti dall'ente direttamente, indirettamente o sinteticamente debbano essere oggetto di detrazione, sicché sarebbe *antinomica* una legislazione che permettesse il computo di strumenti di CET1 propri a fini regolamentari, salvo poi sancirne la deduzione. Il tema del “riacquisto” degli strumenti di capitale regolamentare è ulteriormente affrontato subito nelle prossime righe.

(*b*) I criteri che contribuiscono a delineare la necessaria “irredimibilità” dei titoli e “permanenza” delle risorse acquisite al patrimonio sociale toccano momenti della disciplina del rapporto sottostante l'emissione che a vario titolo possono compromettere la *piena disponibilità* della provvista acquisita *durante societate*.

Così, si richiede che (i) lo strumento sia *perpetuo* – ossia privo di una scadenza predeterminata<sup>505</sup> – e, come corollario, (ii) il valore nominale (“principal amount”) dello strumento non possa essere rimborsato ai titolari (il rimborso comportando un rischio di instabilità del patrimonio e allora della continuità dell'attività), se non in caso di liquidazione dell'ente<sup>506</sup> (ma si tratta di un'ovvietà). Il CRR peraltro ammette ipotesi di “riacquisto” di, e “riduzione del capitale” composto da, strumenti di CET1<sup>507</sup>, ma nelle sole ipotesi in cui l'intermediario si sia determinato *autonomamente* a effettuare tali operazioni (definite infatti “discrezionali”<sup>508</sup>). Inoltre, tali azioni sono subordinate alla positiva

---

strumenti teoricamente acquisiti permanentemente e verso cui non sussistono obblighi di remunerazione o riscatto, possano contribuire al giudizio, e all'apertura di una procedura, di insolvenza.

<sup>504</sup> V. art. 28, paragrafo 1, lett. *d*, CRR.

<sup>505</sup> V. art. 28, paragrafo 1, lett. *e*, CRR.

<sup>506</sup> V. art. 28, paragrafo 1, lett. *f*, punto (i), CRR.

<sup>507</sup> V. art. 28, paragrafo 1, lett. *f*, punto (ii), CRR.

<sup>508</sup> Sottolinea l'attributo della *discrezionalità* delle operazioni in questione C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 109, per cui l'aspetto cruciale dell'articolo è da individuarsi ne “l'idea che non sono in nessun caso ammesse previsioni che

autorizzazione dell'autorità competente e all'espletamento della procedura di cui all'art. 77 CRR (c.d. *redemption approval regime*)<sup>509</sup>, la quale mira a garantire che i rimborsi così disposti non comportino

---

*comportino in capo alla società un qualche vincolo a procedere al "riacquisto" o al "rimborso" degli strumenti. Entrambe le operazioni possono, cioè, verificarsi solo per effetto di una libera decisione maturata in seno agli organi sociali, nel rispetto delle rispettive normative societarie, i quali abbiano autonomamente valutato l'opportunità di procedere in tal senso".*

Le previsioni in esame devono essere valutate, in riferimento all'ordinamento societario italiano, non solo rispetto all'introduzione nello statuto sociale di clausole di *riscatto azionario* ex art. 2437-*sexies* c.c. – le quali, riconoscendo un potere di acquisto forzoso delle azioni alla società o ai soci, dovrebbero pacificamente portare all'esclusione di queste dal CET1, perlomeno quando il riscatto facoltativo e il suo esercizio è posto in capo e a beneficio del socio (e in senso conforme v. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 184); e per un'analisi attenta ai profili di diritto societario della disciplina del riscatto azionario, v. M. VITALI, *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013, e M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, 2005, in *BBTC*, 51 ss. –, ma soprattutto rispetto alle ipotesi di *recesso* c.d. legale, disciplinate nel diritto positivo italiano dall' art. 2437 c.c. (e, nel caso di società eterodiretta, dall'art. 2497-*quater* c.c. e, nel caso di società con azioni quotate sui mercati regolamentati, dall'art. 2437-*quinquies* c.c.). Quest'ultime fattispecie infatti fanno sorgere ipotesi (e seri problemi) di *antinomia* – tra disciplina legale *interna* dello strumento azionario e requisiti regolamentari prudenziali *europèi* – difficilmente risolvibili. La stessa EBA risulta a conoscenza del tema, laddove nel suo *report on the monitoring of CET1 instruments issued by EU Institutions*, rileva (§§80 – 84): “80. [...] the EBA has observed that some national company laws foresee, in a general manner for all types of companies, provisions that may provide a right for redemption of own shares in specific circumstances. The EBA has assessed the interaction of such provisions in national laws with CRR provisions on requirements for CET1 eligibility relating to permanence. 81. In this regard, it needs to be recalled that CET1 instruments are perpetual (Article 28(1)(e) of the CRR) and that the provisions governing the instruments do not indicate expressly or implicitly that the principal amount of the instruments would or might be reduced or repaid other than in the liquidation of the institution, and the institution does not otherwise provide such an indication (Article 28(1)(g) of the CRR). The principal amount of the instruments may not be reduced or repaid except in the cases referred to in Article 28(1)(f) of the CRR, that is, in the case of liquidation and discretionary repurchases or other discretionary means of reducing capital, when the institution has received prior supervisory permission according to Article 77 of the CRR. 82. As a consequence, cases of potential buybacks or redemption of shares, as described above, should be approached under the principle of CET1 capital being permanent and the guiding principles underlying Article 28(1)(f)(ii) of the CRR. 83. In any case, even when the national laws envisage a right of shareholders to redemption, Articles 77 and 78 of the CRR apply. The possibility of the institution redeeming/repurchasing its own shares under such circumstances is then subject to prior supervisory approval. Competent authorities may decide to enhance clarity on the interaction between those national laws and the CRR requirement for CET1 eligibility criteria relating to permanence. They may, for example, request that institutions provide for cross references from the provisions of Articles of Associations, covering redemption of shares to Articles 77 and 78 of the CRR. While such articles will remain applicable nonetheless, this could strengthen the knowledge of the shareholders that their right of redemption could be limited or refused. 84. In one case considered by the EBA, the national corporate law foresaw a right of exit due to the failure to pay dividends. In the event that the general assembly would decline a motion to distribute a predetermined share of the annual profits of the company, any shareholder who voted in favour was given the right to surrender the share to the company. The EBA viewed this as a potential conflict with the CET1 eligibility criteria, with regard to both permanence and flexibility of payments; necessary clarification has been brought in this case and the issue has been resolved”.

<sup>509</sup> L'art. 77 CRR impone agli enti che vogliono ridurre i fondi propri (e le passività ammissibili, sulle quali si tornerà nella Seconda Sezione del presente Capitolo) a richiedere la preventiva *autorizzazione* all'autorità competente. In particolare, l'art. 77, paragrafo 1, lett. *a*, CRR, impone tale condotta all'emittente che voglia ridurre, rimborsare o riacquistare i propri strumenti di CET1, e sempre che tali operazioni sul capitale siano permesse dall'applicabile diritto nazionale.

L'art. 78 CRR invece *procedimentalizza* l'iter valutativo che deve informare la concessione dell'autorizzazione da parte dell'autorità competente, e impone all'ente il rispetto di ulteriori condizioni per procedere alla riduzione in oggetto: così quest'ultimo deve (i) *sostituire* gli strumenti di capitale regolamentare “ridotti” con altrettanti di qualità analoga o superiore, e a termini contrattuali *sostenibili* per la capacità reddituale dell'ente (art. 78, paragrafo 1, lett. *a*, CRR; il nuovo art. 78, paragrafo 2, CRR, ha cura di specificare che tale sostenibilità deve essere valutata in riferimento ai costi che i nuovi strumenti comportano per l'ente, rispetto a quelli degli strumenti sostituiti) o, in alternativa, (ii) *dimostrare* all'autorità competente che il livello di patrimonializzazione a seguito della sostituzione eccederà i minimi obbligatori (art. 78, paragrafo 1, lett. *b*, CRR).

Il nuovo art. 78, paragrafo 1, lett. *b*, secondo alinea, CRR, prevede ora la possibilità di chiedere un permesso *generale* per le riduzioni in questione (ossia, senza necessità di rivolgersi all'autorità competente per ogni operazione di riduzione), peraltro di durata non eccedente l'anno, e subordinatamente al rispetto di determinate condizioni.



una diminuzione della *qualità* e *quantità* della capacità patrimoniale dell'ente (ma allora introducendo vincoli ulteriori ad operazioni di riacquisto di azioni proprie, oltre quelli previsti dalla disciplina societaria interna ai sensi dell'art. 2357 c.c.)<sup>510</sup>. Infine, si richiede che (iii) le previsioni che governano lo strumento non creino né esplicitamente o implicitamente in capo al sottoscrittore alcuna *aspettativa* circa un *rimborso* o *riacquisto* del medesimo<sup>511</sup> da parte dell'ente emittente.

(c) il CRR, in punto di *remunerazione* degli strumenti di CET1, mira a garantire che l'ente detenga il più ampio margine di *libertà* possibile circa le decisioni sulle distribuzioni verso i titolari di tali strumenti, e soprattutto che tali distribuzioni non intacchino o mettano in pericolo la solvibilità dell'ente. L'obiettivo è quello della riduzione più ampia possibile di ipotesi di *fuoriuscite* di valori dal patrimonio dell'intermediario.

Tale prospettiva è più in particolare dettagliata dall'art. 28, paragrafo 1, lett. *h*, CRR, in *sette* punti, ove si prevede che gli strumenti di raccolta, ai fini dell'elezione nel CET1: (i) non riconoscano alcuna differenziazione in punto di *ordine* nelle distribuzioni (“preferential distribution treatment”, o anche “no priority preference rule”), tale da costituire un privilegio di «priorità» rispetto alle posizioni di tutti gli altri strumenti di CET1<sup>512</sup>; (ii) possano essere remunerati nei limiti dei soli “elementi

---

<sup>510</sup> In termini analoghi C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, op.cit., 140 s., per cui conseguenza della disciplina in commento “[...] è che l'acquisto di azioni proprie da parte di una s.p.a. bancaria deve rispettare non solo la normativa di diritto interno fissata negli art. 2357 ss. c.c. – e, quindi, i vincoli derivanti dalla Seconda direttiva in materia societaria con riguardo all'ammontare massimo utilizzabile -, ma anche quella dettata dagli artt. 77 e 78 CRR, i quali subordinano tale facoltà all'autorizzazione dell'autorità di vigilanza, tenuta a esercitare il proprio potere conformemente alle prescrizioni regolamentari. [...] In altri termini, solo il contemporaneo rispetto dei vincoli derivanti dal sistema del capitale sociale e di quelli derivanti dalla nuova disciplina comunitaria in materia di adeguatezza patrimoniale legittimeranno una s.p.a. bancaria a riacquistare le proprie azioni [...]”.

<sup>511</sup> V. art. 28, paragrafo 1, lett. *g*, CRR.

<sup>512</sup> Ai sensi dell'art. 7-ter del Regolamento Delegato, una distribuzione verso uno strumento di CET1 “è considerata preferenziale rispetto ad altri strumenti di capitale primario di classe 1 quando vi sono livelli differenziati di distribuzione”. La disposizione appare in realtà *tautologica*, e maggiore valenza assume l'art. 7-quinquies ove la nozione di “distribuzione preferenziale rispetto all'ordine dei pagamenti nelle distribuzioni” si ritiene integrata quando *almeno* una delle condizioni ivi indicate sia soddisfatta, ossia quando: (a) le distribuzioni sono decise in momenti diversi; (b) le distribuzioni sono pagate in momenti diversi; (c) l'emittente ha l'obbligo di pagare le distribuzioni su un tipo di strumenti di capitale primario di classe 1 prima di pagare le distribuzioni su un altro tipo di strumenti di capitale primario di classe 1 e (d) la distribuzione è pagata su alcuni strumenti di capitale primario di classe 1 e non su altri.

L'articolo 7-ter ha cura di escludere dal perimetro applicativo del divieto di distribuzioni preferenziali il pagamento di un “dividendo multiplo”, fattispecie diversa da quella in commento e permessa dagli artt. 28, paragrafi 3 e 4, CRR, come si vedrà *infra* nel testo. Così, ai sensi dell'art. 28, paragrafo 4 CRR, si ammette il computo nel CET1 di strumenti che riconoscano privilegi nelle distribuzioni (“differentiated distributions” da intendersi come “higher distributions”) nella misura in cui essi attribuiscono un minor (o nessun) numero di *voti*. In altre parole, si richiede una sorta di rapporto di *proporzionalità inversa* tra le posizioni governative e finanziarie che si incardinano sullo strumento. Per l'art. 28, paragrafo 3, CRR vedi invece *infra*, nt. 514. E in effetti, logico corollario dovrebbe essere il divieto di riconoscere nel CET1 le c.d. *loyalty shares*, in particolare quando quest'ultime riconoscono una maggiorazione del dividendo collegata ad una detenzione dello strumento protratta nel tempo. A riguardo si è espressa EBA nel già menzionato *report*, laddove strumenti così caratterizzati (§ 107): “do not meet the provisions of Article 28(4) of the CRR stating that differentiated distributions shall reflect only differentiated voting rights. In this respect, higher distributions shall apply only to CET1 instruments with fewer or no voting rights, meaning that the dividend increase shall be matched by a limitation in the voting rights. In addition, in prudential terms, the potential existence of a loyalty premium for some existing ordinary shareholders may be seen as a barrier to recapitalisation and to the entry of new shareholders in the capital of the institution if needed”.

distribuibili”<sup>513</sup>; (iii) non presentino, nei rispettivi regolamenti di emissione, clausole di “cap” (c.d. tetti) o comunque altre restrizioni e limitazioni all’ammontare massimo distribuibile<sup>514</sup>; (iv) non risultino destinatari di un pagamento definito “*sulla base dell'importo per il quale [...] sono stati acquistati all'emissione*” (ossia, non deve essere previsto un ammontare  *fisso* da pagare determinato  *ex ante*, ma sia rispettato un principio di necessaria  *commisurazione* tra corresponsione del dividendo e andamento economico della banca)<sup>515</sup>; (v) non presentino clausole che  *obblighino* l’ente ad effettuare distribuzioni nei loro confronti, e l’intermediario non risulti altrimenti assoggettato a tale obbligo (ossia l’ammontare dei dividendi pagati deve essere assolutamente  *discrezionale*; si tratta del c.d. principio di  *full flexibility of distributions*); (vi) non prevedano la mancata distribuzione dell’utile come un “event of default” dell’intermediario<sup>516</sup> e infine, in termini generali (vii) non ricolleghino all’annullamento delle distribuzioni restrizione alcuna alle capacità operative dell’ente<sup>517</sup>.

---

In conclusione, ed in termini pratici, il CRR ammette trattamenti preferenziali in punto di  *quantum* dei pagamenti (c.d. privilegio di «preferenza») ma non nell’ordine dei medesimi (c.d. privilegio di «priorità»), e in tal senso si è espressa EBA,  *report on the monitoring of CET1 instruments, op.cit.*, § 28, per cui “ *Preference can be in the amount (multiple distribution) but not in the order of payments (no priority preference), in accordance with Articles 28(1)(h) and 28(4) of the CRR and the limits of the EBA RTS on own funds (part 4) on multiple dividends*”.

<sup>513</sup> La fattispecie “elementi distribuibili” è definita nell’art. 4, paragrafo 1, punto 128, CRR, per cui essa individua “ *l'ammontare dei profitti alla fine dell'ultimo esercizio, aumentato degli utili portati a nuovo e delle riserve disponibili a tale scopo prima della distribuzione ai possessori di strumenti di fondi propri, diminuito delle eventuali perdite degli esercizi precedenti, degli utili non distribuibili conformemente alla normativa dell'Unione o nazionale o alle regolamentazioni interne dell'ente e delle somme iscritte in riserve non distribuibili conformemente alla normativa nazionale o allo statuto dell'ente, in ciascun caso relativamente alla categoria specifica degli strumenti di fondi propri, a cui si riferiscono la normativa dell'Unione o nazionale, le regolamentazioni interne dell'ente o lo statuto; tali utili, perdite e riserve sono determinati sulla base dei conti individuali dell'ente e non dei conti consolidati*”. In termini forse ridonanti, la fattispecie individua una quota del netto rappresentata dall’utile di bilancio e dalle riserve disponibili.

<sup>514</sup> Tale prescrizione deve essere letta in combinato disposto con l’art. 28, paragrafo 3 CRR, per cui essa deve ritenersi soddisfatta “ *a prescindere dal fatto che lo strumento paghi un multiplo di dividendo [dividend multiple], purché tale multiplo di dividendo non gravi in modo sproporzionato sui fondi propri*”.

Il Regolamento Delegato ha provveduto a fornire una definizione di situazione in cui il “pagamento di un dividendo multiplo non costituisca un utilizzo sproporzionato dei fondi propri”, dettagliata nel rispetto di cinque indici e condizioni previsti dall’ art. 7  *bis*. Tra queste, particolare importanza assume la prescrizione per cui “ *l'importo della distribuzione su uno strumento con dividendo multiplo non [deve] rappresenta[re] più del 125 % dell'importo della distribuzione su uno strumento di capitale primario di classe 1 con diritto di voto*”.

Sull’ammissibilità di clausole statutarie che garantiscono ad una determinata categoria di azionisti un rendimento fisso sia ai sensi del diritto azionario nazionale che per la previgente disciplina prudenziale del patrimonio di vigilanza (e del patrimonio di base, in particolare), v. D. LA LICATA,  *La struttura finanziaria, op.cit.*, 208.

<sup>515</sup> Non potrebbero allora essere conteggiate nel CET1 le azioni di risparmio emesse nel vigore degli artt. 14 e 15 della l. 216/1974, laddove riconoscevano al titolare delle medesime un diritto a un dividendo fisso. Sul punto C. FRIGENI,  *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 174 (nt. 16).

<sup>516</sup> La disposizione in esame diviene perspicua se letta congiuntamente a clausole comuni nei contratti finanziari (ma invero, anche di derivazione legale e proprie del diritto generale delle obbligazioni, e si pensi all’art. 1186 c.c.) in tema di decadenza dal beneficio del termine del creditore della prestazione, in ipotesi di inadempimento. A dire il vero, può anche sembrare ripetitiva e ridonante rispetto al criterio  *sub (v)*: una volta statuito il principio di  *piena discrezionalità* dei pagamenti agli strumenti di CET1, nessun obbligo in tal senso dovrebbe gravare sull’ente, sicché ne consegue che il mancato pagamento mai potrebbe integrare ipotesi di inadempimento dell’ente e, dunque, un  *event of default*.

<sup>517</sup> Per una fattispecie concreta in violazione di tale criterio, v. EBA  *report on the monitoring of CET1 instruments, op.cit.*, § 108, laddove: “ *The EBA investigated the situation of an instrument included in the CET1 list in which, in the event that the institution does not declare an annual dividend on the CET1 instrument, it will cancel some of the interest payments on AT1 instruments. Even though in the case investigated no distribution was paid on any of the instruments because of the absence of profits, this provision was assessed by the EBA as not compliant with Article 28(1)(h)(vii) of the CRR, which states that ‘the cancellation of distributions imposes no restriction on the institution’ (no dividend stoppers or*



Da ultimo, a chi scrive sembra che questa articolata disciplina del profilo remunerativo degli strumenti di CET1 si presti ad essere letta secondo quella prospettiva di tipo *funzionale* al tema dell'adeguatezza patrimoniale bancaria propria della regolamentazione prudenziale, per cui l'obiettivo del *rafforzamento patrimoniale* viene raggiunto limitando nei termini più ampi possibili le fuoriuscite di valori complessive destinate a quei finanziatori dell'impresa che maggiormente devono contribuire alla stabilità di quest'ultima<sup>518</sup>.

(d) Infine, con riguardo ai profili di assorbimento delle perdite, si richiede che gli strumenti di CET1: (i) rispetto a *tutti* gli altri strumenti di capitale emessi dall'ente (*a prescindere* che quest'ultimi siano stati computati o meno nel capitale regolamentare, e come vedremo si tratta di un dettaglio questo di grande importanza), assorbano la *prima e proporzionalmente maggiore* parte delle perdite man mano

---

*pushers*)". Il criterio in questione, secondo le parole dell'EBA, deve essere letto congiuntamente al fenomeno delle clausole contrattuali di *dividend pusher* e *stopper*, in quanto mira ad arginare proprio la costruzione di tali complessi meccanismi di *interconnessione delle remunerazioni* di strumenti di qualità differente. Il tema è affrontato anche *infra*, in nt. 552.

Invero la norma in commento sembra intercettare (e vietare) fattispecie di *reverse dividend pusher* o *reverse dividend stopper*, le quali si strutturano nella maniera che segue: si ha una situazione di *reverse dividend stopper* quando si hanno clausole per cui il mancato pagamento a strumenti *junior* (nell'esempio appena rassegnato riportato da EBA, di CET1) obbliga a non pagare anche gli strumenti *senior* dell'ente, quali gli strumenti AT1 e Tier 2 (quando una fattispecie "classica" di *dividend stopper* è strutturata esattamente nella maniera opposta, dovendo essere il mancato pagamento di strumenti *senior* a impedire la distribuzione a strumenti *junior*). Si ha una fattispecie di *reverse dividend pusher* quando si hanno clausole per cui il pagamento verso strumenti *senior*, quali gli strumenti AT1 e Tier 2, obbliga a pagare anche gli strumenti *junior* dell'ente, quali quelli di CET1 (quando una fattispecie "classica" di *dividend pusher* è strutturata esattamente all'opposto, dovendo essere il pagamento fatto a strumenti *junior* a rendere attuale l'obbligo di remunerare gli strumenti *senior*).

Ciò detto, valga quanto segue: (i) una fattispecie di *reverse stopper*, ove la mancata distribuzione di dividendi a strumenti di CET1 che conseguentemente comporta il divieto di riconoscere il pagamento degli interessi a strumenti di AT1, impone una *restrizione all'operatività* della banca e viola di necessità il principio di cui all'art. 28, lett. h, punto (vii), CRR; (ii) ma lo stesso dicasi per una clausola contrattuale che impone distribuzioni agli strumenti CET1 in caso di pagamenti verso strumenti *senior* (in questa fattispecie parrebbe più esattamente violato l'art. 28, lett. h, punto (v), CRR, e il già menzionato principio della "full flexibility of payment"). In entrambi i casi, la presenza di queste clausole crea un effetto "contagio" sugli, e tra gli, strumenti CET1, ossia una situazione in cui clausole inserite in regolamenti di strumenti appartenenti a determinate classi regolamentari ciò nonostante inficiano l'eleggibilità di strumenti appartenenti ad *altre* classi regolamentari. Il tema del "contagio" tra diverse categorie di strumenti di raccolta regolamentari verrà trattato estensivamente in conclusione di Paragrafo.

Un esempio classico di *reverse dividend stopper* (e dei suoi dannosi effetti in termini di "contagio") è trattato nella Q&A dell'EBA 2013\_21. La Q&A verte sul rapporto tra strumenti AT1 e Tier 2, ma rispetto all'analoga previsione dell'art. 52, paragrafo 1, lett. l, (v), CRR, per cui "*l'annullamento delle distribuzioni [verso gli strumenti AT1] non impone all'ente alcuna restrizione*". In particolare, lì si discuteva della liceità di una clausola inserita in un regolamento di emissione di uno strumento di Tier 2 per cui l'istituzione era obbligata al differimento del pagamento degli interessi in caso un simile differimento avesse interessato gli strumenti di AT1. Ebbene, EBA ha ritenuto una clausola di tal fatta lecita e non comportante alcun effetto nei confronti dello strumento Tier 2, ma astrattamente in grado di condurre all'esclusione degli strumenti AT1 dall'aggregato regolamentare, "[...] as a decision to cancel Additional Tier 1 coupons would automatically lead to the deferral or cancellation of coupons on Tier 2 instruments [so that] the criterion referred to in article 52 (1) (l) (v) CRR, which requires that "the cancellation of distributions imposes no restrictions on the institutions" would then not be met by outstanding Additional Tier 2 instruments of the institution".

Infine, per l'acuta osservazione e argomentazione di diritto interno per cui il pagamento di *interessi* condizionato, ad esempio, alla *libera* decisione assembleare di decidere sull'assegnazione dei *dividendi* (si tratterebbe allora di un *reverse dividend stopper*) non necessariamente configuri un pagamento subordinato e condizionato alla mera volontà del debitore (e dunque ricadente nella sfera applicativa dell'art. 1355 c.c.), v. N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, *op.cit.*, 321 ss.

<sup>518</sup> In termini simili a quelli nel testo, cfr. B. JOOSEN, *Regulatory capital requirements*, *op.cit.*, 26.

che queste si verificano nel corso della gestione corrente, e in termini *paritari* tra di loro<sup>519</sup>; (ii) in sede di distribuzione concorsuale (verticale) del patrimonio dell'ente, attribuiscono ai relativi titolari una pretesa *proporzionale* al loro importo (né fissa o soggetta a un tetto massimo) e di rango *inferiore* rispetto a *tutte* le altre che si puntualizzano sul residuo attivo<sup>520</sup> e (iii) non prevedano nel relativo contratto di emissione garanzie o analoghe pattuizioni che abbiano come effetto l'aumento del rango del credito (in particolare, ma non esclusivamente, in caso di insolvenza o liquidazione dell'emittente), le quali evidentemente comporterebbero un'alterazione dei principi in tema di subordinazione dello strumento<sup>521</sup>.

Si rende qui necessario approfondire due temi che trovano emersione proprio rispetto alla disciplina dell'incidenza delle perdite sugli strumenti di CET1 (in particolare, rispetto al punto *sub (i)* della medesima), ossia i profili di necessaria esposizione *prioritaria* alle perdite di tali strumenti nonché il *grado* di tale precedenza, rispetto agli altri strumenti di capitale regolamentare (e non) dell'ente.

Così, per quanto riguarda l'aspetto della necessaria esposizione prioritaria alle perdite degli strumenti di CET1, quest'ultima deve essere valutata rispetto *anche* alle emissioni *non regolamentari* dell'ente (*i.e.*, che per qualsiasi motivo non siano state computate nel capitale regolamentare, ad esempio perché non rispettose di un determinato criterio di elezione tra quelli finora passati in rassegna<sup>522</sup>).

---

<sup>519</sup> V. art. 28, paragrafo 1, lett. *i*, CRR. Ciò significa che la norma in questione non permette il computo nel CET1 di qualsiasi strumento azionario che presenti un (*lecito*, adottando una prospettiva di diritto azionario interno *ex art. 2348 c.c.*) privilegio nella sopportazione delle perdite rispetto a tutti gli altri. Secondo alcuni commentatori, la scelta *de quo* può essere compresa soltanto alla luce della rinnovata impostazione *macroprudenziale* della regolamentazione patrimoniale: mentre in un'ottica micro-prudenziale, in cui l'obiettivo è una patrimonializzazione capace di tutelare i depositanti dell'intermediario, il regolatore è interessato precipuamente a garantire una capitalizzazione dell'intermediario perseguita con fondi *junior* rispetto alle pretese dei depositanti, capaci di assorbire le perdite prima di questi (a prescindere che ciò avvenga in situazioni di *going o gone concern*, e sul punto si rimanda a quanto già esposto *supra* nel Paragrafo 1) in un'ottica macro-prudenziale, l'esclusione dal CET1 di *senior securities*, nella forma di *preferred shares*, si spiega nell'ottica di *favorire* fenomeni di ricapitalizzazione dell'ente tramite emissioni di strumenti di fondi propri e disincentivare invece fenomeni di aggiustamento dei *capital ratios* tramite operazioni di dismissioni di attivi (che possono dar luogo ad ipotesi di *deleveraging* e *fire sales* su cui ci si è già soffermati ampiamente nel Primo Capitolo). Infatti, dovendosi ricostruire una base patrimoniale erosa da perdite, dovrebbe risultare più semplice trovare investitori disponibili alla sottoscrizione di nuovi strumenti di capitale dell'ente laddove tale base sia composta da strumenti qualitativamente omogenei, che non in una situazione in cui parte di questa base patrimoniale sia composta da strumenti *senior* (in questa situazione infatti i nuovi sottoscrittori di strumenti ordinari finirebbero semplicemente per trasferire ricchezza agli, e mantenere indenni dalle perdite i, titolari di strumenti *senior*, sicché non rimarrebbero molti incentivi per sottoscrivere tali strumenti). Per questi argomenti, v. S. HANSON-A. KASHYAP-J.C. STEIN, *A macroprudential approach to financial regulation*, *op.cit.*, 9.

Inoltre, si deve ritenere che l'ordine di esposizione alle perdite così disposto riguardi la sola componente "strumentista" del CET1, nel senso che si deve considerare salvo e non derogato il principio per cui debbano essere prima tutte le altre poste del netto *non* formate a seguito di emissioni di strumenti finanziari a dover assorbire le perdite. Sul tema v. B. JOOSEN, *Regulatory capital requirements*, *op.cit.*, 26; C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 111, e in termini adesivi con quest'ultimo, S. BOATTO, *Strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 39.

<sup>520</sup> V. art. 28, paragrafo 1, lettere *j* e *k*, CRR.

<sup>521</sup> V. art. 28, paragrafo 1, lettere *l* e *m*, CRR.

<sup>522</sup> Ma non è da escludersi che a risultati del genere possa giungersi anche per strumenti di capitale astrattamente idonei a essere eletti nell'aggregato prudenziale, ma concretamente poi non eletti, e ciò valorizzando la facoltà/libertà imprenditoriale dell'ente di comportarsi in tal maniera. Sul punto, seppur con riferimento al precedente quadro legislativo, v. S. BOATTO, *Brevi note in materia di subordinazione volontaria dei crediti e crisi d'impresa*, in *La ristrutturazione dei debiti civili e commerciali*, a cura di Bonfatti-Falcone, Milano, 2011, 226, dove l'A. rileva come anche laddove gli

Se l'ente, dunque, si trova ad avere una struttura finanziaria/del capitale composta da due categorie di azioni, entrambe esposte in termini paritari alle perdite ma non entrambe computate nel CET1, ecco che la necessaria esposizione prioritaria alle perdite imposta agli strumenti di CET1 dall'art. 28, paragrafo 1, lett. *i*, CRR viene meno, e la categoria di azioni eletta nel CET1 dovrebbe da questa classe venir *disqualificata ex art. 30 CRR*<sup>523</sup>. Si verificherebbe un fenomeno di c.d. “contagio” tra strumenti emessi dall'ente, in cui l'aggregato *non* regolamentare “infetta” quello regolamentare<sup>524</sup>, e ciò perché la disposizione qui in commento (ma non è l'unica, si pensi a quelle analizzate in tema di distribuzioni *sub (c)*) ha una *natura relazionale*, ossia il rispetto della medesima può essere appurato non soltanto avendo riguardo al regolamento della singola emissione, ma rispetto al rapporto di questa con gli *altri* strumenti finanziari emessi dall'ente. Facendo un ulteriore passo rispetto a quanto appena esposto, problemi di contagio possono verificarsi anche in una situazione in cui l'emittente, che rispetta il suo requisito di CET1 interamente con azioni *ordinarie*, decida per un qualsiasi motivo di emettere strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, VI comma, c.c., e si ritengano quest'ultimi (seguendo certe prassi interpretative non minoritarie, e su cui si ritornerà più approfonditamente nel Paragrafo 3.2 del Terzo Capitolo) *antergati* alle perdite rispetto al capitale sociale. Ci si troverebbe infatti in una paradossale situazione in cui *modeste* emissioni di strumenti finanziari partecipativi contagino e portino alla disqualificazione dal CET1 di, all'occorrenza, *ingenti* quantitativi di azioni ordinarie<sup>525</sup>. Si tratta di una conclusione non accettabile, che trova ragione in un certo approccio *formalistico* al tema dei rapporti tra capitale sociale e riserve da strumenti finanziari partecipativi. Promettendosi di ritornare sul tema con maggiore attenzione e contestualizzazione nel Terzo Capitolo, qui si segnala come proprio il tema del contagio (e la necessità di evitarlo) sembra

---

ibridi di patrimonializzazione rispettino tutte le condizioni richieste dalla normativa ai fini dell'imputabilità a patrimonio di vigilanza, ciò non determinerebbe una “*attrazione forzata*” dei primi al secondo, ciò dovendo dipendere dalla concreta *volontà* della banca “*ove lo ritenesse coerente sia con le proprie esigenze patrimoniali sia con le proprie strategie imprenditoriali*”.

<sup>523</sup> Ai sensi del quale “*Quando, nel caso di uno strumento del capitale primario di classe 1, le condizioni di cui all'articolo 28 [...] non sono più soddisfatte, si applica quanto segue: a) lo strumento in questione cessa immediatamente di essere considerato strumento del capitale primario di classe 1; b) i sovrapprezzi di emissione relativi a tale strumento cessano immediatamente di essere considerati elementi del capitale primario di classe 1*”.

<sup>524</sup> Da ultimo il tema del contagio (o anche *infection risk*) è stato estensivamente trattato da EBA, *Opinion of the European Banking Authority on the prudential treatment of legacy instruments*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2020. L'opinione in questione origina da fattispecie solo all'apparenza qualitativamente differenti da quelle trattate nel testo (il tema li concerne l'effetto contagio che potrebbe derivare, al termine del periodo di *grandfathering* disposto dal CRR, dalla perdurante presenza nella *balance-sheet* bancaria di strumenti sì non più eletti ed eleggibili nel capitale regolamentare – per l'appunto, i c.d. *grandfathered/legacy instruments* – ma che comunque continuano ad *interagire* con altri strumenti di capitale regolamentare, *minandone* la conformità con i requisiti prudenziali), e difatti presenta argomenti e conclusioni del tutto in linea con quelle che si avanzeranno in queste pagine.

<sup>525</sup> E a chi scrive sembra che EBA, nel suo *report on the monitoring of CET1 instruments, op.cit.*, § 93, si riferisca esattamente a questa fattispecie (con l'obiettivo di evitarla), laddove si legge: “*The EBA also observed that some articles of association of institutions may provide for the possibility of issuing types of instruments other than ordinary shares, such as, redeemable shares and preference shares. In a case in which such instruments would actually be issued, competent authorities will need to assess the provisions ruling these instruments and apply enhanced scrutiny, in particular, to their ranking and interaction with the different layers of capital, CET1 especially*”.

porsi alla base del *nuovo* (in quanto introdotto per il tramite della BRRDII) articolo 48, paragrafo 7, BRRD, ai sensi del quale: “*Member States shall ensure that, for entities referred to in points (a) to (d) of the first subparagraph of Article 1(1), all claims resulting from own funds items have, in national laws governing normal insolvency proceedings, a lower priority ranking than any claim that does not result from an own funds item*”<sup>526</sup>. Si tratta di una disposizione di rilevanza centrale anche per l'accennato tema dei rapporti tra strumenti finanziari partecipativi e capitale sociale, perlomeno perché dovrà obbligare il legislatore nazionale a ripensare, *rectius*, a introdurre, criteri di diritto positivo certi che governino la relazione tra i medesimi.

Venendo al secondo punto, riveste importanza cruciale la previsione dell'art. 28, paragrafo 1, lett. i, CRR, per cui gli strumenti di CET1 dovrebbero assorbire sì “la prima” parte delle perdite, ma “proporzionalmente la più cospicua”, sicché si può avere una partecipazione alle perdite di strumenti diversi da quelli classificati nel CET1 (e necessariamente *senior* rispetto a quest'ultimi), nonostante quest'ultimi non siano stati *completamente* erosi dalle perdite<sup>527</sup>. Si tratta di una regola distributiva

---

<sup>526</sup> La BRRDII prevede entrate in vigore e trasposizioni delle relative disposizioni nei diritti nazionali differenziate a seconda degli istituti che disciplina. Per la norma in questione, il termine ultimo coincide con la data ultima per la trasposizione nel diritto interno della Direttiva, ossia il 28 dicembre 2020, e si veda l'art. 3 della BRRDII.

Ad onore del vero l'art. 48, paragrafo 7, BRRD, trova giustificazione anche rispetto a un *problema parallelo*, ossia la necessità di evitare violazioni del principio del *No Creditor Worse Off* in uno scenario risolutorio, che potrebbero manifestarsi qualora strumenti di capitale regolamentare (su cui per primi dovrebbero distribuirsi le perdite, ai sensi degli artt. 48 e 59-62 BRRD) risultino pariordinati a strumenti di capitale non regolamentare nella relativa gerarchia concorsuale dei crediti (*i.e.*, quella definita dal diritto fallimentare nazionale, che rappresenta il *benchmark* per valutare la violazione del suddetto principio). Storicamente, il problema si è posto rispetto a passività subordinate elette nel Tier 2, poste sul *medesimo* piano concorsuale di passività non elette in questa categoria di capitale regolamentare, che dunque erano chiamate nel contesto *risolutorio* all'assorbimento di un *quantum* di perdite maggiore rispetto allo scenario *liquidatorio controfattuale* (come si vedrà subito *infra* nel Paragrafo 1.5.10, nella versione originaria del CRR il riconoscimento di passività subordinate nel Tier 2 era semplicemente condizionato al fatto che quest'ultime fossero pienamente subordinate ai crediti di tutti i creditori non subordinati, per cui porzioni di passività subordinate elette nel Tier 2 dell'ente potevano risultare *pariordinate* a emissioni di passività subordinate non computate nel capitale regolamentare). Sul tema dei rapporti tra *ranking* concorsuale e criteri di distribuzione delle perdite in uno scenario risolutorio si tornerà estensivamente *infra* nella Seconda Sezione del Capitolo.

Ma, e tornando al tema del “contagio” individuato nel testo, questa disposizione non è una “panacea” e anzi, rispetto ad alcune ben individuate fattispecie, può rivelarsi del tutto ineffettiva. Così si pensi alla situazione in cui la banca risulti emittente di alcuni strumenti di capitale non rispettosi di uno tra i criteri disposti dal CRR (perché trattasi di strumenti emessi ben prima l'introduzione del CRR) ma comunque riconosciuti nell'aggregato regolamentare ai sensi del regime provvisorio del *grandfathering*. Ebbene, al decorrere del periodo di *grandfathering* stabilito dal CRR (che non può prolungarsi oltre il 2021) gli strumenti in questione verranno esclusi dalla loro rispettiva classe regolamentare e dunque “diverranno” strumenti di capitale *non* regolamentare che, astrattamente e a seconda dei casi, ben potranno continuare ad assorbire le perdite in termini paritari rispetto agli strumenti con i quali precedentemente componevano il relativo *tier* regolamentare. In una situazione del genere l'art. 48, paragrafo 7, BRRD (o meglio, le previsioni nazionali che ad esso dovranno dare concretezza) dovranno di necessità prevedere qualche meccanismo ad operatività retroattiva e forzosa per evitare il contagio (ad esempio, tramite una *modifica coattiva* del rango concorsuale del credito veicolato dallo strumento). Nello scenario descritto, l'unica – eccezionale – situazione che non solleva problemi di sorta è quella in cui lo strumento, non più eleggibile ai fini del requisito di fondi propri dell'ente, era stato sottoposto al regime del *grandfathering* perché non rispettoso della gerarchia concorsuale imposta dal CRR agli strumenti di capitale regolamentare, e già *ab initio* risultava essere uno strumento *senior* rispetto a tutti gli elementi di fondi propri. Il tema trattato in questo capoverso è stato, da ultimo, recentemente affrontato nella già menzionata EBA, *Opinion of the European Banking Authority on the prudential treatment of legacy instruments*, *op.cit.*

<sup>527</sup> Sul punto v. anche le analoghe osservazioni di C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 112.

di allocazione delle perdite confermata dallo stesso art. 28, paragrafo 2, CRR<sup>528</sup>, ma che come vedremo nel prossimo Paragrafo contraddistingue anche la disciplina degli strumenti di AT1; e che, evidentemente in nome di un principio di massima garanzia della *stabilità e continuità* dell'azienda bancaria (la possibilità di incidere sulle componenti qualitative di minore qualità ancor prima che il c.d. "capitale di funzionamento" sia del tutto eroso dovrebbe facilitare la *ricostruzione* di quest'ultimo successivamente)<sup>529</sup>, tuttavia pregiudica l'operatività della regola della *Absolute Priority Rule* e conseguentemente i rapporti *interni e individuali* (ma proprio per questo, forse meritevoli all'occhio del legislatore bancario di una tutela *deteriore* rispetto al bene giuridico della *stabilità sistemica*) tra diversi titolari di strumenti di capitale regolamentare (assente una regola di *Absolute Priority Rule*, i detentori di strumenti di CET1 beneficiano di un criterio di distribuzione delle perdite che interessa un numero maggiore di soggetti – e si "arricchiscono" ai danni di quest'ultimi)<sup>530</sup>. Il tema verrà ripreso nel prossimo Paragrafo, per ora basti qui concludere che, come si è detto (seppur rispetto alla non più vigente normativa di settore, ma in termini qui trasponibili): "*da queste condizioni appare evidente che ciò che interessa il legislatore bancario non è tanto stabilire una precisa scala di priorità fra i finanziatori a diverso titolo della banca, ma assicurare che le somme raccolte tramite questi strumenti finanziari, in pendenza della gestione ordinaria, siano a disposizione della banca per fronteggiare le perdite*"<sup>531</sup>.

Detto altrimenti, e in un certo senso *a contrario* rispetto all'osservazione appena riportata, le limitazioni poste all'autonomia privata circa le regole di distribuzione delle perdite che possono governare gli strumenti di CET1 e il rapporto di questi con gli altri finanziatori trovano ragione, come per i profili distributivi, in un approccio funzionale al tema dell'adeguatezza patrimoniale.

#### 5.9. (Segue). Strumenti di raccolta di AT1.

L'analisi degli strumenti di AT1<sup>532</sup> (che, come si è visto, *ex art. 51 CRR* esaurisce anche l'analisi di

---

<sup>528</sup> Ai sensi del quale si ritiene soddisfatto il principio di necessaria antergazione alla "proporzionalmente più cospicua" parte delle perdite degli strumenti di CET1, anche in caso di riduzione permanente degli strumenti di AT1 e Tier 2.

<sup>529</sup> A chi scrive pare che proprio a fattispecie del genere si riferisca M. LAMANDINI, *Il diritto bancario dell'Unione*, in *BBTC*, 2015, 433, laddove si interroga sulla liceità e compatibilità con i diritti fondamentali dell'Unione di previsioni che "*preved[ano] – con finalità di conservazione del patrimonio di vigilanza – che i diritti dei creditori (o di taluni di essi) corrano un rischio di perdita pari passu se non addirittura antergato rispetto al capitale [...]*".

<sup>530</sup> In una prospettiva di analisi economica del diritto, a chi scrive pare che ad un gioco che agli occhi del regolatore è comunque a somma zero, quale quello derivante dall'applicazione dell'*Absolute Priority Rule*, perché meramente redistributivo (che si allochino le perdite seguendo o meno la regola dell'*Absolute Priority Rule*, il *quantum* distribuito rimane il medesimo, a prescindere da chi è chiamato a doverle ripianare), se né preferito uno in cui i criteri allocativi possano contribuire ad obiettivi altri rispetto alla tutela dei singoli finanziatori dell'impresa.

<sup>531</sup> C. BRESCIA MORRA, *Strumenti finanziari innovativi*, *op.cit.*, 446.

<sup>532</sup> Agli strumenti di AT1 ci si riferisce nella prassi finanziaria con nomi diversi, quali *contingent capital instruments*; *contingent convertible bonds* (c.d. CoCos) e *reverse convertible instruments*. Per una rassegna in tal senso, oltre che per le caratteristiche che sul piano negoziale, prima ancora che regolamentare, individuano queste fattispecie, v. S. SORRENTINO, *Basilea III e contingent capital: occasione mancata o falsa panacea?*, in *Banca impresa soc.*, 2012, 25

tutti gli elementi di AT1, essendo tale classe positivamente e ulteriormente composta dalle sole riserve di sovrapprezzo degli strumenti di AT1) seguirà la medesima impostazione adottata nel precedente Paragrafo.

Così, in via di prima approssimazione, il CRR richiede che gli strumenti di AT1: (a) siano emessi direttamente dall'ente, e indifferentemente qualificabili come *equity capital* ovvero passività; (b) siano a disposizione dell'ente in termini astrattamente *perpetui* (seppur ipotesi di rimborso *durante societate* vengano ammesse in termini più ampi rispetto a quanto visto per gli strumenti di CET1, ma sempre nel rispetto di un *redemption approval regime*); (c) attribuiscono all'ente massima *flessibilità* e *discrezionalità* in punto di politiche sulla loro remunerazione e (d) assorbano le perdite *congiuntamente* agli strumenti di CET1, ma solo dopo che il livello del CET1 *ratio* sia sceso al di sotto di una soglia individuata da un "evento attivatore" (c.d. *trigger event*, e sempre che l'autorità di risoluzione non abbia già attivato poteri di svalutazione e conversione). Così, in quest'ordine:

(a) Rientrano nel primo aspetto, come per gli strumenti di CET1, classi di discipline che toccano profili concernenti *disponibilità* e *modalità* della raccolta dello strumento, tali da imporre una effettiva traslazione del rischio sotteso allo strumento in capo a soggetti terzi.

Nello specifico, si richiede che tali strumenti (i) siano *direttamente* emessi da "un'istituzione"<sup>533</sup>, ma non più anche da un soggetto rientrante nel perimetro di consolidamento della prima, come accadeva per, e permetteva la, disciplina pre-CRRII<sup>534</sup>; (ii) siano interamente liberati, ossia la somma raccolta

---

ss.; S. AVDJIEV-A. KARTASHEVA-B. BOGDANOVA, *CoCos: a primer*, in *BIS Quarterly review*, 2013, 43 ss., e A. CAHN-P. KENADJIAN, *Contingent Convertible Securities*, *op.cit.*, 4 ss.

In un'ottica sia regolamentare che di mercato, la rilevanza dei CoCos ai fini dell'adeguata patrimonializzazione bancaria viene giustificata sulla scorta della loro: (i) capacità di assicurare una pronta *loss absorption capacity* in situazioni di continuità dell'ente; (ii) minore dispendiosità per la banca rispetto a una provvista raccolta tramite puro capitale di *equity* e (iii) maggiore attrattività per gli investitori rispetto ad un investimento in *equity*, stante i ritorni fissi che solitamente tali strumenti assicurano (ma ciò non è in realtà vero, come si vedrà, per i profili remunerativi imposti dal CRR ai fini del riconoscimento regolamentare). Inoltre, si aggiunge, i meccanismi di conversione che accompagnano i CoCos, specialmente quando in grado di attivarsi in situazioni di gestione ancora ordinaria della società, svolgerebbero astrattamente una benefica funzione di riallineamento degli interessi dell'azionariato di controllo dell'impresa a quella dei creditori di quest'ultima, i primi incentivati a non assumere condotte troppo rischiose per non correre il rischio di perdere il controllo a favore dei secondi, o comunque essere fortemente diluiti.

Eppure il tema è più articolato: al di là delle difficoltà di determinare adeguatamente *trigger(s)* e tassi di conversione (per entrambi i temi v. *infra* nel testo e nt. 558), vi è che gli strumenti di AT1 sono strumenti intrinsecamente *complessi*, oltre che *incerti* nei meccanismi di funzionamento (di allocazione delle perdite e di remunerazione della provvista), caratteristiche che secondo alcuni creano maggiore, e non minore, instabilità nell'aggregato patrimoniale (e nel sistema, in virtù di effetti *spillover* e contagio). Inoltre, per alcuni dubbi circa la reale capacità di questi strumenti di assicurare una effettiva *loss absorption capacity* in situazioni di continuità dell'ente, v. subito *infra* in nt. 573.

Le tematiche qui sommariamente esposte sono trattate in maniera più approfondita negli studi empirici di P. BOLOGNA-A. MIGLIETTA-A. SEGURA, *Contagion in the CoCos market? A case study of two stress events*, in *Banca d'Italia working papers*, 2018.

<sup>533</sup> V. art. 52, paragrafo 1, lett. a, CRR.

<sup>534</sup> Mentre la disciplina pre-CRRII, nell'art. 52, paragrafo 1, lett. p, CRR, esplicitamente ammetteva questa ipotesi, a seguito del CRRII tale previsione è venuta meno, sostituita dal nuovo art. 52, paragrafi 1, lett. p e q, CRR, che introducono la necessaria presenza di una PONV *clause* nei regolamenti contrattuali governati da una *lex causae* che non riconosce i poteri di svalutazione e conversione degli artt. 59-62 BRRD. A riguardo v. *infra* nt. 568 e le considerazioni ivi nel testo. E infatti, a conferma di ciò, il nuovo art. 494a CRR, rubricato "grandfathering of issuances through special purpose entities", ammette il riconoscimento nel capitale regolamentare dell'ente di emissioni di strumenti di AT1 (e Tier 2) da

a fronte dell'emissione sia stata interamente versata<sup>535</sup>; (iii) non siano acquistati dall'ente medesimo o da sue controllate, ovvero da un'impresa in cui l'ente emittente detenga, direttamente o attraverso forme di controllo, almeno il 20% dei diritti di voto o del capitale (ossia, si pone qui un divieto ad operazioni di acquisto di "strumenti di raccolta" propri)<sup>536</sup>; (iv) non siano stati liberati (o comunque acquistati) a fronte di forme di assistenza finanziaria diretta o indiretta prestata dall'emittente<sup>537</sup> e (v) ai fini dell'apertura di una procedura di insolvenza, siano classificati come "equity capital", se ciò è rilevante per il test di solvibilità dell'ente<sup>538</sup>.

Nessuna menzione viene fatta alle modalità con cui deve avvenire la raccolta<sup>539</sup>, limitandosi l'art. 52, paragrafo 1, lett. n, CRR, a richiedere che gli strumenti di AT1, in quelle giurisdizioni ove il giudizio di insolvenza viene espresso sulla base delle risultanze di bilancio (ossia, derivi da un *balance-sheet test*), non contribuiscano ai fini della determinazione che le passività di un ente superino le sue attività. Da ciò si è inferito (conformemente ad analoghe previsioni di Basilea e a ciò a cui si assiste nella prassi)<sup>540</sup> come *anche* strumenti che delincono operazioni *traslativo restitutorie* di risorse (*i.e.*, siano assistite *ab origine* da obblighi restitutori dell'ente, e costituenti dunque operazioni di *finanziamento* e non di *investimento*) possano computarsi nella classe regolamentare di patrimonio in questione<sup>541</sup>. Detto altrimenti, il legislatore bancario prende qui espressa posizione per la sola rilevanza della "struttura economica" dell'operazione sottesa al finanziamento, risultando invece *indifferente* la qualificazione degli strumenti di raccolta come "equity" ovvero "liabilities".

(b) Sul piano della permanenza (e perpetua "immobilizzazione" del capitale fornito) e irredimibilità degli strumenti di AT1, l'interprete incontra classi di discipline che si distanziano, ma non eccessivamente, dai criteri che regolano i medesimi profili degli strumenti di CET1 e dai principi

---

parte di società appartenenti al perimetro di consolidamento di quest'ultimo, *in deroga* al nuovo testo dell'art. 52 CRR, solamente fino al 31 dicembre 2021.

<sup>535</sup> V. art. 52, paragrafo 1, lett. a, CRR. Valgono qui le stesse considerazioni fatte *supra* in nt. 498 circa il riconoscimento limitato nel CET1 a fronte di versamenti solo parziali – e infatti anche qua il nuovo art. 53, paragrafo 1, ultimo alinea CRR, prevede che "può essere considerat[o] uno strumento aggiuntivo di classe 1 solo la parte di uno strumento di capitale che è interamente versata".

<sup>536</sup> V. art. 52, paragrafo 1, lett. b, CRR. La regola in questione trova anche ragione nella considerazione per cui, come si vedrà, gli strumenti di AT1 garantiscono una funzione di pronto assorbimento delle perdite e ripristino della continuità aziendale altresì per il tramite di forme di *ricapitalizzazione* (*i.e.*, conversione in strumenti di CET1). In quest'ottica appare evidente come una ricapitalizzazione raggiunta con risorse *interne* al gruppo (in particolare, società controllate) versante in una situazione di crisi non garantirebbe alcuna stabilità all'aggregato patrimoniale. Sul punto v. V. BEVIVINO, *Capitale e struttura finanziaria, op.cit.*, 213.

<sup>537</sup> V. art. 52, paragrafo 1, lett. c, CRR. Valgono qui le considerazioni fatte per la portata del divieto di assistenza finanziaria a cui sono soggette le emissioni di CET1, per cui v. *supra* nt. 499.

<sup>538</sup> V. art. 52, paragrafo 1, lett. m, CRR. Vedi inoltre le considerazioni già svolte *supra* in nt. 503, rispetto all'analogia previsione per gli strumenti di CET1.

<sup>539</sup> Si è visto nel precedente Paragrafo che per quanto riguarda gli strumenti di CET1 viene richiesta la riconducibilità dello strumento alla nozione di (i) "capitale", *ex art. 22* della Direttiva 86/635/CEE e (ii) "equity capital", secondo l'applicabile disciplina contabile.

<sup>540</sup> Sul punto v. B. JOOSEN, *Regulatory capital requirements, op.cit.*, 29.

<sup>541</sup> V. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 114 e S. BOATTO, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 30.

emersi in quella sede.

Nello specifico, si richiede che tali strumenti (i) siano *perpetui*, cioè privi di una scadenza predeterminata<sup>542</sup>, e il regolamento di emissione non contenga alcuna disposizione che ne *incentivi* il rimborso<sup>543</sup>; (iii) qualora incorporino opzioni di *rimborso anticipato* (“early redemption options”), tra le quali ad esempio opzioni *call*, tali opzioni possano essere esercitate unicamente a *discrezione* dell’ente<sup>544</sup> ma comunque (iv) possano essere rimborsati – anche anticipatamente – o riacquistati, solo quando le condizioni di cui all’art. 77 CRR siano rispettate (il già analizzato *redemption approval regime*)<sup>545</sup> e non prima di *cinque anni* dalla data di emissione (eccetto quando siano soddisfatte le condizioni di cui all’art. 78, paragrafo 4, CRR)<sup>546</sup>; (v) non includano disposizioni che indichino, implicitamente o esplicitamente, che gli strumenti saranno rimborsati o riacquistati, a seconda dei

---

<sup>542</sup> Si vuole così evitare la pratica, comune nei mercati finanziari nel periodo pre-crisi (e altresì validata dalla legislazione di quel periodo, e v. *supra* nt. 320), di emissione di strumenti ibridi (eleggibili nella base regolamentare) con scadenze trentennali o centennali. Sul punto v. B. JOOSEN, *Regulatory capital requirements, op.cit.*, 21.

Sull’ammissibilità nell’ordinamento giuridico italiano di titoli di debito rappresentativi di un rapporto perpetuo, o comunque a tempo indeterminato ma estremamente lungo (c.d. *perpetual notes*), e ciò rispetto una supposta e presunta diffidenza ordinamentale di sistema verso vincoli obbligatori di tal fatta, v. già le analisi di M. LAMANDINI, *Perpetual notes e titoli obbligazionari a lunga o lunghissima scadenza*, in *BBTC*, 1991, 606 ss.

Peraltro, la perpetuità del rapporto dovrebbe considerarsi pacificamente rispettata quando la durata dello strumento venga fatta coincidere con quella della società, dovendo ritenersi soddisfatta l’esigenza della norma, che mira ad assicurare la permanenza delle risorse raccolte lungo tutto l’arco di tempo di svolgimento dell’attività bancaria.

<sup>543</sup> V. art. 52, paragrafo 1, lett. g, CRR. I caratteri negoziali che integrano un “incentive to redeem” sono individuati dall’art. 20 del Regolamento Delegato. Così, dopo aver provveduto a definire l’incentivo al rimborso come “*all features that provide, at the date of issuance, an expectation that the capital instruments is likely to be redeemed*” (paragrafo 1), il successivo paragrafo provvede a elencare delle fattispecie che *sicuramente* integrano il divieto in questione. Così, *inter alia*, forme di incentivo sono considerate le opzioni *call* associate a meccanismi di revisione automatica del tasso di remunerazione dello strumento in caso di mancato esercizio dell’opzione stessa (le c.d. *step-up clause*, di cui già si è discusso *supra* in nt. 295) e le opzioni *call* associate all’obbligo o alla facoltà per l’investitore di convertire lo strumento in uno strumento di CET1 in caso di mancato esercizio dell’opzione stessa.

Clausole di tal fatta evidentemente pongono l’ente di fronte alla scelta se accettare, esercitando la *call*, una fuoriuscita di valori patrimoniali al tempo presente, ovvero una più ingente (o *potenzialmente* più ingente, come nelle ipotesi di conversione in strumenti di capitale dell’ente) nel futuro, in entrambi i casi in pregiudizio rispetto alla stabilità e solidità dell’aggregato patrimoniale. Da qui il secco divieto di clausole di tal fatta.

<sup>544</sup> V. art. 52, paragrafo 1, lett. h, CRR. L’articolo ha subito una modifica a seguito del CRR II, che ne ha esteso il campo applicativo, laddove precedentemente le *sole* opzioni *call* integravano le limitazioni di cui all’articolo. Appare forse superfluo, ma si noti come non ci sia nessuna antinomia tra questa previsione e la precedente *sub (i)* nel testo in punto di necessaria irredimibilità delle emissioni in questione, in quanto richiedere che uno strumento non abbia scadenza (*i.e.*, sia perpetuo) non significa che non possa essere riscattato – *called back* – ovvero riacquistato – *bought back* –. Da altro punto di vista, non può non ammettersi come un approccio regolamentare eccessivamente liberale in un senso (*i.e.*, favorevole all’inserzione *generalizzata* di opzioni di riacquisto nel regolamento degli strumenti) può minare, dall’altro lato, l’effettività di una regolamentazione che voglia anche garantire la *perpetuità* delle risorse così ottenute. Da qui la necessità di prevedere limiti e presidi regolamentari.

<sup>545</sup> Per cui v. *supra* nt. 509.

<sup>546</sup> V. art. 52, paragrafo 1, lett. i, CRR. L’articolo 78, paragrafo 4, CRR, prevede un’eccezione al divieto di esercitare *call* o rimborsi degli strumenti AT1 (e Tier 2) nei primi cinque anni dall’emissione di questi laddove si sia verificato un rilevante cambiamento fiscale o regolamentare nello scenario legislativo (c.d. *regulatory-material tax event*). Conformemente, nella prassi, clausole *standard* di *call* sono le c.d. *regulatory calls* e le *tax calls clauses*, ai sensi delle quali si attribuisce all’ente la facoltà di rimborsare lo strumento rispettivamente qualora quest’ultimo venga estromesso dall’aggregato regolamentare (o ne muti il trattamento prudenziale) o ne venga modificato il trattamento fiscale in termini “materiali”. A riguardo cfr. EBA, *Report on the monitoring of AT1 instruments of European Union institutions*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2018, §§27-33, ove anche il divieto di c.d. *partial regulatory call*, ma non delle *partial tax call*.



casi, in situazioni diverse da quelle di insolvenza o liquidazione dell'ente<sup>547</sup> e, coerentemente con ciò (vi) non includano previsioni che facciano presumere che l'autorità competente presterà il proprio consenso per le operazioni *sub (iv)*<sup>548</sup>.

(c) Anche l'analisi dei criteri sottesi alla remunerazione degli strumenti di AT1 fa emergere principi affini a quelli che governano gli strumenti di CET1, differenze riscontrandosi nella menzione di profili che riguardano il pagamento di interessi – e dunque la remunerazione di strumenti di *debito* –, stante la possibilità di eleggere nella classe in questione strumenti assistiti da obblighi di rimborso. Così, ai sensi dei *cinque* criteri disposti dall'art. 52, paragrafo 1, lett. l, CRR, le distribuzioni agli strumenti di AT1: (i) devono provenire da elementi distribuibili<sup>549</sup>; (ii) devono essere indipendenti dal merito di credito (“credit standing”, nella prassi si parla di divieto di forme di “credit sensitive dividend”) dell'emittente o dell'impresa madre riferibile<sup>550</sup>; (iii) devono essere pienamente *discrezionali*, nel senso che l'ente può disporre discrezionalmente il differimento e l'annullamento (“cancellation”) in *qualsiasi* momento, per un periodo *illimitato* e su base *non cumulativa*; (iv) se annullate, non può ritenersi integrata un ipotesi di *default* dell'ente<sup>551</sup> e (v) se cancellate, non impongano alcuna *restrizione* all'ente<sup>552</sup>.

---

<sup>547</sup> V. art. 52, paragrafo 1, lett. j, CRR.

<sup>548</sup> V. art. 52, paragrafo 1, lett. k, CRR.

<sup>549</sup> E vedi *supra* nt. 513 per la latitudine della fattispecie “elementi distribuibili”. Gli strumenti di AT1 dunque, in particolare quando si atleggiano a strumenti di debito, devono presentare meccanismi di pagamento della cedola che siano dipendenti nell'*an* dalla situazione economica della società.

<sup>550</sup> Ma ciò non significa che, rispettate tutte le condizioni per la remunerazione dello strumento, quest'ultima non possa attestarsi in un ammontare *fisso* nel *quantum*, in ciò segnando il profilo di maggiore *differenziazione* rispetto alle remunerazioni verso gli strumenti di CET1, ove come si è visto *ex art. 28*, paragrafo 1, lett. h, punto (iv), CRR, si richiede che quest'ultime non si sostanzino in un ammontare fisso. Sul punto v. B. JOOSEN, *Regulatory capital requirements*, *op.cit.*, 29.

<sup>551</sup> E valgono qui le considerazioni fatte *supra* in nt. 516. Qua si aggiunge che, sempre in una prospettiva di diritto interno, laddove lo strumento sia inquadrabile in un'ipotesi di finanziamento riconducibile alla figura del “mutuo”, la disposizione *de quo* mira anche a sterilizzare l'azionabilità di quelle disposizioni che legittimano il mutuatario a chiedere la risoluzione per inadempimento per il caso di mancato pagamento anche di una sola rata di restituzione degli interessi (e v. art. 1820 c.c.). Cfr. inoltre EBA, *Report on the monitoring of AT1 instruments*, *op.cit.*, §§ 40-41.

<sup>552</sup> Tale quinto requisito deve essere letto in combinato disposto con l'art. 53 CRR, dove vengono enumerate tre caratteristiche che, se enucleate nella regolamentazione pattizia dello strumento, integrano *sicuramente* una forma di restrizione alla libertà operativa dell'ente. Segnatamente si tratta di clausole di (a) *dividend pusher* e (b) *dividend stopper* legate rispettivamente alla corresponsione o mancata corresponsione di distribuzioni agli strumenti di AT1. Così, per quanto riguarda *sub (a)*, si richiede che gli strumenti di AT1 non comprendano alcuna clausola che obblighi l'ente a effettuare una distribuzione nei loro confronti in caso di una distribuzione effettuata verso strumenti del *medesimo* rango o di rango *inferiore* (“more junior”), incluso – ma si tratta di un'ovvietà – uno strumento di CET1 mentre, per quanto riguarda *sub (b)* si richiede che gli strumenti di AT1 non comprendano alcuna clausola che obblighi l'ente ad annullare la distribuzione verso strumenti di *pari* rango, di rango *inferiore* (CET1) o *superiore* (Tier 2) nel caso in cui non siano effettuate distribuzioni verso i suddetti strumenti di AT1.

In entrambi i casi, si nota, la decisione di riconoscere o non riconoscere un pagamento a strumenti diversi da quelli di AT1 attiverrebbe un complesso scenario (c.d. *interlinkages of capital payments*) il cui esito è quello, oltre che frustrare e restringere la libertà dell'ente in punto di *dividend policies* (libertà già fortemente conformata dalla disciplina del CRR), di pregiudicare la stabilità dell'aggregato tramite meccanismi di fuoriuscita “a catena” di valori patrimoniali (ciò è particolarmente vero per le clausole di *dividend pusher*).

L'art. 53 CRR enumera un'altra ipotesi di clausola – *vietata* –, tale da imporre restrizioni per l'ente, ossia l'obbligo di sostituire il pagamento dell'interesse o la corresponsione del dividendo non effettuati verso gli strumenti di AT1 con un pagamento in qualsiasi altra forma.

(d) Infine, per quanto riguarda le disposizioni che toccano i profili di assorbimento delle perdite a cui devono conformarsi i regolamenti di emissione degli strumenti di AT1, esse sono da leggersi alla luce della funzione *going-concern* che tale categoria regolamentare è chiamata ad assolvere. Così, si richiede che suddetti regolamenti:

(i) prevedano<sup>553</sup> che al verificarsi di un evento attivatore (c.d. *trigger event*) il valore nominale degli strumenti di AT1 possa essere *svalutato* (c.d. *write-down*)<sup>554</sup> in via permanente o temporanea<sup>555</sup>, e dunque contribuire all'*assorbimento* delle perdite correnti e, conseguentemente, alla ricreazione di un "netto", ovvero *convertito* (c.d. *conversion*) in strumenti di CET1, e dunque contribuire alla *ricapitalizzazione* c.d. interna dell'ente (ossia comportare, in un'ottica legale una *riqualificazione* di valori, ricondotti ad altra e diversa disciplina e, in un'ottica contabile una *modificazione* della struttura del passivo dell'ente – simile a quella ottenuta per il tramite dell'esercizio dei poteri di conversione tramite *bail-in*, i quali però si sostanziano in una *modificazione coatta* di tale struttura).

L'art. 54 CRR provvede a definire le caratteristiche che devono presentare i *trigger events* e le modalità di svalutazione e conversione. Così, per quanto riguarda i primi, si richiede che i *triggers* si

---

<sup>553</sup> V. art. 52, paragrafo 1, lett. n, CRR.

<sup>554</sup> Ai sensi dell'art. 21, paragrafo 1, Regolamento Delegato, la svalutazione deve avvenire in termini *paritari e proporzionali* ("on a pro rata basis") nei confronti di tutti i titolari di strumenti di AT1 accomunati da un meccanismo di svalutazione simile e da un identico *trigger*.

L'art. 22, Regolamento Dettagliato, provvede a proceduralizzare l'accertamento del *trigger* e parte dell'*iter* di svalutazione o conversione, individuando: (a) l'organo competente ad accertarne l'operatività e attualità (ossia l'organo di amministrazione dell'ente, o che svolge funzione analoga); (b) il termine ultimo entro cui individuare e determinare l'importo da svalutarsi o convertirsi (ossia, un mese dall'accertamento del *trigger*, peraltro riducibile su richiesta dell'autorità competente) e (c) la possibilità che l'autorità competente, o altri soggetti legittimati, possano richiedere una revisione indipendente dell'importo da svalutare o convertire.

<sup>555</sup> L'art. 21, paragrafo 2, Regolamento Delegato, elenca un dettagliato numero di condizioni da rispettare affinché la svalutazione possa considerarsi *temporanea* e, dunque, possa operare un meccanismo di *rivalutazione* (c.d. *write-up*).

A prescindere da una puntuale esegesi delle medesime (ma vale qui segnalare come, ai sensi della lett. c) di detto articolo, la rivalutazione dello strumento e dei suoi accessori è operazione, quando ammessa, che deve risultare essere puramente *discrezionale*, ossia demandata alla *volontà* dell'emittente), emerge l'idea che la svalutazione temporanea non abbia un effetto *meramente contabile*, lasciando dunque *invariata* la posizione del portatore dello strumento e il complesso di diritti di cui è titolare, ma abbia invece conseguenze *sostanziali* (coerentemente con un approccio prudenziale al fenomeno), incidendo sul contenuto del rapporto fin quando non vi sia recupero di valori *durante societate*, e possa allora divenire definitiva qualora tali valori non siano realizzati prima della liquidazione dell'ente. Sul punto v. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 117 e ribadito a 201.

Per considerazioni opposte (ossia che l'operazione di iscrizione del credito in misura ridotta costituisce "un accorgimento *meramente contabile*, mentre il credito dei sovventori non subisce variazioni nell'entità e riprenderà vita in caso di liquidazione concorsuale (senza inganno per i terzi, data l'integrale postergazione), oppure di realizzazione di utili", sicché, con riferimento alle sorti del credito *durante societate*, "l'operazione avrebbe [...] durata temporanea. In caso di scadenza del prestito dopo l'operazione, il rapporto dovrà ritenersi prorogato ex lege sino al ristabilimento di una situazione patrimoniale di efficienza" e ciò al fine di evitare che "gli azionisti si arricchiscano a danno dei titolari di passività irredimibili interessati" – così D. GALLETTI, "Elasticità" della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie, in *BBTC*, 1997, 274, e in termini simili, con riferimento alla fattispecie di cui all'art. 2411, III comma, c.c., v. M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, 447) valevoli però riguardo la, e nei limiti della, *previgente legislazione* in materia di strumenti ibridi di patrimonializzazione computabili nel patrimonio supplementare, v. D. LA LICATA, *La struttura finanziaria, op.cit.*, 159, e N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari, op.cit.*, 355 ss. e 358, ove ritiene tale trattamento, entro certi limiti, contrattualmente estendibile anche agli strumenti innovativi e non innovativi di capitale.

attivino alla riduzione del CET1 *ratio* dell'emittente<sup>556</sup> al di sotto del 5.125%, ovvero anche ad un livello superiore, qualora espressamente specificato nelle disposizioni che governano lo strumento<sup>557</sup>. Peraltro, è facoltà degli enti provvedere a definire *altri* eventi attivatori, in aggiunta a quelli qui riportati<sup>558</sup>. Per quanto riguarda il secondo punto, si richiede che le disposizioni che governano lo strumento, qualora prevedano la conversione, indichino espressamente il tasso di conversione in strumenti di CET1 applicabile al verificarsi del *trigger* (ovvero un intervallo all'interno del quale gli strumenti si convertiranno in strumenti di CET1)<sup>559</sup>, mentre qualora prevedano la svalutazione, indichino gli elementi del credito soggetti a decurtazione<sup>560</sup>.

Sia la conversione che la svalutazione devono essere di entità tale per cui il CET1 *ratio* dell'ente torni ad attestarsi ad un valore pari al 5.125%<sup>561</sup>.

---

<sup>556</sup> In realtà è stato chiarito che, ai fini del riconoscimento dello strumento anche per il requisito di patrimonializzazione *consolidato*, il *trigger* dovrebbe essere collegato al CET1 *ratio* non solamente dell'emittente (c.d. *solo trigger*), ma anche del gruppo bancario di appartenenza (*group trigger*), sicché in queste situazioni si rende necessaria la previsione di due *triggers*, collegati alla situazione patrimoniale *individuale* dell'ente e *consolidata* del gruppo. A riguardo v. EBA, *Report on the monitoring of AT1 instruments, op.cit.*, §§ 96-100, in particolare per l'osservazione per cui (§98): “*The EBA considers that there should be a trigger on the basis of all levels of solvency applicable to the institution (or the banking group). This means that there should be a trigger on the basis of consolidated CET1 when the entity is supervised on a consolidated basis, based on sub-consolidated figures when the entity is supervised on a sub-consolidated basis, and based on solo figures when the entity is supervised on a solo basis, as well as any applicable combination of any of the cases mentioned above*”. Cfr. l'analoga presa di posizione del BCBS nella FAQ No. 18 del Documento *Definition of capital*.

<sup>557</sup> V. art. 54, paragrafo 1, lett. a, CRR.

<sup>558</sup> V. art. 54, paragrafo 1, lett. b, CRR. Da un punto di vista tecnico, la determinazione di un *trigger* (in questo caso *aggiuntivo* rispetto a quello imposto dall'art. 54 CRR, che è ancorato sostanzialmente a valori contabili del CET1 rettificati in chiave prudenziale) e il disegno ottimale di uno strumento di AT1 è operazione delicata, e che proprio per questo non si presta a “soluzioni” univoche. In particolare, le alternative e le scelte toccano:

(i) la grandezza a cui ancorare l'attivazione del *trigger*, ossia una grandezza “specificata” della banca emittente, ma con il rischio che possa essere soggetta a manipolazioni del *management*, ovvero grandezze macroeconomiche o indici che rappresentino il sistema bancario nel suo complesso, con il pericolo allora di operazioni di conversione forzata imposte a istituzioni che però, a livello individuale, non ne presentano alcuna necessità;

(ii) i valori a cui collegare l'attivarsi del *trigger*, ossia valori contabili, ma con il rischio che tali grandezze siano aggiornate con ritardo, in virtù della loro possibile natura *backward-looking*, ovvero valori di mercato, con il pericolo che tali grandezze risultino eccessivamente volatili, quando non oggetto di manovre speculative;

(iii) il rapporto di conversione, poiché se esso viene ancorato alle condizioni di mercato al momento della crisi dell'emittente, allora i “vecchi” azionisti affrontano il rischio di vedersi significativamente diluiti (*i.e.*, dovranno emettere una quantità di azioni molto elevata al servizio della conversione, ma allora astrattamente incentivandoli ad una gestione “virtuosa”), mentre se esso viene fissato *ex ante*, al momento dell'emissione, gli investitori non scontano la perdita che subiranno al momento della conversione, sussidiando di fatto un arricchimento dei vecchi azionisti.

Per i temi qui solo accennati v. A. RESTI-A. SIRONI, *La crisi finanziaria, op.cit.*, 31; C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 118 (nt. 124); S. SORRENTINO, *Basilea III e contingent capital, op.cit.*, 33 ss.; S. AVDJIEV-A. KARTASHEVA-B. BOGDANOVA, *CoCos: a primer, op.cit.*, 44 ss.; B. BILJANOVSKA, *Aligning market discipline and financial stability: a more gradual shift from contingent convertible capital to bail-in measures*, in *European Business Organization Law Review*, 2016, 125 ss.; J. COFFEE JR., *Bail-ins versus bail-outs: using contingent capital to mitigate systemic risk*, in *Columbia Law & Economics Working Paper No. 380*, 2010, 33 ss., e A. CAHN-P. KENADJIAN, *Contingent Convertible Securities, op.cit.*, 4 ss.

<sup>559</sup> V. art. 54, paragrafo 1, lett. c, CRR. V. inoltre quanto accennato *supra* in nt. 558 *sub* (iii) per alcune delle problematiche che interessano la costruzione del tasso di conversione.

<sup>560</sup> E deve *obbligatoriamente* trattarsi in particolare, *ex art.* 54, paragrafo 1, lett. d, CRR, de: (i) il valore nominale del credito che può essere fatto valere in situazioni di insolvenza o liquidazione dell'ente; (ii) l'importo da pagare in caso di rimborso (“call or redemption”) dello strumento e (iii) l'entità delle distribuzioni corrisposte allo strumento.

<sup>561</sup> pertanto, *ex art.* 54, paragrafo 4, CRR, la svalutazione o conversione può toccare finanche tutto il valore nominale dello strumento di AT1, se ciò è necessario a ristabilire l'equilibrio finanziario imposto.

L'art. 54 CRR infine contiene una serie di disposizioni che a vario titolo specificano altre caratteristiche del procedimento di svalutazione o conversione degli strumenti di AT1<sup>562</sup>;

(ii) non contengano clausole che possano ostacolare la ricapitalizzazione dell'ente<sup>563</sup>;

(iii) in caso di insolvenza dell'ente, dispongano la *subordinazione* dello strumento rispetto a quelli di Tier 2<sup>564</sup> (e si tratta di una previsione che può creare profili di antinomia con l'analoga disposizione in tema di strumenti di Tier 2 perché, come vedremo, per quest'ultimi si richiede che risultino *subordinati* ai diritti o crediti di tutti i detentori di passività ammissibili, ma non anche che debbano essere *sovraordinati* rispetto a quelli di AT1; pertanto uno strumento di raccolta di Tier 2 di pari rango rispetto ad uno strumento di AT1 è *in se* pacificamente ammissibile, ma “contagia” e disqualifica tutti gli eventuali strumenti di AT1, che non saranno più considerati tali *ex art. 55 CRR*<sup>565</sup>);

---

A riguardo cfr. anche le considerazioni di EBA, *Report on the monitoring of AT1 instruments, op.cit.*, §§ 45-48, ove vengono valutate negativamente alcune clausole (c.d. *one-cent floor*) il cui effetto è quello di impedire che il relativo strumento venga svalutato al di sotto dell'1% del suo valore facciale, e ciò perché contrastanti con l'art. 54, paragrafo 4, CRR, ove si richiede che gli strumenti di AT1 possano essere “*fully written-down*”. Nel *report* EBA suggerisce di ovviare all'incompatibilità non eleggendo nell'AT1 il valore corrispondente all'1% dello strumento ovvero prevedendo meccanismi di compensazione per i titolari degli strumenti, per il tramite di prelievo di valori da altre riserve (per cui, se gli strumenti vengono infine completamente annullati, la centesima parte del valore dello strumento viene prelevata dalle riserve ovvero dagli utili non distribuiti e assegnata al rispettivo titolare).

<sup>562</sup> In particolare, l'art. 54 CRR richiede che: (i) in seguito alla conversione di uno strumento di AT1 (ma viene menzionata anche la svalutazione di quest'ultimo, in termini invero abbastanza inspiegabili rispetto l'oggetto della previsione in esame), gli elementi così generati dovranno essere considerati come elementi di CET1 secondo la disciplina contabile applicabile (paragrafo 2); (ii) al verificarsi di un *trigger* l'emittente informi immediatamente le autorità competenti e i possessori di strumenti di AT1, e senza indugio provveda a svalutare o convertire lo strumento (paragrafo 5); (iii) in caso di conversione in strumenti di CET1, l'emittente abbia cura e provveda a che il proprio “capitale autorizzato” sia sempre sufficiente per la conversione dell'ammontare richiesto di strumenti AT1 in strumenti CET1, e a tal proposito l'ente disponga di tutte le autorizzazioni a ciò necessarie (paragrafo 6) e infine (iv) l'emittente che converta strumenti di AT1 in strumenti di CET1 garantisca che non sussistano impedimenti procedurali alla conversione, vuoi di fonte legale o statutaria, vuoi per qualsivoglia disposizione contrattuale (paragrafo 7).

<sup>563</sup> V. art. 52, paragrafo 1, lett. o, CRR. Clausole di tal fatta sono individuate dall'art. 53 CRR, di cui già si è dato conto *supra* in nt. 552. A quelle deve qui aggiungersi l'art. 23 Regolamento Delegato, dettato specificamente con riguardo all'articolo qui annotato, e che individua tra le caratteristiche che potrebbero ostacolare la ricapitalizzazione quelle disposizioni e clausole in base alle quali l'ente risulti obbligato a compensare gli attuali possessori di strumenti di capitale a seguito di emissioni di nuovi strumenti di capitale.

<sup>564</sup> V. art. 52, paragrafo 1, lett. d, CRR. Nel caso in cui lo strumento eletto nell'AT1 veicoli un'operazione traslativo-restitutoria (*i.e.* abbia causa creditizia), la subordinazione *de quo* dovrebbe assumere i tratti di quella che nella letteratura italiana è definita “subordinazione assoluta”, dovendo il pagamento dei creditori subordinati avvenire solo dopo il pagamento di tutti gli altri debiti gravanti sul patrimonio sociale. Inoltre, seguendo la distinzione tracciata da S. VANONI, *I crediti subordinati, op.cit.*, 14, la norma *de qua* dovrebbe configurare una subordinazione c.d. *incompleta* (cioè efficace solo in caso di liquidazione volontaria o concorsuale della società), la quale si oppone a una subordinazione c.d. *completa* (cioè efficace anche al di fuori della liquidazione della società). Su questi temi si tornerà anche *infra*, in nt. 592.

<sup>565</sup> Ai sensi del quale “*Quando, nel caso di uno strumento aggiuntivo di classe 1, le condizioni di cui all'articolo 52, paragrafo 1, non sono più soddisfatte, si applicano le disposizioni seguenti: a) lo strumento in questione cessa immediatamente di essere considerato strumento aggiuntivo di classe 1; b) la parte dei sovrapprezzi di emissione relativa a tale strumento cessa immediatamente di essere considerata elemento aggiuntivo di classe 1*”.

In realtà per evitare il rischio contagio all'ente basterebbe strutturare le previsioni dei regolamenti contrattuali che regolano la gerarchia concorsuale dei relativi strumenti in maniera *coerente* con la gerarchia imposta dal CRR. Particolare problema pongono in questo contesto alcune operazioni di riqualificazione di strumenti di capitale regolamentare da categorie di più alta qualità a categorie di qualità inferiore: si pensi alla situazione, diffusa nella prassi, in cui l'istituzione soddisfi il proprio requisito AT1 con numerose emissioni di strumenti *grandfathered*, ossia confliggenti con un particolare requisito imposto dal CRR per l'elezione perpetua dello strumento nella categoria AT1, ma – ed è questo il punto – posti sul medesimo piano di tutti gli strumenti AT1 in punto di gerarchia concorsuale. Ebbene, considerato che la legislazione europea non vieta la pratica del c.d. *cascading down*, ovvero la possibilità di riqualificare strumenti appartenenti a una

(iv) non siano assistiti da garanzie, rilasciate da particolari soggetti che vantano legami stretti con l'emittente e che finiscano per aumentare il rango del credito garantito né, in generale, siano regolati da alcuna disposizione, di natura contrattuale o meno, che abbia per effetto quello di aumentare il rango del credito collegato allo strumento in caso di insolvenza o liquidazione dell'ente<sup>566</sup>;

(v) non assoggettino gli strumenti ad accordi di compensazione o di *netting* che possano comprometterne la capacità di assorbire le perdite<sup>567</sup> e

(iv) presentino una c.d. *Point Of Non-Viability Clause* (PONV Clause), ai sensi della quale il detentore dello strumento riconosce di assoggettare la sua pretesa ai poteri di svalutazione e conversione dell'autorità di risoluzione previsti dall'art. 59 BRRD, quando la *lex-contractus* che governa lo strumento sia quella di una legge e giurisdizione che non riconosce i poteri di suddetto articolo<sup>568</sup>. In effetti, la possibilità che gli strumenti AT1 possano essere assoggettati ai poteri di svalutazione e conversione già al PONV dell'ente, ossia un momento in cui quest'ultimo è ritenuto dall'autorità di risoluzione come *failing or likely to fail*<sup>569</sup>, può portare quest'ultimi ad assorbire le

---

categoria superiore in una classe di capitale regolamentare inferiore (a riguardo si è detto come “*reclassifications of own funds instruments [...] from a grandfathered category to a fully eligible category, although unusual, are not prohibited as such*” - così EBA nella Q&A 2018\_4417; nella fattispecie qui in commento, si tratterebbe esattamente di riqualificare gli strumenti *grandfathered* AT1 come “fully eligible” Tier 2), l'ente in questione potrebbe esser incentivato, prima della scadenza del periodo di *grandfathering* e della conseguente esclusione dello strumento dall'AT1, di utilizzare quest'ultimo ai fini del requisito Tier 2 (evidentemente, qualora tutte le caratteristiche dello strumento risultino compatibili con la nuova classe, e in tal senso cfr. EBA Q&A 2013\_50). Ebbene, in una fattispecie del genere, si avrebbe uno strumento *ora* di Tier 2 posto sul medesimo piano, in punto di assorbimento delle perdite, della precedente categoria di appartenenza, ossia l'AT1, e allora creandosi una potenziale situazione di contagio.

<sup>566</sup> V. rispettivamente art. 52, paragrafo 1, lett. *e e f*, CRR.

<sup>567</sup> V. il nuovo art. 52, paragrafo 1, lett. *r*, CRR. In realtà la previsione *de quo* dà vita ad un'apparente antinomia con quanto disposto dal Considerando 26 del CRRII, per cui “*Gli strumenti di fondi propri e le passività ammissibili non dovrebbero essere soggetti ad accordi di compensazione o di netting che possano comprometterne la capacità di assorbimento delle perdite nella risoluzione. Ciò non dovrebbe significare che le disposizioni contrattuali che disciplinano le passività debbano contenere una clausola precisante espressamente che lo strumento non è soggetto a diritti di compensazione o di netting*”.

<sup>568</sup> Gli artt. 59-62 BRRD delineano l'area del c.d. *bail-in* “debole”, che si contrappone alla misura di risoluzione del *bail-in* propriamente detta in punto di campo e portata applicativa. A riguardo, v. quanto si dirà *infra* nella Seconda Sezione, in nt. 706.

In realtà il nuovo art. 52, paragrafo 1, lett. *p e q*, CRR, ha una struttura ben più complessa e non del tutto perspicua, ma qui si è tentato di individuarne il nocciolo duro, ossia la necessaria presenza nelle emissioni di AT1 di una PONV *clause* quando i poteri dell'autorità di risoluzione dell'emittente che a questa situazione si collegano non sono garantiti per via legale. La necessità di prevedere clausole contrattuali di riconoscimento dei poteri di svalutazione e conversione delle autorità di risoluzione (c.d. *bail-in clause*) nasce storicamente per (i) assicurare che effettivamente tutti gli strumenti di capitale regolamentare dell'ente assorbano le perdite *prima* di qualsiasi intervento pubblico (e il tema è stato trattato *supra* in nt. 371) e (ii) garantire che alla complessiva *loss absorption capacity* dell'intermediario contribuiscano anche quelle emissioni governate da leggi di paesi stranieri (*i.e.*, per quel che qui conta, di giurisdizioni extra-UE), per le quali maggiore è il rischio che non vengano riconosciute le modifiche contrattuali imposte dalle autorità di risoluzione dell'Unione (e il tema verrà affrontato nella Seconda Sezione, in nt. 669).

<sup>569</sup> I paragrafi 4 e 5 dell'articolo 59 della BRRD fanno coincidere il *Pont Of Non Viability* dell'ente con una situazione in cui questo risulti “*failing or likely to fail*”, ai sensi dell'art. 32, paragrafo 4, BRRD. A sua volta, e come già si è avuto modo di vedere nel Primo Capitolo in nt. 142, ai sensi di quest'ultimo articolo l'ente è da considerarsi in dissesto o a rischio di dissesto quando: (i) viola, o nel prossimo futuro violerà, i requisiti per il mantenimento dell'autorizzazione in modo tale da giustificarne la revoca (perché, ma non solo, ha subito o rischia di subire perdite tali da privarlo dell'intero patrimonio o di un importo significativo dell'intero patrimonio); oppure (ii) detiene un livello di attività inferiore, o che risulterà inferiore, al livello di passività (c.d. *balance-sheet insolvency*); oppure (iii) non è, o non sarà, in grado di pagare

perdite *ben prima* dell'attivazione del *trigger* contrattuale al (quanto meno) 5.125% del CET1 *ratio*<sup>570</sup>.

Concludendo, è possibile riprendere alcune delle considerazioni con cui si era chiuso il precedente Paragrafo in tema di assorbimento delle perdite degli strumenti di CET1 (e rapporti che questi instaurano con gli altri strumenti di finanziamento dell'ente): anche gli analoghi criteri che governano la provvista raccolta tramite strumenti di AT1 parrebbero informarsi a quella prospettiva *funzionale* volta a garantire una solida e stabile patrimonializzazione dell'ente, che impone una pronta e rapida risposta – in un'ottica macroprudenziale – al manifestarsi di perdite correnti, quand'anche ciò richieda di *sopraspedere* ad alcuni importanti principi in punto di trattamento ed esposizione alle perdite tra titolari di strumenti finanziari appartenenti dell'ente a classi diverse, e prerogative loro riconosciute. Si fa in particolare riferimento alla “violazione” della regola dell'*Absolute Priority Rule*, perpetrata dagli artt. 52, paragrafo 1, lett. *n*, e 54 CRR, per cui si richiede che gli strumenti di AT1 siano esposti in maniera *paritetica* alle perdite con gli strumenti *junior* di CET1, al diminuire del CET1 *ratio* dell'ente (individuale o consolidato) al di sotto del 5.125%<sup>571</sup> (ma sono permessi *ratio* più elevati e ciò evidentemente al fine di garantire un assorbimento delle perdite più celere possibile) e non – come invece imporrebbe l'*Absolute Priority Rule* – alla *completa cancellazione* di quest'ultimi<sup>572</sup>. E a poco

---

i propri debiti o altre passività alla loro scadenza (c.d. *cash-flow insolvency*); oppure (iv) necessita di un sostegno finanziario pubblico straordinario (a meno che non siano integrati i presupposti per una ricapitalizzazione precauzionale).

<sup>570</sup> L'osservazione è ricorrente, in luogo di molti v. L. JANSSEN, *Bail-In from an Insolvency Law Perspective*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2017, 6, per cui “[...] a statutory bail-in mechanism has been considered a supplement to the contingent capital instruments issued by banks. While the latter are generally triggered if the issuing bank's operations are still considered going concern, the former may be applied in a wider range of circumstances, depending on the exercise of discretion by the resolution authority rather than a contractually agreed trigger event. In practice, the trigger of the application of the contingent capital instruments may not always precede the application of the bail-in mechanism”.

<sup>571</sup> La soglia del 5.125% trova giustificazione avendo in mente lo *stacking order* dei requisiti di capitalizzazione imposti all'ente e considerando come essa rappresenti il limite minimo a partire dal quale, erosa una quota corrispondente del *capital conservation buffer*, scatta il divieto totale di distribuzione dell'utile, da destinarsi alla ricostruzione della riserva. Come si è detto, e a conferma della posizione assunta nel testo, “al raggiungimento di quel livello, la normativa di vigilanza prudenziale impone di attivare tutti i possibili mezzi per fronteggiare la situazione di difficoltà, prevedendo la “svalutazione” degli strumenti di additonal tier 1 (con conseguente disponibilità a titolo di riserve dei corrispondenti fondi), oppure la loro conversione in common equity (con possibilità, allora, di conteggiarli nel relativo coefficiente patrimoniale e, se necessario annullarli in corrispondenza delle perdite)” – così C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, op.cit., 116.

<sup>572</sup> La possibilità che una delle conseguenze pratiche connessa all'emissione di tali strumenti sia la modifica delle tradizionali gerarchie concorsuali tra investitori nel capitale dell'ente è considerazione diffusa, e in tal senso cfr. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, op.cit., 117; S. AVDJIEV-A. KARTASHEVA-B. BOGDANOVA, *CoCos: a primer*, op.cit., 50; B. BILJANOVSKA, *Aligning market discipline*, op.cit., 127 s.; L. PITT-A. HIDLIAN-S. LAWSON, *Contingent capital Possibilities, problems and opportunities*, disponibile su <https://www.goldmansachs.com/>, 2011, 10; B. JOOSEN, *Bail in mechanisms in the bank recovery and resolution directive*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2014, 10, e A. CAHN-P. KENADJIAN, *Contingent Convertible Securities*, op.cit., 11 e 17.

A livello istituzionale, la violazione dell'ordine gerarchico concorsuale consumata dai meccanismi in commento è stata efficacemente sottolineata dall'*Australian Bankers' Association*, laddove nel 2010 scriveva (seppur in risposta alla proposta del Comitato di Basilea di prevedere una obbligatoria *bail-in clause* negli strumenti di capitale regolamentare – e a riguardo cfr. le osservazioni fatte *supra* in nt. 371 –, ma in termini trasponibili al tema in oggetto): “The proposed write-off of non-common Tier 1 and Tier 2 instruments at a point where common equity is expected to remain outstanding will result in the noncommon Tier 1 and Tier 2 components of the capital structure effectively incurring a greater loss

vale la considerazione, invero fattuale, per cui un’istituzione con un CET1 *ratio* che si attesta su quei valori verosimilmente risulterà già soggetta ai ben più penetranti poteri di supervisione (e finanche, di risoluzione) delle autorità rilevanti<sup>573</sup>, come si è visto nel Paragrafo 5.3, sicché operativamente il trattamento promiscuo tra strumenti di CET1 e AT1 potrebbe non trovare mai applicazione: ciò non tanto perché si ammette la possibilità che i *triggers* si attivino anche a livelli più alti del CET1 *ratio* (i.e., una situazione in cui tale trattamento è più probabile che si verifichi), ma perché ciò che conta è la *scelta* di diritto positivo, compiuta dal legislatore bancario, circa il modo a cui devono conformarsi le posizioni che su tali strumenti di raccolta si puntualizzano.

Inoltre, l’obiettivo del rafforzamento patrimoniale “ad ogni costo” che si sostanzia nella disciplina *de*

---

*than would have been incurred in a liquidation where the loss would be apportioned to each class of capital sequentially in accordance with their level of subordination*”. Il documento è disponibile al seguente indirizzo: <http://wk.ixueshu.com>.

<sup>573</sup> V. A. CAHN-P. KENADJIAN, *Contingent Convertible Securities*, op.cit., 21 e 56. In questa prospettiva si pone il *supervisory statement SS7/13* della *Bank of England* per cui (§3.2): “Depending on the circumstances, an instrument with a trigger of 5.125% CET1 may not convert in time to prevent the failure of a firm. A temporary write-down may make it more difficult for the firm to re-establish its capital position following a stress. Also, conversion or write-down that only restores the firm’s CET1 ratio to 5.125% may leave the firm close to a second trigger event. Firms will wish to consider these factors when deciding how to exercise the choices available to them under CRR”.

In particolare qui rileva l’esercizio da parte dell’autorità di risoluzione del potere di *bail-in*, il quale distribuisce perdite tra gli strumenti di CET1 e AT1 in una logica diversa (invero, *prime facie* rispettosa dell’*absolute priority rule*, e cfr. art. 48, paragrafo 1, BRRD per cui in particolare *infra*, nt. 706) e non necessariamente rispettando l’esistenza di un *trigger* contrattuale. A riguardo v. ID, *Contingent Convertible Securities*, op.cit., 57, per cui: “Under Article 48 (1) RRD the order of write down or conversion applies in sequence to CET 1 items, then to AT 1 instruments, then to T 2 instruments, then to other subordinated debt in accordance with the hierarchy of claims in normal insolvency proceedings, then to the balance of eligible liabilities [...] None of these provisions state or even imply that in exercising its powers the authority is bound by the terms of the instruments”.

A tal riguardo, attenti commentatori hanno sottolineato la necessità di prevedere *meccanismi di raccordo* tra le regole del CRR e della BRRD, se non altro per evitare situazioni di “double dip”, in cui il fornitore di capitale di AT1 sia *prima* soggetto a conversione e svalutazione promiscuamente con gli strumenti di CET1, secondo la disciplina del CRR e *successivamente*, al sopraggiungere del *Point Of Non-Viability* che giustifica l’attuazione dei poteri di *bail-in* (o perlomeno, della sua versione c.d. “debole”, per cui v. *infra* nt. 616, che segue una sequenza di conversione e svalutazione analoga a quella del *bail-in*), soggetto a una diversa regola di allocazione delle perdite. A riguardo v. B. JOOSEN, *Bail in mechanisms*, op.cit., 11.

Invero, si può dubitare che allo *stato attuale* della regolamentazione tale pericolo possa mai porsi, e ciò per la semplice ma penetrante osservazione per cui, nonostante gli strumenti di AT1 siano qualificati sia a livello internazionale che europeo come elementi di *going-concern capital*, l’analisi empirica mostra come invero quest’ultimi non abbiano *mai* contribuito a garantire il mantenimento della continuità aziendale, e ciò perché sia i rimedi e i poteri che autorità di supervisione e conversione possono dispiegare al deterioramento della situazione patrimoniale dell’ente si attivano *ben prima* del raggiungimento del 5.125% del CET1 dell’ente (e il tema è stato trattato ampiamente *supra*, nel Paragrafo 1.5.6). In effetti che *triggers* così bassi (i.e., incapaci di attivarsi prima e al di fuori dell’apertura di una procedura di risoluzione o di altra misura di gestione della crisi) spingano l’AT1 verso l’alveo del *gone-concern capital* e non del *going-concern capital* è stato ben messo in evidenza dalla procedura di risoluzione del Banco Popular: il 6 giugno 2017 la BCE annunciava che l’ente, perché a corto di liquidità, fosse vicino al fallimento (“failing or likely to fail” *assessment*), e deferiva la questione al *Single Resolution Board*, che decideva di sottoporre l’ente a risoluzione (il Comitato di Risoluzione in particolare constatava la sussistenza delle altre condizioni per la risoluzione, ossia l’assenza di soluzioni di mercato alternative e l’incapacità delle procedure di liquidazione nazionale di garantire gli stessi effetti di una risoluzione in termini di protezione dei risparmiatori). Ebbene, il Banco Popular falliva, ma senza che venissero prima convertiti i suoi strumenti di AT1 in CET1 (i quali avevano una clausola di conversione fissata al 7% del CET1), e ciò perché all’apertura della procedura l’ente riportava un requisito di CET1 pari all’8.2% degli attivi ponderati per il rischio (peraltro poco al di sopra del 7.875%, la cui violazione segnava l’attivarsi delle misure di restrizioni alle distribuzioni previste a seguito della violazione del requisito complessivo di riserva di capitale). Il che a dire, che gli strumenti AT1 non svolsero alcuna genuina funzione *going-concern*. In argomento, v. J. WU, *Investors’ trash, taxpayers’ treasure: the Banco Popular wipeout and contingent convertible bonds*, in *North Carolina Banking Institute*, 2018, 405 ss.



*qua* appare tanto più prioritario (ed emerge in maniera tanto più evidente) rispetto alla tutela delle posizioni individuali se sol si considera come, perlomeno rispetto ai profili di conversione e ricapitalizzazione degli strumenti di AT1, un evento attivatore possa verificarsi non solo rispetto a perdite effettivamente registrate che fanno scendere i livelli di CET1 (e dunque del CET1 *ratio*, diminuendone il valore del numeratore), ma anche rispetto ad innalzamenti della rischiosità degli attivi, i quali indicano un aumento delle probabilità che si verifichino perdite, in un'ottica allora *prospettica* (in quest'ultimo caso il CET1 *ratio* diminuirebbe perché, a parità di fondi propri, si innalzerebbe il denominatore), ma che proprio per questo ancora non hanno inciso sui livelli di CET1.

#### 5.10. (Segue). Strumenti di raccolta di Tier 2.

Infine, anche per l'analisi dei criteri di elezione di strumenti di raccolta nel Tier 2, si seguirà un ordine di esposizione simile a quello tracciato nei Paragrafi 5.8 e 5.9.

In termini di insieme, il CRR richiede che gli strumenti di Tier 2 (il cui rapporto sottostante può indifferentemente integrare un'operazione di finanziamento ovvero di attribuzione di ricchezza): (a) siano emessi *direttamente* dall'ente; (b) mettano a disposizione dell'ente una provvista che non debba essere *rimborsata* prima di, perlomeno, cinque anni (e prevedendosi anche per queste fattispecie correttivi ai pericoli di rimborsi anticipati tramite un *redemption approval regime*); (c) non prevedano clausole di remunerazione legate al merito creditizio dell'emittente o dell'impresa madre del gruppo (risultando invece lasciata all'autonomia privata la regolamentazione dei restanti profili) e (d) contribuiscano ad assorbire le perdite, *perlomeno* in una situazione di *gone-concern* dell'ente (ma non è escluso che vi contribuiscano anche in situazioni *antecedenti* di *near going-concern*, al PONV dell'emittente, attraverso l'esercizio dei poteri di conversione e svalutazione dell'autorità di risoluzione *ex art. 59 BRRD*), per il tramite di un meccanismo che *subordini* la pretesa incorporata nel titolo a quelle di tutti gli altri creditori non subordinati (*rectius*, a seguito della riforma del 2019, rispetto a quelle di tutti i titolari di "passività ammissibili" computate ai fini del requisito MREL o TLAC).

In termini di seguito più dettagliati:

(a) Come per gli strumenti di CET1 e AT1, provvedono a definire quanto in questo punto un insieme di discipline che toccano profili concernenti la disponibilità e le modalità della raccolta dello strumento, e che mirano ad imporre una effettiva traslazione al mercato del rischio sotteso allo strumento. Perciò, si richiede che tali strumenti: (i) siano direttamente emessi da "un'istituzione"<sup>574</sup> ma, in termini analoghi rispetto quanto osservato per gli strumenti di AT1, non è più permessa

---

<sup>574</sup> V. art. 63, paragrafo 1, lett. a, CRR.



l'emissione tramite società rientranti nel perimetro di consolidamento<sup>575</sup>; (ii) siano interamente liberati<sup>576</sup>; (iii) non siano acquistati dall'ente medesimo o da sue controllate, ovvero da un'impresa in cui l'ente detenga, direttamente o attraverso forme di controllo, almeno il 20% dei diritti di voto o del capitale (come per gli strumenti appartenenti alle altre classi, la norma individua un divieto di operazioni di acquisto di "strumenti di raccolta propri")<sup>577</sup> e (iv) non siano stati liberati (o comunque acquistati) a fronte di forme di assistenza finanziaria diretta o indiretta prestata dall'emittente<sup>578</sup>.

A conclusione, si fa qui notare come mentre nella legislazione pre-CRRII, ai sensi dell'art. 63 CRR potevano essere eletti nel Tier 2 *oltre* a strumenti di capitale ("capital instruments") anche *prestati* subordinati ("subordinated loans"), i quali si differenziano dai primi evidentemente sotto il profilo della raccolta e della circolazione, individuando operazioni di finanziamento di carattere *individuale* (c.d. operazioni di *private placement*) e non titoli di *massa* negoziabili nei mercati dei capitali, il nuovo art. 63 CRR prevede che i soli "capital instruments" possano essere eletti nel Tier 2<sup>579</sup>.

Si concorda infine con chi ha osservato che seppur il legislatore bancario non abbia provveduto a specificare a che *titolo* debba avvenire la raccolta di suddetti strumenti (ossia individuando pretese assistite *ab origine* da un *diritto* al rimborso, per quanto condizionato e incerto nel *quantum*, nel *quando*, e finanche nell'*an*, ovvero *ab origine sprovviste* di tale diritto, ma veicolando una partecipazione ai risultati *residuali* periodici e finali dell'attività), le indicazioni ricavabili dalla complessiva disciplina degli strumenti di Tier 2 rendono superflua la risposta a questo interrogativo, potendovi indifferentemente concorrere entrambe le modalità (e si veda ad esempio quanto previsto dall'art. 63, paragrafo 1, lett. *m*, CRR, su cui si tornerà subito *infra*, per cui gli strumenti di Tier 2 possono essere *ugualmente* destinatari e di pagamenti in linea di *interessi* e di *dividendi*)<sup>580</sup>.

(b) Sul piano della *permanenza* delle risorse acquisite tramite emissioni di strumenti di Tier 2, si segnala una disciplina che, seppur volta a garantire ai valori acquisiti un certo grado di stabilità nel patrimonio dell'ente (in particolare, evitando ipotesi di restituzione anticipata degli apporti), risulta a tratti molto meno intensa rispetto a quella imposta per l'eleggibilità di strumenti finanziari di raccolta nel CET1 e nell'AT1.

---

<sup>575</sup> E v. *supra* nt. 534.

<sup>576</sup> V. art. 63, paragrafo 1, lett. *a*, CRR. Analogamente a quanto disposto per gli strumenti di CET1 e AT1, anche in questo caso un versamento solo *parziale* della corrispondente parte del valore nominale dello strumento ne permette un riconoscimento solo *parziale* nel Tier 2 dell'ente. V. art. 63, paragrafo 1, lett. *h*, CRR.

<sup>577</sup> V. art. 63, paragrafo 1, lett. *b*, CRR.

<sup>578</sup> V. art. 63, paragrafo 1, lett. *c*, CRR. Anche qui valgono le considerazioni già espresse *supra* in nt. 499.

<sup>579</sup> Ma per completezza, si deve pur considerare quanto afferma, in termini potenzialmente *antinomici* con il nuovo art. 63 CRR, il Considerando 24 del CRRII, per cui: "*Capital instruments are eligible as Additional Tier 1 or Tier 2 instruments only to the extent that they comply with the relevant eligibility criteria. Such capital instruments may consist of equity or liabilities, including subordinated loans that fulfil those criteria*".

<sup>580</sup> V. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 120 s. Ma d'altronde si è già visto *supra* in nt. 374 come, già secondo la disciplina di Basilea III, nel Tier 2 possono essere elette oltre a strumenti rappresentativi di capitale di debito, *anche* strumenti azionari.

Così, si richiede che tali strumenti: (i) abbiano una *durata* di almeno cinque anni<sup>581</sup> e, a partire dal quinto anno antecedente la scadenza, il loro riconoscimento nel Tier 2 sia sottoposto a quote di ammortamento costanti fino alla scadenza<sup>582</sup>; (ii) in linea con la disciplina dettata per gli strumenti di AT1, non presentino alcuna disposizione che *incentivi* l'ente a rimborsare o ripagare il valore nominale dello strumento prima della scadenza<sup>583</sup>; (iii) sempre in linea con la disciplina dettata per gli strumenti di AT1, qualora includano opzioni di rimborso anticipato ("early redemption options"), tra le quali ad esempio opzioni *call*, tali opzioni possano essere esercitate unicamente a *discrezione* dell'ente<sup>584</sup>, ma comunque (iv) possano essere rimborsati, riacquistati e ripagati anticipatamente solo quando le condizioni del *redemption approval regime* di cui all'art. 77 CRR siano rispettate<sup>585</sup> e non prima di cinque anni dalla data di emissione (eccetto quando siano soddisfatte le condizioni di cui all'art. 78, paragrafo 4, CRR)<sup>586</sup>; (v) non includano previsioni che indichino, esplicitamente o implicitamente, che gli strumenti saranno rimborsati, riacquistati o ripagati, a seconda dei casi, in situazioni diverse da quelle di insolvenza o liquidazione dell'ente, e l'emittente si astenga altresì dal fornire indicazioni in tal senso<sup>587</sup> e (vi) non attribuiscano ai relativi titolari il diritto ad accelerare i futuri pagamenti programmati in linea di interesse o capitale, salvo in caso di insolvenza o liquidazione dell'ente<sup>588</sup>.

(c) il CRR lascia piena libertà all'autonomia privata circa condizioni e modalità di determinazione della remunerazione della provvista, richiedendosi solamente che essa risulti indipendente dal merito di credito dell'emittente o della controllante<sup>589</sup>. In altre parole, e prendendo spunto da alcune delle caratteristiche che devono rispettare gli strumenti di CET1 e AT1 in punto di remunerazione, le distribuzioni agli strumenti di Tier 2 potranno avvenire sulla base degli "elementi distribuibili" dell'ente o meno, e potranno essere discrezionali o obbligatoriamente periodiche<sup>590</sup>.

(d) venendo alla disciplina richiesta al rapporto sottostante gli strumenti di Tier 2 dal CRR in punto

---

<sup>581</sup> V. art. 63, paragrafo 1, lett. g, CRR.

<sup>582</sup> V. art. 64 CRR.

<sup>583</sup> V. art. 63, paragrafo 1, lett. h, CRR. E vedi le considerazioni espresse *supra* in nt. 543.

<sup>584</sup> V. art. 63, paragrafo 1, lett. i, CRR.

<sup>585</sup> Per cui v. *supra* nt. 504.

<sup>586</sup> V. art. 63, paragrafo 1, lett. j, CRR. E su quanto previsto dall'articolo 78, paragrafo 4, CRR, v. *supra* nt. 546.

<sup>587</sup> V. art. 63, paragrafo 1, lett. k, CRR.

<sup>588</sup> V. art. 63, paragrafo 1, lett. l, CRR. Utilizzando categorie civiliste, la norma in questione si preoccupa di far sì che il regolamento di emissione degli strumenti non contenga ipotesi di decadenza dal beneficio del termine *ex art. 1186 c.c.* Si è già dato conto del tema *supra*, in nt. 516. Peraltro, per il rilievo – e i relativi argomenti – per cui la tutela preventiva costituita dall'art. 1186 c.c. risulti già di per sé incompatibile, perché incoerente, con un credito c.d. postergato assistito da clausola di subordinazione assoluta – per cui subito *infra*, nt. 592 –, profilo che dovrebbe esattamente caratterizzare uno strumento da eleggersi nel Tier 2, v. A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 347 (nt. 87).

<sup>589</sup> V. art. 63, paragrafo 1, lett. m, CRR.

<sup>590</sup> Cfr. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 122. Ciò significa, che gli strumenti di Tier 2 possono contenere clausole che qualifichino il mancato pagamento degli interessi come "event of default", ossia come una fattispecie di inadempimento. E si leggano le considerazioni fatte *supra* in nt. 551 in tema di inapplicabilità dell'art. 1820 c.c., qui invece pienamente applicabile.

di assorbimento delle perdite, si è già avuto modo di osservare come essa risenta innanzitutto della funzione di *gone-concern capital* attribuita all'aggregato in esame. Pertanto si richiede che gli strumenti di Tier 2: (i) subordinino le pretese sul loro valore nominale<sup>591</sup> (“the claim on the principal amount of the instrument”) a quelle di tutti i detentori di “passività ammissibili”<sup>592</sup>; (ii) non siano assistiti da alcun tipo di garanzia, rilasciata da particolari soggetti che vantano legami stretti con l'emittente e da cui consegua un aumento del rango del credito garantito né, in generale, presentino alcuna disposizione, di natura contrattuale o meno, da cui possa derivare il medesimo effetto<sup>593</sup> e (iii) non siano assoggettati ad accordi di compensazione o di *netting* che possano comprometterne la capacità di assorbire le perdite<sup>594</sup>. Peraltro, il legislatore europeo richiede ora che gli strumenti di Tier

---

<sup>591</sup> Non si tratta allora di una subordinazione c.d. “totale”, la quale invece implica una postergazione del credito non soltanto in linea capitale, ma anche rispetto agli interessi maturati.

<sup>592</sup> V. art. 63, paragrafo 1, lett. d, CRR. L'articolo in questione è stato innovato dal CRR II, per tener conto della nuova categoria delle “eligible liabilities”, funzionali al rispetto dei requisiti MREL e TLAC (di cui si parlerà nella Seconda Sezione del Capitolo). Nella versione precedente (*rectius*, nella lettera c) dell'articolo della precedente versione del CRR), si richiedeva che gli strumenti di Tier 2 risultassero subordinati “ai crediti di tutti i creditori non subordinati” dell'ente. In un'ottica civilistica di diritto interno, il tema rimanda all'amplessissima letteratura che si è creata in tema di c.d. prestiti o finanziamenti subordinati o postergati, e sulla scorta di quel dibattito, alla necessità di qualificare la postergazione ex art. 63, paragrafo 1, lett. c, CRR, come “generale o assoluta” (per cui il sottoscrittore dello strumento, in caso di liquidazione o procedura concorsuale dell'ente, vede il soddisfacimento del suo credito subordinato al previo soddisfacimento di tutti gli altri creditori non subordinati del finanziato) ovvero come “relativa” (ove il rango del credito è subordinato solo rispetto ad *alcuni* creditori dell'ente). In realtà, a chi scrive pare che una discussione circa la natura assolutamente o relativamente subordinata della pretesa veicolata dallo strumento eletto nel Tier 2 non possa trovare risposte definitive, ma dipenda *sia* dalla concreta qualifica dello strumento di raccolta (come si è visto in questa classe regolamentare possono trovare elezione anche strumenti di *equity*, i quali per definizione sfuggono dall'oggetto del dibattito) *sia* dall'aver l'ente già eletto strumenti di debito nel AT1 (in questo caso infatti, come si è visto in nt. 564, il debito assolutamente postergato dovrebbe essere quello ivi eletto, sicché coerentemente i titoli di debito eletti nel Tier 2 dovrebbero essere “relativamente” subordinati – *i.e.* comunque antergati perlomeno ad una *tranche* di passività).

La fattispecie dei prestiti postergati ha innescato, sempre nella letteratura italiana, un vivo dibattito che ha toccato di volta in volta profili civilistici differenti (così *inter alia*, la liceità del patto di postergazione; la sua efficacia reale ovvero obbligatoria; la possibilità di eliminare la clausola *de quo* senza il previo consenso dei terzi creditori beneficiari della postergazione e la riconducibilità del prestito postergato a figure tipiche del diritto civile, ossia la qualificazione del meccanismo di subordinazione). Ognuno dei profili in questione esula dai temi della presente trattazione, ma per un loro più acconcio inquadramento v. G. CAMPOBASSO, *I prestiti postergati nel diritto italiano*, in *Giur. comm.*, 1983, 121 ss.; G.B. PORTALE, *Finanziamento dell'impresa bancaria*, *op.cit.*, 421 ss.; ID, «Prestiti subordinati», *op.cit.*, 1 ss.; L. DESIDERIO-P. ZAMBONI, *Brevi note sui prestiti subordinati*, in *Aa. Vv.*, *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, a cura di G.B. PORTALE, Milano, 1983, 567 ss. e D. GALLETTI, “Elasticità” della fattispecie obbligazionaria, *op.cit.*, 252 ss.

Un ultimo cenno pare doversi fare alla necessità di qualificare la subordinazione *de quo* come *completa* (cioè efficace anche al di fuori della liquidazione della società, e dunque *durante societate*) ovvero come *incompleta* (cioè efficace solamente in caso di liquidazione volontaria o concorsuale della società), in linea con l'impostazione già seguita *supra*, in nt. 565. In effetti, a differenza di quanto accade con gli strumenti di AT1, la norma in questione *non* prende esplicita posizione sul punto. Peraltro, pare doversi argomentare circa la natura incompleta della subordinazione in questione, e ciò non tanto in coerenza con quanto disposto dall'art. 52, paragrafo 1, lett. d, CRR, per gli strumenti di AT1, che pur sono *complessivamente* disciplinati in maniera più *rigorosa* degli strumenti di Tier 2, e dunque in virtù di un argomento *a fortiori*, ma in virtù della possibilità di emettere strumenti di Tier 2 con una scadenza *determinata* (ex art. 63, paragrafo 1, lett. g, CRR, seppur sempre superiore ai cinque anni): si è argomentato infatti come l'effetto pratico di una subordinazione completa, efficace *durante societate*, sia quello di dover considerare una pretesa creditoria che nasce dotata di una scadenza *espressa*, come un titolo *irredimibile* (ossia rimborsabile solo in occasione della liquidazione della società) – e in tal senso v. N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, *op.cit.* 453. Ebbene, accogliere una interpretazione del genere, qualificare la subordinazione in questione come “completa”, significherebbe privare di validità operativa il summenzionato art. 63, paragrafo 1, lett. g, CRR, risultato dunque inaccettabile.

<sup>593</sup> V. rispettivamente art. 63, paragrafo 1, lett. e e f, CRR.

<sup>594</sup> V. il nuovo art. 63, paragrafo 1, lett. p, CRR.

2 (iv) presentino, quando la *lex causae* sia quella di uno Stato che *non* riconosce i poteri di conversione e svalutazione dell'autorità di risoluzione di cui all'art. 59 BRRD<sup>595</sup>, e in termini analoghi a quanto previsto per gli strumenti AT1, una *PONV Clause*<sup>596</sup>, richiedendosi così anche per gli strumenti governati da una legge di un paese terzo una partecipazione alle perdite in situazioni *formalmente* di *going-concern*<sup>597</sup>.

6. *Requisiti patrimoniali prudenziali e discipline societarie (nazionali): quali rapporti? Alcune divagazioni sulla logica dei “microsistemi normativi” e attività ermeneutica. (rinvio).*

Pur con il pericolo di ripetersi, nelle precedenti pagine si è potuto dare adeguatamente conto di come (i) l'obiettivo della solidità patrimoniale bancaria (ii) declinato in termini macroprudenziali si ponga alla base – e giustifichi – una capitalizzazione perseguita non discriminando in base alla *qualificazione* delle risorse (così, a titolo esemplificativo, rientrano promiscuamente e paritariamente tra gli elementi di CET1 poste che pur la disciplina societaria differenzia in termini di “ancillarità” e gerarchia, quali capitale sociale e riserve), né tantomeno secondo il titolo della raccolta, ma valorizzando i profili “*sostanziali*” dei valori patrimoniali e della provvista, i quali maggiormente garantiscono il raggiungimento di quanto *sub (i) e (ii)*. Detto *a contrario*, e secondo uno schema di ragionamento induttivo, l'analisi globale dei criteri di eleggibilità di elementi patrimoniali (e strumenti di raccolta) nelle varie classi regolamentari di patrimonio dovrebbe spingere l'interprete a riconoscere nel *favor* per la *solida capitalizzazione* dell'ente (ottenuta, per la componente “strumentista”, operando su profili che toccano disponibilità; stabilità; remunerazione e capacità di assorbimento delle perdite della provvista raccolta), e per la *stabilità sistemica*, l'obiettivo a cui tende la regolamentazione prudenziale.

Ebbene, questi essendo gli obiettivi della legislazione bancaria prudenziale, non dovrebbe sorprendere che le regole che tali obiettivi permettono di perseguire possano *intersecarsi* con analoghe classi di discipline dettate dal diritto azionario nazionale, allora richiedendo all'interprete di interrogarsi sui *rapporti* che tra tali plessi normativi intercorrono<sup>598</sup>.

---

<sup>595</sup> Per cui v. *infra*, nella Seconda Sezione, la nt. 706.

<sup>596</sup> V. il nuovo art. 63, paragrafo 1, lett. n e p, CRR. Cfr. anche *supra*, nt. 568.

<sup>597</sup> E v. fin da subito quanto si dirà *infra*, nella Seconda Sezione, in nt. 617.

<sup>598</sup> E per le medesime considerazioni cfr. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 85 e 215. I termini del problema sono ben presentati dall'A., laddove evidenzia come (p. 215): “*l'idea per cui la funzione del diritto azionario è propriamente quella di consentire la raccolta di ricchezza da destinare all'attività di impresa mediante una pluralità di strumenti, adattabili al loro interno in modo da venire incontro alle esigenze degli “investitori”, non trova conforto nella nuova regolamentazione delle banche e delle imprese di investimento. Al contrario, in questo contesto assume importanza centrale il fatto che le risorse che vanno a formare la dotazione “patrimoniale” dell'ente, sulle quali si misura il possibile grado di rischio dell'attività bancaria e finanziaria, quando reperite mediante l'emissione di titoli siano assoggettate a una disciplina standard che assicuri con certezza che esse siano in grado di assolvere alla funzione di assorbimento delle*

A chi scrive sembra che il quesito non debba essere posto in termini generali, ma analizzando in concreto regole e istituti di volta in volta astrattamente confliggenti. E ciò perché:

(i) sotto certi punti di vista, normativa prudenziale e diritto societario si pongono in rapporti antinomici *insanabili*, “l’una vietando ciò che l’altro garantisce”, e si è dato conto del fenomeno indagando l’aperto contrasto tra: (a) da un lato, la disciplina societaria nazionale in punto di *recesso azionario legale* e (b) dall’altro, la disciplina prudenziale in punto di *stabilità* delle risorse di CET1 raccolte e *divieto* di qualsiasi fattispecie di rimborso “non discrezionale”<sup>599</sup>. In effetti, anche l’EBA pare essere a conoscenza del tema laddove, rilevando l’esistenza nel panorama europeo di strumenti pre-CRR eletti nel CET1 – dunque secondo la tecnica del *grandfathering* – governati da regolamenti di emissione che, richiamando *norme* del diritto societario nazionale, prevedono obblighi di distribuzioni minimi verso tali strumenti (e dunque, in aperto *contrasto* con il principio del *full flexibility of payments* rinvenibile nell’art. 28, paragrafo 1, lett. h, punto (v), CRR), si è preoccupata di evidenziare come “*in such cases the CRR prevails over provisions in the national law*”<sup>600</sup>.

(ii) sotto numerosi altri punti di vista, il CRR *restringe* la libertà di azione che può invece esser concessa dalla normativa di diritto societario nazionale (e si sono visti i divieti – o la presenza di restrizioni *aggiuntive* a quelle già disposte dalla disciplina nazionale, quale la necessità di ottenere autorizzazioni dall’autorità di vigilanza ai sensi del *redemption approval regime* – in punto di assistenza finanziaria; acquisto di strumenti propri; definizione di privilegi in punto di remunerazione e esposizione gerarchica alle perdite, variamente declinati dal legislatore europeo a seconda della categoria di capitale regolamentare normata)<sup>601</sup>. Criticità connessa a queste ipotesi, è il menzionato

---

*perdite e che, più in generale, non presenti regole che, sotto qualunque punto di vista (in particolare: stabilità dei fondi e flessibilità dei pagamenti) possano porsi in contrasto con questa esigenza”.*

<sup>599</sup> In termini analoghi, sull’*inconciliabilità* della prospettiva nazionale e prudenziale cfr. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 180.

In termini pratici, e volendo portare alle estreme (ma logiche) conseguenze la situazione di conflitto *de quo*, dovrebbe inferirsi per l’ineleggibilità *sempre e comunque* nel CET1 dello strumento azionario soggetto alla disciplina legislativa italiana. Sul punto v. ID, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 183 (nt. 38). Evidentemente, viste le travolgenti (e “sproporzionate”) conseguenze che conseguirebbero a una impostazione del genere, si tratta di un risultato che non può essere accettato.

<sup>600</sup> V. EBA, *report on the monitoring of CET1 instruments*, *op.cit.*, § 103. *Prima facie*, al medesimo risultato potrebbe giungersi in virtù del principio del primato del diritto comunitario sulle discipline nazionali. In realtà, colgono nel segno le osservazioni di chi a riguardo sottolinea come “*l’effetto di un’eventuale divergenza tra il contenuto dello strumento e le regole comunitarie (che fissano i requisiti minimi di una determinata categoria di strumenti di raccolta di “fondi propri”) non potrà che essere il divieto di conteggiare il medesimo nell’ambito della corrispondente classe di patrimonio e non la disapplicazione dell’eventuale diritto interno che risultasse in contrasto. Le caratteristiche individuate dal Regolamento, infatti, non valgono a individuare la disciplina applicabile ai titoli che vengano conteggiati dall’ente nell’ambito dei “fondi propri”, ma fungono da presupposto per l’attribuzione di siffatta qualifica: in sostanza, solo gli strumenti che già presentano una disciplina conforme a una delle categorie di strumenti prevista dalle disposizioni comunitarie possono essere computati nella medesima*” – così C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 170. E infatti, coerentemente con questa impostazione, nell’ipotesi in cui uno strumento di fondi propri cessi di rispettare le condizioni per l’eleggibilità nella relativa classe, la conseguenza è la sua esclusione dall’aggregato regolamentare (cfr. artt. 30-55-65 CRR), non certo la dichiarazione di invalidità del regolamento di emissione.

<sup>601</sup> A queste fattispecie si aggiungono i vincoli alle distribuzioni e alle fuoriuscite di valori dal patrimonio societario disposti dalla CRDIV a seguito di perdite che intacchino il *combined buffer requirement*, e che si estendono a quote del patrimonio (utili e riserve disponibili) che invece, secondo la disciplina societaria del netto, sarebbero disponibili. Il tema

problema del “contagio”: astrattamente infatti, la conclusione di una qualsiasi tra le operazioni societarie appena riportate – e si pensi in particolare rispetto alla fattispecie azionaria –, oltre ad *impedire* il riconoscimento delle relative azioni nel CET1, porta altresì con sé il rischio di *disqualificare* dal relativo aggregato *tutti* gli altri strumenti azionari che in essi vi erano già conteggiati. E ciò perché le azioni (a) acquisite per il tramite di assistenza finanziaria; (b) acquisite dall'emittente e/o (c) assistite da privilegi in punto di remunerazione, in termini incompatibili con quelli imposti dal CRR, *continuano a interagire* – in particolare, in punto di eguale e paritaria esposizione alle perdite –, ai sensi del diritto azionario interno, con le azioni elette nel CET1, allora inficiando la necessaria esposizione *prioritaria* alle perdite, rispetto *a tutti gli altri* strumenti emessi dall'ente (di capitale regolamentare e non), che devono garantire gli strumenti di raccolta riconosciuti in questa classe, *ex art. 28, paragrafo 1, lett. i, CRR*<sup>602</sup>. Come si è visto, sui temi *de quo* è intervenuto il legislatore comunitario con una previsione (il nuovo articolo 48, paragrafo 7, BRRD) che obbliga gli Stati membri a introdurre meccanismi tali per cui tutti gli strumenti di raccolta che non sono eletti o non possono essere eletti nell'aggregato regolamentare tra i fondi propri, risultino *postergati* alle perdite rispetto a *qualsiasi* strumento di capitale regolamentare (invero l'articolo in questione fa riferimento generico agli *elementi* di fondi propri, ma è chiaro che il problema si pone principalmente per la componente “strumentista” di questi). Una previsione del genere (e la sua concreta trasposizione nelle legislazioni nazionali), dovrebbe impedire il verificarsi di astrattamente massicce squalificazioni di strumenti di CET1 dal rispettivo aggregato.

(iii) Infine, sotto altro punto di vista, regolamentazione prudenziale e diritto societario nazionale possono ben *convivere*, vuoi perché disciplinanti in maniera identica identiche fattispecie.

Venendo dunque al quesito con cui si è aperto il presente Paragrafo, a chi scrive pare più incoraggiante una lettura dei rapporti tra normativa prudenziale e societaria fondata sui canoni dell'*autonomia* delle rispettive sfere<sup>603</sup>, salva la preminenza della prima in ipotesi di conflitto. Ci si potrebbe allora chiedere

---

è stato passato in rassegna *supra*, in nt. 475 e nel Paragrafo 5.4, ma per una esauriente trattazione si rimanda a C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 138 ss.

<sup>602</sup> È chiaro che il problema si pone su base teorica (e può forse essere dubbia la sua operatività rispetto a fattispecie di acquisto di azioni proprie, che in una certa misura sono indirettamente permesse e riconosciute dal CRR, laddove ne richiede poi la deduzione, *ex art. 36 CRR*). È dunque rimesso al giudizio dell'autorità competente portarlo fino alle sue logiche – ma estreme – conseguenze, evidentemente ciò comportando una perdita secca ed improvvisa di strumenti di CET1 – anche per piccoli quantitativi non conformi e “contagianti”, le cui conseguenze sarebbero terminali per l'istituto, e probabilmente contrarie ad un canone di “proporzionalità”.

<sup>603</sup> E l'autonomia tra legislazione prudenziale e diritto azionario *a fortiori* comporta autonomia tra (funzione e composizione de) gli aggregati “organizzativamente” rilevanti dei, e per i, due corpi normativi, ossia capitale regolamentare e patrimonio netto. Il punto è ben trattato da D. LA LICATA, *La struttura finanziaria*, *op.cit.*, 258 ss., con un lungo passaggio che però vale la pena riportare nella sua interezza: “*La diversa composizione, rispettivamente, del patrimonio di vigilanza e del patrimonio netto è funzione del differente ruolo che l'identificazione di ciascuno di essi gioca, in relazione alla specifica disciplina di cui è termine di riferimento. Il patrimonio netto, infatti, rappresenta (o, almeno, ha fino ad oggi rappresentato, in linea con l'impiego che di tale locuzione è fatto nell'art. 2350 c.c.) il «residuo», ovvero l'entità dei valori sulla quale si puntualizzano i diritti dei soci. La disciplina ad esso relativa è, in sostanza, una disciplina tesa a organizzare (o a permettere di organizzare) il grado di vincolo all'attività dei corrispondenti valori, nel*

se il corpo di disposizioni prudenziali possa individuare un *microsistema* normativo, governato da principi autosufficienti<sup>604</sup>, rappresentando quelle “*un piccolo mondo di norme, da cui l’interprete può ormai ricavare principi generali ed in cui ormai scoprire una logica autonoma*”<sup>605</sup>.

---

*presupposto che il relativo connotato è costituito dall’essere oggetto di una pretesa a carattere residuale da parte degli aventi diritto. Fermo tale dato, l’organizzazione dei valori in parola è poi riguardata oggettivamente: del tutto a prescindere, cioè, dalle caratteristiche dell’impresa e dalle esigenze connesse al suo finanziamento. Tra l’altro rileva che – a parte la prescrizione sul capitale sociale minimo, di per sé certamente non significativa – è rimessa ai soci l’individuazione della misura del patrimonio netto che deve essere mantenuta a servizio dell’attività sociale, nonché del grado stesso del relativo vincolo (nel nuovo regime, ulteriormente modulabile attraverso l’emissione di azioni riscattabili a tempo o al verificarsi di specifiche condizioni nonché mediante la previsione di ipotesi legittimanti il recesso ulteriori rispetto a quelle legali). In sostanza, la disciplina relativa a ciascuna delle poste nelle quali si articola il patrimonio netto, come pure l’individuazione unitaria di quest’ultimo, non ha come termine di riferimento l’impresa, se non indirettamente: in quanto, cioè, testimonia l’emersione di un interesse a che determinate risorse vengano vincolate più o meno stabilmente all’attività. Per il resto, essa prescinde dall’impresa stessa, come testimonia anche la circostanza che nelle società di diritto comune l’articolazione della complessiva struttura finanziaria della società è sostanzialmente rimessa all’autonomia privata. [...] Nella società per azioni bancaria l’identificazione del patrimonio di vigilanza è invece connessa alle finalità, appunto, della vigilanza e, nella specie, all’obiettivo di salvaguardare la sana e prudente gestione dell’intermediario bancario e, con essa, la stabilità del sistema.*

*Più specificamente [...] l’espressione «patrimonio di vigilanza» designa – come quella di patrimonio netto – soltanto una quota ideale del patrimonio strumentale all’impresa e, in quanto tale, non esaurisce l’insieme dei valori ad essa funzionali. Se questo è vero, va però considerato che la quota ideale del patrimonio che viene designata come patrimonio di vigilanza non è identificata guardando astrattamente al supero dell’attivo di bilancio sul passivo (come nel caso del patrimonio netto), ma muovendo da una considerazione unitaria del patrimonio – come complesso dei valori destinati all’impresa – e, al suo interno, enucleando quelli connotati da un certo grado di stabilità nonché dall’idoneità a essere utilizzati per far fronte ad un eventuale andamento negativo dell’impresa (ed escludendo, invece, quelli non idonei a tale ultimo scopo). Così che, in definitiva, essa risulta costruita in funzione dell’attività e, in particolare, nella prospettiva della sua continuità. In sostanza, a valle delle tradizionali teorie sulla funzione del capitale sociale, la disciplina speciale della società bancaria affronta il problema della continuità dell’attività, nel suo carattere dinamico, predisponendo a tal fine lo strumento di valutazione costituito dal patrimonio di vigilanza. Significativa, al riguardo, è la rilevanza che essa attribuisce al fattore tempo nonché alla capacità delle poste considerate di essere utilizzate per l’assorbimento delle perdite in corso di gestione (profili entrambi rilevanti soltanto nell’ottica della continuità dell’impresa); significativa, inoltre, è la circostanza che la misura del patrimonio di vigilanza è determinata in ragione del grado di rischiosità inerente all’attività svolta. [...] Per concludere. La situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società, quale dato empirico oggetto di analisi, è all’evidenza ontologicamente una. A tale situazione, però, è possibile guardare con ottiche differenti, a seconda delle finalità perseguite. [...] Per ci stesso [...] le relative nozioni non si escludono a vicenda (l’una, cioè, non è meno vera dell’altra) ma concorrono, assumendo esse rilievo su piani diversi: la prima, con finalità organizzativa del patrimonio e della partecipazione sociale; [...] infine la nozione di patrimonio di vigilanza, in funzione di salvaguardia della sana e prudente gestione dell’impresa bancaria e, per il tramite di essa, della sua stabilità. Prioritaria, dunque, è sempre l’individuazione della finalità in ragione della quale la nozione di patrimonio volta a volta rilevante è costruita, la quale soltanto può costituire il parametro per l’individuazione degli elementi che vi concorrono”.*

<sup>604</sup> Il riferimento al “microsistema normativo” (e all’idea di “relatività” della fattispecie) è un neanche tanto velato riferimento all’opera di N. IRTI, *L’età della decodificazione*, op.cit. Lì l’Autore, interrogandosi sui rapporti che si innestano tra *normativa speciale* (spesso episodica, altre volte sistematica e organica) e *codificazione civile*, sottolineava come (p.71) “*le norme speciali non sono il regno dell’arbitrio e del capriccio, ma il terreno di emersione di nuove logiche [...] autonome e principi organici*”, sicché “*non deve trarre in inganno l’identità del nomen iuris – come ad esempio l’uso di parole tecniche note al codice civile -, perché decisivo resta il contenuto della disciplina, e la sua capacità di esprimere principi che siano estranei o confliggenti con quelli codificati*”. Da qui, la concettualizzazione del “microsistema”, ossia (p. 46) “*un piccolo mondo di norme, da cui l’interprete può ormai ricavare principi generali ed in cui ormai scoprire una logica autonoma*”. Il lettore non può non cogliere come queste parole, nonostante il tempo in cui sono state scritte, ben si prestano a descrivere le posizioni prese in questo Paragrafo.

E le parole di Irti sembrano riecheggiare quelle dell’Ascarelli (per cui anche subito nel testo), per cui: “*Col riconoscimento della sua autonomia il diritto speciale mira [...] al riconoscimento del valore generale dei suoi principi che acquistano così una nuova e concorrente forza espansiva e si oppongono agli altri su un terreno di eguaglianza*” – così T. ASCARELLI, *Le funzioni del diritto speciale e le trasformazioni del diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, 38.

<sup>605</sup> N. IRTI, *L’età della decodificazione*, op.cit., 46. Parole che anche qui sembrano rimandare a quelle dell’Ascarelli, per cui “*il diritto, e perciò anche il diritto commerciale, non può essere inteso fuori dalla storia e la sua specialità non può essere posta in relazione con immutabili esigenze tecniche, ma con lo sviluppo storico della nostra esperienza giuridica che viene gradatamente affermando – perciò dapprima in campi determinati – nuovi principi, poi suscettibili di più*

Il vero tema sembra essere un altro: appurato che la regolamentazione prudenziale si fa portatrice ed esprime principi *propri, autonomi e astrattamente prevalenti* rispetto la rilevante normativa societaria, ci si deve chiedere se tali principi possano avere una qualche sorta di *influenza* su problemi ermeneutici che, toccando il sistema interno del diritto azionario, emergono e si sviluppano in un contesto in cui opera *anche* il plesso normativo prudenziale. Si prenda quanto segue *cum grano salis*, ma utilizzando categorie e concettualizzazioni del pensiero Ascarelliano, potrebbe qui assumere valenza conoscitiva decisiva la “contrapposizione” concettuale tra “*funzione economica e struttura giuridica*” di un istituto giuridico, la quale “*acquista particolare rilievo quando la funzione [...] che è propria dell’istituto nella realtà sociale, è diversa da quella che tipicamente gli corrisponde secondo la sua struttura*”<sup>606</sup>; iato da colmarsi tramite un “*adattamento continuo di vecchi istituti a nuove funzioni*”<sup>607</sup> e, concretamente, scegliendo la via dell’interpretazione, la quale “*offre l’opportunità di preservare la validità formale della “struttura” e, a un tempo, di decretare, laddove ciò risulti necessario e ineluttabile, il superamento sostanziale del suo contenuto originario nonché la definizione della sua nuova “funzione”*”<sup>608</sup>.

Si affronterà il tema in esame nel Terzo e ultimo Capitolo del presente lavoro, analizzando il caso dell’emissione di strumenti finanziari partecipativi da parte di una S.p.A. bancaria (e in particolare nei Paragrafi 3.2 e 3.3).

---

*generale applicazione, appunto perché il diritto non obbedisce nel suo sviluppo a preordinate simmetrie sistematiche, ma alla necessità e alla coscienza degli uomini i cui rapporti vuole regolare, nell’ordinamento della convivenza sociale”* – così T. ASCARELLI, *Sviluppo storico del diritto commerciale*, op.cit., 15.

<sup>606</sup> T. ASCARELLI, *Funzioni economiche e istituti giuridici nella tecnica dell’interpretazione*, in *Saggi giuridici*, Milano, 1949, 86. Ma, se non ci si sbaglia, considerazioni simili sono quelle di P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma*, op.cit., 679, il quale invita l’interprete a non dimenticare “*che gli “istituti” sono soltanto “raffinati schemi concettuali...” pur sempre riassuntivi di norme (F. Vassalli), e che dunque gli schemi, come le norme, sono espressioni, il risultato di fattori economici, sociali, ideologici e politici, hanno cioè una loro storicità che non si deve mai dimenticare (ovvio il riferimento a R. Orestano, ma si dovrebbe risalire: B. Croce; R. v. Jhering). Per ragioni almeno per me non facilmente individuabili, tuttavia, è più agevole percepire la storicità della norma, della singola norma che non degli istituti, i quali, soprattutto se di vertice, proprio perché sembrano avere una validità logica, assoluta, tendono acriticamente ad essere applicati anche all’analisi della nuova normativa*”.

<sup>607</sup> T. ASCARELLI, *L’idea di codice nel diritto privato e la funzione dell’interpretazione*, in *Studi di diritto comparato e in tema di interpretazione*, 1952, 178. Sulla funzione dell’interpretazione nel pensiero Ascarelliano, rimando obbligato è ID, *Antigone e Porzia*, in *Riv. int. fil. dir.*, 1955, 756 ss.

<sup>608</sup> F. D’URSO, *Funzione economica e struttura giuridica nell’opera di Tullio Ascarelli*, disponibile su <http://www.i-lex.it>, 2013, 168.



## SEZIONE SECONDA

*La Total Loss Absorbing Capacity bancaria nella regolamentazione internazionale ed europea. Delimitazione del campo di indagine: gli aggregati MREL-TLAC come tecniche di selezione di valori funzionali a garantire la solida e stabile patrimonializzazione dell'ente bancario (in particolare permettendo un ordinato svolgimento della risoluzione/liquidazione dell'ente). Sull'indifferenza per la perimetrazione e composizione degli aggregati in esame delle qualificazioni formali e dei titoli degli apporti, in luogo di criteri sostanzialistici.*

7. *La Total Loss Absorbing Capacity delle banche: sulle ragioni economiche di un requisito patrimoniale complementare agli standard di adeguatezza patrimoniale e alla tecnica del capitale regolamentare. Sul ruolo del debito come strumento di assorbimento delle perdite.*

La crisi finanziaria globale ha dimostrato non solo la necessità di rivedere criticamente le regole in tema di adeguatezza patrimoniale degli intermediari, valorizzandone il mantenimento della stabilità nel corso della gestione ordinaria in un'ottica di *prevenzione* del dissesto (e la Prima Sezione di questo Capitolo ha estensivamente dato conto di ciò), ma anche l'esigenza di prevedere acconce procedure di *gestione* della crisi di questi, in grado di distribuire e allocare i relativi costi, quando alla fine questa si presenti e la stabilità finanziaria possa essere posta a rischio.

Ebbene quest'ultimo tema, si è già potuto accennare, venne affrontato durante la crisi prevalentemente per il tramite di interventi e salvataggi sovvenzionati dalle finanze pubbliche (c.d. *bail-out*), giustificati sulla base di quella dottrina del "too big to fail" secondo la quale, considerati i costi e gli impatti sul sistema finanziario dovuti al fallimento di intermediari finanziari (evidentemente di dimensioni sistemiche, e a riguardo v. nel Primo Capitolo il Paragrafo 2), l'intervento pubblico finanziato dai contribuenti si porrebbe come alternativa comunque *preferibile* allo scenario liquidatorio<sup>609</sup>. Inoltre, a ciò si aggiungeva la riscontrata inadeguatezza delle procedure di insolvenza tradizionali nella gestione della crisi dei gruppi bancari (per cui v. nel Primo Capitolo, nt. 52).

Eppure, il sistematico ricorso al *bail-out* poggiava su giustificazioni teoriche e pratiche altrettanto fragili e discutibili: così da un lato, al di là dell'opportunità *politica* di ricorrere alla spesa pubblica per la risoluzione della crisi degli intermediari finanziari, è comune il rilievo per cui gli Aiuti di Stato elargiti per la gestione della crisi e l'assorbimento delle relative perdite creino e incentivino condotte di *azzardo morale* degli stessi istituti i quali, scontando nei loro comportamenti l'esistenza di

---

<sup>609</sup> Sul punto cfr. L. STANGHELLINI, *La gestione delle crisi bancarie. La tradizione italiana e le nuove regole europee*, in *Ricerche Giuridiche*, 2015, 318, e S. GLEESON, *Legal aspects*, op.cit., 3.

un'implicita *garanzia statale*, sono *razionalmente* e potenzialmente indotti ad assumere più rischi di quelli “socialmente ottimi” (in particolare, tramite inefficienti scelte di investimento e allocazione di fondi), contribuendo allora essi stessi alla situazione di fragilità dell'intermediario (invero congenita nell'attività svolta, come si è visto nel Primo Capitolo, Paragrafo 1) e all'accumulazione di rischio sistemico. Dall'altro lo stesso ceto creditorio, conscio dell'esistenza di una *safety net* costituita dall'intervento pubblico, perdeva interesse nel monitoraggio delle *performance* dell'intermediario<sup>610</sup>. Inoltre, ad altrettante critiche si prestava l'assunto per cui la preservazione delle funzioni critiche svolte dagli intermediari potesse essere ottenuta *solamente* per il tramite di iniezioni pubbliche di capitale e liquidità, e non anche mediante *procedure* che, consentendo una risoluzione ordinata degli intermediari finanziari (e dunque superando il principio-problema del *too big to fail*), garantissero la continuità delle funzioni essenziali di quest'ultimi, evitando altresì di allocare prevalentemente in capo ai contribuenti gli oneri del salvataggio.

È sulla base di questi presupposti che a livello internazionale gli sforzi sono stati indirizzati, in verità in tempi già antecedenti lo scoppio della crisi finanziaria globale<sup>611</sup>, alla definizione delle caratteristiche di uno specifico *regime giuridico per la risoluzione delle istituzioni finanziarie* (in particolare, i G-SIBs) che si ponesse come una “terza via” agli gli scenari passati in rassegna, e sono culminati nel 2011 nel documento “*Key attributes of effective resolution regimes for financial institutions*” del *Financial Stability Board (FSB)*<sup>612</sup>. Coerentemente con quanto sopra esposto, il regime *de quo* si propone di: (i) contribuire al *mantenimento* della stabilità finanziaria, prevenendo il *contagio* tra intermediari e assicurandone la *continuità* delle funzioni essenziali e (ii) evitare di esporre i contribuenti all'assorbimento di quelle perdite necessarie per ripristinare la sostenibilità economica dell'istituto<sup>613</sup>.

A livello europeo, si è visto (v. nel Primo Capitolo il Paragrafo 4.2), un analogo quadro giuridico e

---

<sup>610</sup> Per entrambi i punti v. A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in *BBTC*, 2015, 611; D. VATTERMOLI, *Il bail-in*, *op.cit.*, 519, e B. BILJANOVSKA, *Aligning market discipline*, *op.cit.*, 111. In particolare, l'esistenza di una tangibile “shareholder pressure” negli eventi e nelle condotte degli intermediari bancari che hanno portato alla crisi finanziaria è centrale nella narrativa di J. COFFEE JR., *Bail-ins*, *op.cit.*, 11 ss. *Contra*, si è sottolineato come l'influenza che soci e creditori possono concretamente esercitare sulla gestione dell'impresa bancaria (e dunque il monitoraggio effettivamente dispiegabile) risulti spesso *sopravalutata*, motivo per cui sarebbe fallace parlare di procedure volte a *riallineare* interessi che invero sono *in rebus* non allineabili. A riguardo cfr. B. JOOSEN, *Bail in mechanisms*, *op.cit.*, 4.

<sup>611</sup> V. i riferimenti di J. BINDER, *Resolution regimes*, *op.cit.*, 5.

<sup>612</sup> Una versione rivista e rimaneggiata è stata pubblicata nel 2014, ed è disponibile sul sito [www.fsb.org](http://www.fsb.org). Il *Financial Stability Board* nasce nel 1999 (come “Financial Stability Forum”) con lo scopo di promuovere e salvaguardare la stabilità finanziaria globale. A esso partecipano i rappresentanti governativi delle autorità di supervisione e delle banche centrali degli stati membri del G20 (oltre che quelli di Olanda, Svizzera, Hong Kong, Singapore e Spagna) e i rappresentanti dei comitati internazionali attivi nel settore finanziario (tra cui, il Comitato di Basilea).

<sup>613</sup> V. FSB, *Key attributes of effective resolution regimes for financial institutions*, 2014, 3. In termini efficaci, si è detto che “*bank resolution rules aim to replicate the economic effects of a traditional insolvency procedure for a failing bank's shareholders and creditors and recognize several principles of insolvency law, while the effects of a bank failure on the financial system and the wider economy are taken into account*” – così L. JANSSEN, *Bail-In*, *op.cit.*, 2.

analoghi principi sono rinvenibili nella BRRD e, per le banche di dimensioni significative attive nell'Eurozona, nel SRMR. Una puntuale analisi dell'architettura dei regimi di risoluzione non è qui possibile, e gli istituti che ivi trovano disciplina verranno analizzati in tanto in quanto funzionali al presente lavoro<sup>614</sup>. In tal senso occorre sin da subito soffermarsi sul tema del c.d. *finanziamento della risoluzione*, ossia sui criteri e sui meccanismi che disciplinano allocazione e assorbimento delle perdite ed (eventualmente, qualora si miri a garantire la continuità aziendale dell'impresa) il ripristino della sostenibilità economica dell'istituto. In particolare, alle prese di posizioni per cui tale finanziamento non debba – se non eccezionalmente<sup>615</sup> – attingere a risorse pubbliche, per i motivi di

---

<sup>614</sup> In termini necessariamente incompleti, e facendo riferimento al quadro europeo di risoluzione degli intermediari finanziari disciplinato dalla BRRD – corpo normativo su cui d'altronde si puntualizzeranno le prossime pagine –, valga quanto segue. Gli attuali sistemi di gestione della crisi dell'ente bancario si sviluppano attorno *tre* principali poli, ossia: (i) l'area delle *misure preparatorie* (artt. 4-26 BRRD), dove la logica dell'ordinata risoluzione dell'ente è declinata secondo il principio di una pronta *profilassi* della crisi di quest'ultimo, in concreto predisponendosi (in capo a differenti attori) obblighi di definizione e aggiornamento di piani di risanamento (*recovery plans*); di risoluzione (*resolution plans*) e di accordi di sostegno intra-gruppo;

(ii) l'area delle *misure di intervento precoce* (artt. 27-30 BRRD), già analizzate in parte nel Paragrafo 1.5.3 di questo Capitolo e nel Paragrafo 5.3 del Primo Capitolo, dove al manifestarsi del deterioramento delle condizioni patrimoniali dell'ente si riconoscono alle autorità rilevanti una serie di poteri di intervento nella gestione imprenditoriale ordinaria del primo, culminanti finanche nel potere di *removal* di membri del *management*, oltre che alla possibilità di richiedere (*rectius*, imporre) cambiamenti alla strategia aziendale dell'ente e alle sue strutture giuridiche e operative, e

(iii) l'area delle *misure e dei poteri di risoluzione* (artt. 31-86 BRRD), che perimetra l'intervento dell'autorità di risoluzione una volta avviata la risoluzione (e dunque verificata sia la sussistenza delle *condizioni* per il suo avvio, *ex art. 32 BRRD*, che degli *obiettivi* che devono essere perseguiti dalla, e che dunque limitano l'azione della, autorità di risoluzione, *ex art. 31*, paragrafo 2, BRRD) in punto di: (a) principi (art. 34 BRRD) a cui deve informarsi l'utilizzo delle misure e dei poteri di risoluzione (a titolo esemplificativo si prevede l'obbligo di far pesare le perdite primariamente su azionisti e creditori; il rispetto della parità di trattamento intra-categoria e delle priorità concorsuali infra-categorie e il principio di trattamento non deteriore – *No Creditor Worse Off principle* (NCWO) –, ai sensi del quale azionisti e creditori dell'ente non debbono sostenere perdite più ingenti di quelle che avrebbero sostenuto qualora la banca fosse stata sottoposta ad una procedura di insolvenza ordinaria); (b) misure di risoluzione in concreto dispiegabili, ossia il *bail-in* (artt. 43-44 BRRD e 46-58 BRRD, approfondito subito *infra* nel testo); la cessione di beni e rapporti giuridici ad un ente-ponte (artt. 40-41 BRRD, il c.d. *bridge bank tool*); la cessione di beni e rapporti giuridici ad un soggetto terzo (artt. 38-39 BRRD; il c.d. *sale of business tool*) e la cessione di beni e rapporti giuridici a una società veicolo per la gestione e separazione delle attività deteriorata (c.d. *bad bank*), allo scopo di facilitare l'utilizzo di un altro strumento di risoluzione sulla banca in risoluzione (art. 42 BRRD; il c.d. *asset separation tool*) e (c) poteri di intervento esercitabili nei confronti della banca in risoluzione, i quali possono incidere sia sulla struttura finanziaria che corporativa dell'ente, nonché rispetto ai contratti di cui quest'ultimo è parte (artt. 63-72 BRRD, ma v. anche quanto già si è detto nel Primo Capitolo, in nt. 187, con riferimento alla legislazione italiana attuativa della BRRD).

La letteratura in argomento è sterminata, senza pretesa di completezza si segnala: G. BOCCUZZI, *La risoluzione e le altre procedure di gestione della crisi di banche insolventi*, in *Aa. Vv. Trattato delle procedure concorsuali - Volume V*, Milano, 929 ss.; A. DE ALDISIO, *La gestione delle crisi*, *op.cit.*, 391 ss.; I. DONATI, *La crisi delle società di capitali*, *op.cit.*, 63 ss.; C. THOLE, *Bank crisis management and resolution*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2014, 1 ss.; L. STANGHELLINI, *La gestione delle crisi bancarie*, *op.cit.*, 315 ss., e ID, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, Roma, 2014, 149 ss., seppur quest'ultimo rispetto ad un articolato della BRRD ancora provvisorio.

<sup>615</sup> In termini eccezionali, come *extrema ratio* e risposta ad una crisi sistemica, è infatti disciplinato nella BRRD il ricorso al finanziamento *pubblico* della risoluzione (peraltro, sempre condizionato ad un necessario preliminare *burden sharing*); e in tal senso v. l'art. 37, paragrafo 10, BRRD, ove sono introdotti, nelle forme del supporto con capitale pubblico o dell'acquisizione temporanea (*i.e.*, nazionalizzazione) della proprietà, i c.d. “strumenti pubblici di stabilizzazione”, ulteriormente disciplinati negli artt. da 56 a 58 BRRD.

Negli stessi termini è disciplinata (art. 32, paragrafo 4, lett. *d*, BRRD) la possibilità per l'ente di ricorrere, al di fuori e prima di una procedura di risoluzione, al c.d. “sostegno finanziario pubblico straordinario” (tra cui rientra il noto istituto della ricapitalizzazione precauzionale), purché la banca versi in una situazione di solvibilità.

In effetti, gli stretti margini in cui la normativa europea rende possibile il ricorso a risorse finanziarie *esterne* all'intermediario per la stabilizzazione di questo, ha spinto alcuni commentatori a ritenere come, nel complessivo quadro

cui sopra, la risposta fornita è stata quella dell'*internalizzazione* delle perdite della banca tra azionisti e creditori della stessa (*burden-sharing*). In particolare, tra le misure di risoluzione (sommariamente descritte in nt. 614) quella che dà precipua attuazione al principio di ripartizione dei costi (*i.e.*, il finanziamento della crisi) tramite loro internalizzazione, è la misura del *bail-in*<sup>616</sup>.

Un meccanismo di partecipazione alle perdite<sup>617</sup> (di e tra chi nell'impresa ha investito) tramite

---

europeo, l'interesse alla stabilità finanziaria si ponga come recessivo rispetto a quello sotteso al corretto funzionamento della concorrenza nel, e all'integrità del, mercato unico. Il tema è vasto e non può essere qui approfondito, ma a riguardo v. C. BRESCIA MORRA, *Gestione delle crisi bancarie e aiuti di Stato. Alla ricerca di un difficile equilibrio*, in *Banca impresa soc.*, 2020, 191 ss. Inoltre, sui numerosi limiti e ostacoli che incontra il finanziamento *esterno* della risoluzione (in particolare, tramite ricorso ai fondi di risoluzione ed ai sistemi di garanzia dei depositi, oltre che attraverso l'intervento pubblico) nel rinnovato quadro europeo di gestione delle crisi bancarie, v. F. RESTOY-R. VRBASKI-R. WALTERS, *Bank failure management in the European banking union: what's wrong and how to fix it*, in *Financial Stability Institute Occasional Paper No 15*, 2020, 1 ss.

<sup>616</sup> La letteratura in tema di *bail-in* è sterminata, senza pretesa di completezza si segnala: D. VATTERMOLI, *Il bail-in*, *op.cit.*, 517 ss.; B. INZITARI, *BRRD, bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. 180/2015)*, in *Dir. banc.*, 2016, 1 ss.; B. JOOSEN, *Bail in mechanisms*, *op.cit.*, 1 ss.; A. GARDELLA, *Il bail-in*, *op.cit.*, 587 ss.; A. CAPIZZI-S. CAPPIELLO, *Prime considerazioni sullo strumento del bail-in: la conversione forzata di debito in capitale*, disponibile su <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it>, 2014, 1 ss.; S. LAVIOLA-G. LOIACONO-P. SANTELLA, *Il nuovo regime europeo di risoluzione delle crisi bancarie: un'analisi comparata dell'applicazione del bail-in*, in *Bancaria*, 2015, 46 ss.; G. PRESTI, *Il bail-in*, *op.cit.*, 339 ss.; L. DI BRINA, *Il Bail-in (l'influenza del diritto europeo sulle crisi bancarie e sul mercato del credito)*, disponibile su <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it>, 2016, 1 ss.; J. DONATI, *La ricapitalizzazione interna delle banche mediante bail-in*, in *AGE*, 2016, 597 ss.; M. ONZA, *Il bail-in*, *op.cit.*, 1 ss.; S. GLEESON, *Legal aspects*, *op.cit.*, 1 ss.; L. STANGHELLINI, *Risoluzione, bail-in e liquidazione coatta: il processo decisionale*, in *AGE*, 2016, 567 ss., e C. SANDEI, *Il bail-in*, *op.cit.*, 880 ss.

<sup>617</sup> Si tratta in particolare di un meccanismo di natura *diversa* rispetto a quella che opera in una procedura concorsuale liquidatoria di diritto comune. Infatti, mentre in una procedura liquidatoria classica la perdita, e la determinazione della stessa, si manifesta (per il ceto creditorio e titolari di strumenti di capitale) in sede di *riparti* di quanto ricavato dalla liquidazione dei cespiti patrimoniali (*i.e.*, conversione in moneta fallimentare degli elementi che compongono il patrimonio), lo strumento del *bail-in* non effettua tali ripartizioni e non "soddisfa" crediti – evidentemente, volendosi evitare la liquidazione dell'impresa, non vi è una distribuzione di valori attivi – ma interviene sulla struttura del passivo bancario, *anticipando* gli effetti dell'incapienza patrimoniale e dunque allocando le relative perdite, che sono infatti stimate sulla base di una valutazione indipendente. In altri termini, "*quella Verlustgemeinschaft – comunità delle perdite – cui partecipano tutti i creditori dell'insolvente, piuttosto che essere determinata dagli esiti della liquidazione, viene costruita ex ante dalla procedura di risoluzione attraverso l'immediata cancellazione dei diritti degli azionisti e dei creditori, nella misura necessaria al superamento del dissesto e comunque in misura non superiore alla perdita che questi avrebbero subito per effetto della liquidazione*" – così B. INZITARI, *BRRD, bail in*, *op.cit.*, 21. In argomento v. anche D. VATTERMOLI, *Il bail-in*, *op.cit.*, 537, e G. BOCCUZZI, *La risoluzione*, *op.cit.*, 957.

In termini consequenziali, rispetto a una normale procedura di insolvenza il meccanismo risolutorio (in particolare, tramite *bail-in*) trova una attuazione *temporalmente anticipata*, e di ciò si era dato, seppur sommariamente conto, già nel Primo Capitolo, in nt. 221. Qui si vuole più precisamente sottolineare come l'operatività del *bail-in* possa essere disposta non solo in una situazione di *gone-concern* dell'ente, ma soprattutto in una situazione di (ancora, e "quasi") *going-concern* del medesimo, come d'altronde esplicitamente evidenzia il Considerando 68 della BRRD, per cui: "*In order to ensure that resolution authorities have the necessary flexibility to allocate losses to creditors in a range of circumstances, it is appropriate that those authorities be able to apply the bail-in tool both where the objective is to resolve the failing institution as a going concern if there is a realistic prospect that the institution's viability may be restored, and where systemically important services are transferred to a bridge institution and the residual part of the institution ceases to operate and is wound up*". In effetti, la stessa possibilità di avviare una procedura di risoluzione quando, *inter alia*, l'ente risulta "*failing or likely to fail*" (art. 32, paragrafo 1, lett. a, BRRD), non è altro che la concretizzazione di questo approccio. Il punto è sottolineato ampiamente in letteratura, per cui v.: B. JOOSEN, *Bail in mechanisms op.cit.*, 5; ID, *Regulatory capital requirements*, *op.cit.*, 45; A. GARDELLA, *Il bail-in*, *op.cit.*, 612; G. BOCCUZZI, *Un nuovo framework internazionale di gestione delle crisi bancarie: verso quale modello?*, in *Trattato delle procedure concorsuali, volume V: l'amministrazione straordinaria e la liquidazione coatta amministrativa*, a cura di Ghia Lucio, Piccininni Carlo, Severini Fausto, Torino, 2011, 947; A. DE ALDISIO, *La gestione delle crisi*, *op.cit.*, 413; L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie*, *op.cit.*, 155; J. ZHOU-V. RUTLEDGE-W. BOSSU-M. DOBLER-N. JASSAUD-M.

riduzione del passivo ideale e reale e eventuale ricostruzione del capitale regolamentare, la disciplina del *bail-in* prevede la riduzione o conversione in capitale dei diritti degli azionisti<sup>618</sup> e dei creditori secondo un preciso ordine di priorità (v. fin da subito *infra* nt. 706), e cercando di evitare che tali categorie sopportino perdite in misura superiore rispetto a quelle che avrebbero sopportato in una procedura ordinaria di insolvenza (*i.e.*, il già menzionato principio del NCWO).

Ebbene, se l'esercizio del potere del *bail-in* è *naturaliter* in grado di garantire l'attuazione del risanamento interno dell'intermediario<sup>619</sup>, vi è che l'effettività di tale risanamento poggia sulla garanzia di un'adeguata *loss absorption capacity* dell'ente sia prima dell'apertura della risoluzione che durante la stessa<sup>620</sup> (eventualmente assicurando un'adeguata ricapitalizzazione). Ciò appare intuitivo, se sol si tiene conto di come, di necessità, non risulti *opportuno* sottoporre alle misure di risoluzione *promiscuamente* ed *indifferentemente* tutte le fonti di finanziamento della banca, cosa che potrebbe compromettere la stabilità finanziaria del sistema e frustrare gli obiettivi della risoluzione<sup>621</sup>; ma allora incentivando l'ente a strutturare il proprio *funding* proprio attorno tali fonti, in astratto meno

---

MOORE, *From bail-out to bail-in: mandatory debt restructuring of systemic financial institutions*, in *IMF staff discussion note*, 2012, 3, e S. GLEESON, *Legal aspects*, *op.cit.*, 14.

Operativamente, ciò implica una *trasformazione* del rischio a cui molti crediti dell'impresa bancaria sono soggetti (da economico a giuridico) in astratto *temporalmente antecedente* all'apertura di una procedura di insolvenza.

<sup>618</sup> Ai sensi dell'art. 2, paragrafo 1, punto 62, BRRD, con il termine «azionisti» si fa riferimento agli «azionisti o detentori di altri titoli di proprietà»; quest'ultimi, definiti nel punto precedente dell'articolo, individuano «azioni, altri titoli che conferiscono la proprietà, titoli convertibili in - o che conferiscono il diritto di *acquire* - azioni o altri titoli di proprietà, e strumenti che rappresentano partecipazioni azionarie o altri titoli di proprietà». Come si è detto, «nell'ottica della direttiva, dunque, la nozione di azionista è più ampia rispetto a quella propria del diritto commerciale, poiché è idonea a ricomprendere, per esempio, anche taluni titolari di obbligazioni convertibili in azioni, cioè azionisti solamente allo stato potenziale, trattandosi di creditori dell'ente in condizione di conseguire lo status di socio mediante un'operazione di conversione del proprio credito» – così G. ROMAGNO, *Considerazioni in tema di principi e obiettivi della Direttiva 2014/59/UE (Bank Recovery and Resolution Directive) in raffronto col d.lgs. n. 180/2015*, in *Europa dir. priv.*, 2019, 254 (nt. 19).

<sup>619</sup> Con ciò non si intende affermare che il risanamento interno così attuato sia sempre una panacea e una salvaguardia per la stabilità finanziaria, dubbi ponendosi sulla sua effettività in situazioni di crisi generalizzate. A riguardo v. A. PERSAUD, *Why bail-in securities are fool's good*, disponibile su <https://papers.ssrn.com>, 2014; C. HADJIEMMANUIL, *Bank stakeholders' mandatory contribution to resolution financing: principle and ambiguities of bail-in*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2016, 21; E. AVGOULEAS-C. GOODHART, *Critical reflections on bank bail-ins*, in *Journal of financial regulation*, 2015, 21 ss., e A. GARDELLA, *Il bail-in*, *op.cit.*, 600 ss.

<sup>620</sup> V. FSB, *Principles on loss-absorbing and recapitalization capacity of G-SIBs in resolution*, disponibile su [www.fsb.org](http://www.fsb.org) 2015, 1. Il documento sarà oggetto di approfondita analisi nel prossimo Paragrafo.

<sup>621</sup> La considerazione in questione si traduce, nella disciplina di diritto positivo, nell'*esclusione* dal *bail-in* di alcune ben individuate passività, e dunque, nell'assoggettabilità di *tutte* le altre (c.d. *comprehensive approach*). Fra le passività escluse figurano, *inter alia*, ex art. 44, paragrafo 2, BRRD: (i) i depositi protetti ai sensi della Direttiva sui depositi; (ii) le obbligazioni bancarie garantite (c.d. *covered bonds*) e altri strumenti garantiti da specifiche garanzie; (iii) le passività per stipendi verso i dipendenti; (iv) le passività derivanti dalla detenzione di beni della clientela ovvero sorte in virtù di un rapporto fiduciario; (v) le passività con durata originaria inferiore a sette giorni nei confronti di banche o imprese di investimento non facenti parte del gruppo dell'ente sottoposto a risoluzione (i c.d. crediti interbancari); (vi) le passività derivanti dalla partecipazione ai sistemi di pagamento con una durata residua inferiore a sette giorni; (vii) i crediti fiscali purché privilegiati dalla normativa fallimentare; e (viii) le passività relative ai fornitori di beni o servizi necessari per il normale finanziamento dell'ente sottoposto a risoluzione.

Affianco a questa categoria di esclusioni permanenti si prevede (art. 44, paragrafo 3, BRRD) anche un meccanismo di esclusioni *facoltative*, ossia di passività che sono in linea generale sottoponibili alla misura del *bail-in* ma che l'autorità di risoluzione può in casi eccezionali decidere di escludere. Nello specifico, ciò può avvenire quando: (i) l'applicazione del *bail-in* su tali passività non sia possibile in tempi ragionevoli e (ii) sia ritenuto necessario per (a) assicurare la continuità delle funzioni essenziali; (b) evitare situazioni di contagio e (c) evitare maggiori perdite per gli altri creditori.



costose perché sottratte al rischio “risolutorio”<sup>622</sup>.

E allora da qui, e arrivando all’oggetto della presente Sezione, segue l’esigenza di assicurare e rafforzare la capacità degli intermediari di assorbimento delle perdite a fronte di una situazione di insolvenza tramite un *apposito* requisito di fondi propri (in cui rientrano in massima parte i valori già computati nel capitale regolamentare) e *passività* ammissibili (il c.d. TLAC – *Total Loss Absorbing Capacity – requirement*), pensato precipuamente per far fronte all’insolvenza dell’ente e al rischio di impossibilità di applicare lo strumento del *bail-in*, ma in buona sostanza indipendente da tale misura di risoluzione<sup>623</sup>, assurgendo a requisito dotato di *autonoma* rilevanza (parallelamente al capitale regolamentare e al requisito di leva – perlomeno per il *quantum* di risorse che eccede quello imposto per il soddisfacimento di questi requisiti patrimoniali – e ai requisiti di liquidità, la cui operatività ha come referente il normale corso degli affari e come finalità la copertura delle perdite che ivi sorgono)<sup>624</sup>.

Ma, e il tema appare importante, il fatto che la rilevanza del requisito patrimoniale in questione divenga *attuale* solamente in un momento *successivo* ed *eventuale* rispetto all’operatività delle regole di adeguatezza patrimoniale, le quali operano nel corso della gestione ordinaria dell’ente, spiega l’importanza che il *debito* e gli apporti acquisiti con obbligo di rimborso possono assumere per il rispetto del requisito TLAC e per la gestione della crisi<sup>625</sup>: in particolare, si è correttamente

---

<sup>622</sup> In maniera significativa il Considerando 79 della BRRD sottolinea che “*per evitare che gli enti strutturino le passività in modo da compromettere l’efficacia dello strumento del bail-in, è opportuno stabilire che essi debbano soddisfare in qualsiasi momento un requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili [...]*”.

Negli stessi termini si esprime EBA, *Final report on MREL – Report on the implementation and design of the MREL Framework*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2016, 2. Il *report* in oggetto trovava la sua base legale nell’art. 45, paragrafi 18 e 19, BRRD, in base ai quali si incaricava EBA di presentare alla Commissione un documento che aggiornasse quest’ultima sull’effettiva implementazione del requisito MREL nell’Unione.

In letteratura, per analoghe constatazioni, v. P. DAVIES, *The Fall and Rise of Debt*, *op.cit.*, 506; L. AMORELLO, *Bail-in or bail-out? A survey on the ECB’s role of “bank-loss-absorber of last resort”*, in *Dir. comm. int.*, 2018, 403; J. ZHOU-V. RUTLEDGE-W. BOSSU-M. DOBLER-N. JASSAUD-M. MOORE, *From bail-out to bail-in*, *op.cit.*, 21, e M. LAMANDINI-D. MUNOZ, *Minimum requirement for own capital and eligible liabilities (MREL)*, disponibile su [www.lamandini.org](http://www.lamandini.org), 2016, 10.

<sup>623</sup> Qui si intende dire che il requisito di cui si parla è obbligatorio a prescindere dall’aver l’autorità di risoluzione optato per una *bail-in resolution strategy*, (ma, anche per questo motivo, il suo ammontare specifico può differire sostanzialmente a seconda della strategia di risoluzione prescelta). Come può intuirsi, una *resolution strategy* che si identifica in una *transfer strategy*, ossia in una situazione all’esito della quale l’ente potrà risultare titolare di una quantità minore di impieghi, richiederà una minore quantità di risorse ai fini della ricostruzione del capitale di copertura, e quindi dei livelli di TLAC-MREL deputati a garantire la ricapitalizzazione. Lo stesso dicasi qualora l’autorità di risoluzione ritenga sufficiente, per garantire gli obiettivi della risoluzione, assoggettare l’ente a una procedura liquidatoria, non ravvisando la necessità di assicurarne la continuità aziendale (e dunque la ricapitalizzazione). In termini netti, il considerando n. 80 della BRRD, per cui: “*The MREL should reflect the resolution strategy which is appropriate to a group in accordance with the resolution plan*”. Sul punto cfr. anche I. DONATI, *La crisi delle società di capitali*, *op.cit.*, 190 ss.

<sup>624</sup> Per questo “dualismo” tra funzioni ascrivibili alla tecnica del capitale regolamentare e al requisito TLAC, v. nella letteratura G. BOCCUZZI, *La risoluzione*, *op.cit.*, 963, e E. RULLI, *Contributo*, *op.cit.*, 100.

<sup>625</sup> Con ciò non si vuole dire che sussista una diversità di obiettivi tra la funzione di vigilanza e di risoluzione. Come è stato detto: “*le due funzioni condividono l’obiettivo della salvaguardia della stabilità finanziaria e della tutela dei depositanti: sono tuttavia diversi i loro obiettivi intermedi. La funzione di vigilanza deve assicurare la stabilità degli intermediari attraverso un monitoraggio dell’attività volta a verificare che questi non assumano rischi eccessivi e operino*

evidenziato come “*a differenza che nelle regole di Basilea, dove la quantità e la qualità delle risorse di tipo equity viene fissata in parametri funzionali a conseguire una maggiore stabilità della banca, la logica della BRRD in punto di passività ammissibili al bail-in è opposta: è il debito (e non il capitale di rischio, che potrebbe essere già stato azzerato) che, in ultima istanza, assorbe le perdite*”<sup>626</sup>. Ed è proprio qui, riprendendo e portando idealmente a chiusura alcune considerazioni già proposte nel I Capitolo in punto di rapporto tra pretese residuali e pretese fisse che si puntualizzano sull’impresa bancaria (per cui v. i Paragrafi 4 e 5, e relativi sotto-Paragrafi), che “*la linea di confine tra le rispettive posizioni si fa sempre più tenue, quasi invisibile: al punto che [...] i creditori bancari – almeno quelli le cui pretese risultano computabili nel MREL [ma invero idealmente tutte quelle che risultano bail-inable] – sarebbero da considerare tali solo formalmente, essendo in realtà la loro partecipazione al rischio già potenzialmente omogenea rispetto a quella degli azionisti. Per comprendere appieno il significato dell’affermazione mette conto ricordare che stando alla normativa ora vigente, se l’interesse pubblico lo richiede, l’autorità può decidere di attivare il bail-in (sia forte che debole) anche quando l’enti risulti (ancora) solvente. Ne consegue che i creditori della banca non risultano soltanto esposti, come di regola accade, al rischio dell’insolvenza, o del dissesto di quest’ultima, ma sono chiamati a sopportarne le perdite esattamente come i soci, benché dopo di loro*”<sup>627</sup>.

Infine, e anticipando un *topos* che si introdurrà nei prossimi Paragrafi ma invero non nuovo a queste pagine, dovrebbe apparire già evidente come la tecnica del requisito TLAC non sembri distanziarsi dalla tecnica del capitale regolamentare passata in rassegna nella Prima Sezione: la necessità di costruire un aggregato funzionale all’assorbimento di perdite e all’eventuale ricapitalizzazione dell’intermediario dovrebbe spingere l’interprete, anche in questo caso, ad “aspettarsi” un approccio di tipo *funzionale/teleologico* alla *delimitazione* di detto aggregato e alla *definizione* delle sue poste rilevanti, un approccio cioè che si focalizza sui profili “sostanziali” degli strumenti di raccolta (*i.e.*, sulla disciplina che ne governa la stabilità e il grado di esposizione alle perdite), disinteressandosi

---

*nel rispetto di regole e condizioni di sana e prudente gestione. La funzione di risoluzione ha invece il compito di minimizzare l’impatto sistemico di una crisi che, nonostante tutto, si verifichi, e lo fa predisponendo una configurazione del gruppo che renda possibile attuare in tempi brevi una transazione che assicuri la continuità dei servizi finanziari essenziali, e preconstituendo le risorse finanziarie necessarie ad assorbire le perdite e a ricapitalizzare l’intermediario senza oneri per i contribuenti”* – così A. DE ALDISIO, *La gestione delle crisi nell’Unione Bancaria*, in *Banca impresa soc.*, 2015, 399 s.

<sup>626</sup> E. RULLI, *Contributo*, *op.cit.*, 102. Il punto era già stato accennato *supra*, con analoghe considerazioni, in nt. 239. Invero, il rilievo che il debito abbia ormai assunto nel contesto bancario, alla luce della nuova disciplina per la gestione della crisi – e dei requisiti di patrimonio a ciò funzionali – una “inedita” funzione di strumento preposto all’assorbimento delle perdite è comune in letteratura. Così si veda anche P. DAVIES, *The Fall and Rise of Debt*, *op.cit.*, 492 s., e L. AMORELLO, *Bail-in or bail-out?*, *op.cit.*, 401 s.

<sup>627</sup> C. SANDEI, *Il bail-in*, *op.cit.*, 903. A sostegno della sua osservazione, l’Autrice riporta fonti dottrinali e giurisprudenziali che sono state già riportate ampiamente nei Paragrafi del Primo Capitolo menzionati nel testo. Infine, l’osservazione si pone in sostanziale continuità con i punti sollevati *supra* in nt. 617.

degli aspetti formali dei medesimi. In questi termini, ed anticipando l'oggetto del prossimo Paragrafo, il rilevante *standard* internazionale in materia eloquentemente afferma come: “*the term “TLAC-eligible instrument” refers to any capital instrument, debt instrument, liability or other item that is eligible as TLAC under the term-sheet*”<sup>628</sup>.

8. *Il riconoscimento della Total Loss Absorbing Capacity bancaria nella legislazione internazionale ed europea: lo standard TLAC e il requisito MREL.*

8.1. *La regolamentazione internazionale del requisito TLAC: i Principles on Loss-Absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution e i Guiding principles on the Internal Total Loss-Absorbing Capacity of G-SIBs del Financial Stability Board. Sui profili (a) applicativi e distributivi; (b) quantitativi e (c) qualitativi degli elementi e del requisito TLAC.*

I principi e il panorama teorico presentato nel Paragrafo 7 sono stati oggetto di regolamentazione a livello internazionale da parte del *Financial Stability Board*, tramite la pubblicazione di appositi *standards*.

In particolare, il 9 novembre 2015 ha visto la luce il principale corpo di principi in materia, i *Principles on Loss-Absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution*, accompagnati da un *TLAC Term-Sheet*, in cui si compendiano i 21 gruppi di regole che governano i differenti profili del requisito TLAC. Il 6 luglio 2017 poi, il FSB ha pubblicato uno specifico e ulteriore corpo di *standards*<sup>629</sup> concernente l'allocazione e distribuzione *interna*, in ipotesi di gruppo bancario, delle risorse TLAC (c.d. *internal TLAC*). In quest'ultimo documento vengono (i) definiti i principi che devono informare il rapporto tra autorità di risoluzione di diverse giurisdizioni in punto di implementazione del requisito di *internal TLAC* e (ii) dettagliate alcune delle caratteristiche degli strumenti di raccolta che tale coefficiente integrano (la differenza tra strumenti di *external* e *internal TLAC* e le finalità che quest'ultimi strumenti perseguono – essenzialmente, *facilitare* la risoluzione della crisi di una qualsiasi entità operativa del gruppo *accentrando* le misure di risoluzione sulla capogruppo o comunque la controllante, ma dunque richiedendo la definizione di meccanismi di cooperazione tra le autorità di risoluzione competenti rispetto a ogni ente – verranno più accuratamente esposte nel proseguo del Paragrafo).

Nel presente Paragrafo si procederà ad un'analisi congiunta dei documenti in questione, richiamando dunque volta per volta le disposizioni rilevanti (seppur maggiore attenzione verrà dedicata agli *standards* del 2015, che identificano il “momento costituente” del tema in oggetto). In particolare, l'analisi si focalizzerà sui *tre* poli che danno concretezza al requisito TLAC, ossia: (a) il livello

---

<sup>628</sup> FSB, *Principles, op.cit.*, § (viii).

<sup>629</sup> V. FSB, *Guiding principles on the Internal Total Loss-Absorbing Capacity of G-SIBs*, disponibile su [www.fsb.org](http://www.fsb.org), 2017.



*applicativo* e i profili *allocativi* e *distributivi* degli elementi TLAC tra gli enti del gruppo; (b) i profili *quantitativi* del requisito TLAC e (c) i profili *qualitativi* del requisito TLAC (punto questo che riveste importanza fondamentale per i fini dell'elaborato).

(a) Gli *standards* del FSB si applicano – in maniera analoga a quanto avviene con le regole di Basilea – solamente alle banche di rilevanza sistemica (G-SIBs)<sup>630</sup>, e il requisito TLAC deve essere rispettato parallelamente ai coefficienti di patrimonializzazione obbligatoria<sup>631</sup>, di cui si è dato ampiamente conto nella Prima Sezione del Capitolo.

Ciò premesso, per approfondire il tema e le finalità dei meccanismi allocativi e distributivi delle risorse TLAC all'interno del gruppo bancario (c.d. *intragroup allocation*), appare utile partire dall'esempio che segue: astrattamente, la detenzione da parte di una banca di un sufficiente ammontare di risorse TLAC dovrebbe garantire che, al c.d. *point of non-viability* (i.e., il momento in cui le condizioni per attivare una procedura di risoluzione si sono realizzate, o in cui comunque l'ente versi in una situazione del tipo *failing or likely to fail*), le autorità di risoluzione possano applicare la relativa misura di risoluzione (in particolare, il *bail-in*) con un certo grado di sicurezza circa l'effettiva presenza di risorse che garantiscano ripianamento delle perdite e ricapitalizzazione dell'ente. Eppure, la fattispecie in questione fa riferimento al caso di una banca “monade” (c.d. *stand-alone*), e risulta dunque semplicistica se sol si tiene conto di come lo scenario organizzativo (empiricamente) *predominante* per l'esercizio dell'attività bancaria sia quello del *gruppo*. Adottato questo scenario, la situazione dalla quale si è partiti può creare più di un problema se le esigenze di ripianamento delle perdite e di ricapitalizzazione si manifestano *non* al livello dell'ente che abbia effettivamente emesso presso terzi (dunque, *esternamente*) le risorse TLAC, ma bensì rispetto ad una *qualsiasi altra* entità del gruppo.

Infatti, non prendere in considerazione la realtà del gruppo nelle scelte sull'allocazione della disponibilità di assorbimento delle perdite può comportare conseguenze impreviste e finanche nocive per la stabilità finanziaria, e basti considerare i seguenti *due* scenari: in un primo caso, si immagini che, all'interno di un gruppo bancario, le perdite e le esigenze di ricapitalizzazione si manifestino al livello di una controllata c.d. operativa (ossia dove effettivamente l'attività bancaria e/o le attività critiche per l'esercizio dell'attività vengono svolte). Ebbene, nel caso in cui tale ente non detenga un livello sufficiente di passività *bail-inable* e strumenti TLAC (e in assenza di un supporto finanziario da parte delle altre entità del gruppo, evidentemente tutt'altro che certo e soprattutto automatico, stante la formale *separatezza* delle relative sfere giuridiche, e, nel caso di gruppi transfrontalieri, la possibile reticenza delle relative autorità di vigilanza a permettere fuoriuscite di valori patrimoniali

---

<sup>630</sup> V. FSB, *TLAC Term Sheet*, § 2.

<sup>631</sup> V. FSB, *TLAC Term Sheet*, § 3.

verso altre giurisdizioni), ecco che l'ente in oggetto dovrebbe esser gioco-forza sottoposto a liquidazione, con conseguenze potenzialmente disastrose per il *gruppo* nella sua interezza (ossia, effetti *contagio* verso le altre società del gruppo, soprattutto quando l'intermediario decotto svolgeva funzioni e servizi critici per l'intero gruppo) e per l'economia reale. La situazione descritta non migliora, e si passa qui all'analisi del secondo scenario, se pur si ipotizzi che la medesima controllata disponga ora di risorse TLAC sufficienti (ossia, abbia emesso un adeguato quantitativo di strumenti *bail-inable* di più alta qualità), ma tali strumenti siano detenuti da parti *terze* rispetto al gruppo (ossia, gli strumenti siano stati emessi *esternamente*). Infatti, l'esercizio del *bail-in* sulla controllata, oltre a comportare la *perdita* secca del controllo in capo alla controllante in favore delle terze parti titolari degli strumenti TLAC<sup>632</sup>, condurrebbe anche al *blocco* dell'attività e dell'operatività dell'ente, pur sempre sottoposto a un procedimento di risoluzione e alle incisive interferenze sull'organizzazione e sulla gestione ordinaria che ciò comporta. A ciò seguirebbe il medesimo effetto *contagio* verso le altre società del gruppo e l'economia reale appena passato in rassegna. Inoltre, la situazione in questione può essere finanche aggravata da una realtà di gruppo transfrontaliera: dove la società operativa opera in una giurisdizione diversa da quella in cui opera la controllante, non è peregrino ipotizzare il sorgere di problemi di coordinamento circa la gestione della crisi tra autorità domestica della controllante (c.d. *home authority*) e autorità della giurisdizione straniera (c.d. *host authority*). Sulla base degli esempi così riportati, si comprende come una regolamentazione che voglia assicurare l'effettività dei principi sottostanti i nuovi regimi di risoluzione<sup>633</sup>, debba garantire: (i) l'esistenza di *adeguate* risorse TLAC, opportunamente *distribuite* tra tutti gli enti del gruppo e soggette a regole che prevenano il sorgere di problemi di coordinamento tra autorità di diverse giurisdizioni e (ii) la perdurante *operatività* delle società che svolgono funzioni critiche e essenziali per la complessiva attività del gruppo, anche e soprattutto nella situazione in cui le necessità di assorbimento delle perdite e ricapitalizzazione si manifestino e sorgano esattamente a quel livello, tenendo allora dette società il più possibile "al sicuro" da una procedura di risoluzione<sup>634</sup>.

Ebbene, la soluzione ideata dalla regolamentazione si struttura nella maniera che segue: viene

---

<sup>632</sup> In letteratura, evidenziano questo aspetto S. GLEESON, *Legal aspects*, op.cit., 26 ss., e A. DE ALDISIO, *La gestione delle crisi*, op.cit., 402.

<sup>633</sup> Principi ribaditi anche dal FSB, *Principles*, op.cit., § (i), per cui: "There must be sufficient loss-absorbing and recapitalisation capacity available in resolution to implement an orderly resolution that minimises any impact on financial stability, ensures the continuity of critical functions, and avoids exposing taxpayers (that is, public funds) to loss with a high degree of confidence. This is the main guiding principle from which the other principles flow. Instruments or liabilities that are not eligible as TLAC will still be subject to potential exposure to loss in resolution, in accordance with the applicable resolution law".

<sup>634</sup> I punti e le esigenze sottese i *sub (i)* e *(ii)* sono ben compendati dal FSB, *Principles*, op.cit., § (vi), per cui: "To implement an orderly resolution, there must be sufficient flexibility to use loss-absorbing capacity within a G-SIB where needed. This means that there will need to be a credible mechanism by which losses and recapitalisation needs may be passed with legal certainty to the resolution entity or entities".

individuata innanzitutto una c.d. *resolution entity* (ossia, l'“ente-fulcro” del gruppo rispetto al quale verranno esercitate le misure di risoluzione, e solitamente identificato nella società holding o comunque in una capogruppo, ma difficilmente, seppur ciò non sia da escludere, in una delle società operative e ciò per i superiori motivi)<sup>635</sup>, posta a capo di un c.d. *resolution group* (non necessariamente *coincidente* con il perimetro di consolidamento contabile ovvero prudenziale)<sup>636</sup> e di modo che ad una *resolution entity* corrisponda un unico *resolution group*<sup>637</sup>. La *resolution entity* emette *esternamente*, ossia verso terze parti, il *quantum* di strumenti TLAC stimato come *necessario* per la ordinata realizzazione della *preferred resolution strategy* (c.d. *external TLAC*)<sup>638</sup> e *contestualmente* sottoscrive strumenti di TLAC emessi, *internamente*, tra e dagli enti<sup>639</sup> del *resolution*

---

<sup>635</sup> A riguardo v. FSB, *TLAC Term Sheet*, § 3: “The Minimum TLAC requirement will be applied to each resolution entity within each G-SIB. A resolution entity is an entity to which resolution tools will be applied in accordance with the resolution strategy for the G-SIB. Depending on the resolution strategy, a resolution entity may be a parent company, an intermediate or ultimate holding company, or an operating subsidiary. A G-SIB may have one or more resolution entities”.

<sup>636</sup> Alla base dell'affermazione di cui nel testo vi è la constatazione per cui il *perimetro* di un gruppo di risoluzione è definito in ultima istanza dall'autorità di risoluzione (o, in caso di gruppi transfrontalieri, dalle autorità di risoluzione delle diverse giurisdizioni nei c.d. *resolution colleges*), e ciò per l'assorbente ragione per cui la decisione circa la concreta *resolution strategy* da applicarsi al gruppo è pur sempre decisione rimessa all'autorità, per cui quest'ultima dovrebbe essere anche in grado di determinare in concreto *quali* debbano essere le entità soggette alla sua azione (si pensi infatti al caso in cui la conformazione del gruppo e le specifiche attività svolte dalle entità del medesimo suggeriscano l'applicazione di misure di risoluzione differenti a seconda dei sotto-gruppi considerati).

A riguardo, e conseguentemente, si suole distinguere una strategia c.d. *single-point-of-entry* (SPE) ovvero *multiple-point-of-entry* (MPE): mentre nel primo caso i poteri di risoluzione sono applicati ad un solo livello del gruppo (solitamente, quello della capogruppo/*resolution entity*), la quale dovrebbe dunque assorbire le perdite interne al gruppo originatesi a qualsiasi livello del medesimo – e si vedrà subito nel testo come ciò è reso possibile –, e per questo motivo si parla di un “unico punto di entrata della risoluzione”), nel secondo caso i poteri di risoluzione sono esercitati da due o più autorità di risoluzione a livelli *diversi* del gruppo (o dei sotto-gruppi), prevedendosi così più punti di entrata delle misure di risoluzione, e dunque l'esistenza di perimetri di risoluzione che *non coincidono* con i perimetri di consolidamento prudenziale o contabile. Una SPE *strategy* si giustifica solitamente per quel gruppo dotato di un grado di *integrazione* tale per cui non è possibile pensare di risolvere separatamente le entità che lo compongono senza anche comprometterne le funzioni svolte e, dunque, la complessiva stabilità. Di contro, in una MPE *strategy* il gruppo si caratterizza per un maggiore grado di *indipendenza* e *separatezza* tra gli enti di appartenenza. In letteratura, per le diverse situazioni in cui si rende necessario optare per una strategia SPE ovvero MPE, v. A. DE ALDISIO, *La gestione delle crisi*, op.cit., 403; a livello legislativo, il tema è ben individuato e disciplinato nell'art. 25 del Regolamento Delegato (UE) 2016/1075 della Commissione.

<sup>637</sup> V. FSB, *TLAC Term Sheet*, § 3.

<sup>638</sup> V. FSB, *TLAC Term Sheet*, § 8. Il paragrafo in questione contiene inoltre fattispecie, da considerarsi *eccezionali* rispetto al generale principio di necessaria emissione degli strumenti di *external TLAC* dalla *resolution entity*, di emissioni da enti non riconducibili alla *resolution entity* (seppur sempre società-controllate appartenenti *resolution group*) ma conteggiabili nel il requisito minimo TLAC (che, come visto *supra* in nt. 635, deve essere determinato al livello della *resolution entity*).

Le ragioni sottese alla *necessità* di determinare il requisito TLAC al livello della *resolution entity*, tramite strumenti da questa emessi *esternamente* al gruppo, sono già state passate in rassegna nel testo. In aggiunta a quanto lì espresso, si consideri che se si ammettesse *indiscriminatamente* nel requisito di *external TLAC* il riconoscimento di strumenti emessi esternamente da differenti entità del gruppo, ciò creerebbe potenzialmente *ulteriori* ostacoli all'azione dell'autorità di risoluzione: le misure di risoluzione infatti si concentrano su una ben precisa entità del gruppo e su una precisa “massa patrimoniale” (anche in virtù dell'usuale approccio *atomistico* che informa la disciplina della crisi di impresa), e la certezza di un adeguato *quantum* di risorse TLAC deve aversi con riferimento a *questa* entità e non poggiare su quanto emesso da enti per i quali la risoluzione non è stata aperta. Situazione quest'ultima che inoltre, in ipotesi di gruppi transfrontalieri, richiederebbe un per nulla scontato rapido coordinamento tra autorità.

<sup>639</sup> Il *TLAC Term Sheet* utilizza il termine “material sub-group” in riferimento alle società appartenenti al *resolution group*, ma diverse dalla *resolution entity*. Nello specifico (§ 16): “A material sub-group consists of one or more direct or indirect subsidiaries of a resolution entity that: a. are not themselves resolution entities; b. do not form part of another

group (c.d. *internal TLAC*)<sup>640</sup>. Il meccanismo così individuato permette infatti di risolvere anche la crisi delle controllate, facendo gravare le perdite e le esigenze di ricapitalizzazione delle medesime sugli strumenti di *internal TLAC* interno sottoscritto dalla capogruppo<sup>641</sup> (a riguardo si parla di *upstreaming of losses* che si originano nel bilancio delle filiazioni del gruppo): alla crisi della controllata segue l'attivazione dei poteri dell'autorità di risoluzione di svalutazione e conversione degli strumenti sottoscritti dalla *resolution entity*<sup>642</sup> la quale, *simultaneamente* viene sottoposta a risoluzione dalla competente autorità di risoluzione, sicché in definitiva le perdite vengono sopportate dai titolari di strumenti di *external TLAC* (oltre che dai soci della *resolution entity*) che parteciperanno al salvataggio interno della *resolution entity*<sup>643</sup>. Evidentemente, in caso di gruppo transfrontaliero, il corretto funzionamento di questo meccanismo richiede un fitto dialogo e una costante collaborazione tra le autorità di risoluzione dei vari livelli del gruppo e l'autorità di risoluzione della *resolution entity*, sia per attivare in maniera *sincronica* i poteri di svalutazione e conversione e i poteri di risoluzione, che per evitare che quest'ultimi vengano attivati in termini non proporzionati, *i.e.*, al semplice manifestarsi di una crisi in un'entità in un gruppo altrimenti solido, che allora non imporrebbe di necessità la sottoposizione della capogruppo ad alcuna procedura di risoluzione<sup>644</sup>. A riguardo, può già leggersi quanto si dirà subito *infra*, in nt. 670.

---

*material sub-group of the G-SIB; c. are incorporated in the same jurisdiction outside of their resolution entity's home jurisdiction unless the CMG agrees that including subsidiaries incorporated in multiple jurisdictions is necessary to support the agreed resolution strategy and ensure that internal TLAC is distributed appropriately within the material sub-group; and that d. either on a solo or a sub-consolidated basis meet at least one of the criteria set out in Section 17*". In merito ai criteri menzionati nella *Section 17*, v. subito *infra* nt. 640.

<sup>640</sup> V. FSB, *TLAC Term Sheet*, § 16, per cui: "*The primary objective of internal TLAC is to facilitate co-operation between home and host authorities and the implementation of effective cross-border resolution strategies by ensuring the appropriate distribution of loss-absorbing and recapitalisation capacity within resolution groups outside of their resolution entity's home jurisdiction. Internal TLAC refers to loss-absorbing capacity that resolution entities have committed to material sub-groups*". Dunque, negli *standard* del FSB non tutte le controllate devono emettere necessariamente strumenti di *internal TLAC*, ma solamente quelle che vengono considerate "material" (ossia, superano determinate soglie dimensionali che riguardano volume di esposizioni – *weighted e unweighted* – e redditività). Più nel dettaglio, vedi i paragrafi 16 e 17 del *TLAC Term Sheet*.

<sup>641</sup> In termini evocativi, nei *Guiding Principles on Internal TLAC* si legge (p.1): "*a resolution entity should act as a source of loss-absorbing and recapitalization capacity for its subsidiaries where those subsidiaries are not themselves resolution entities*".

<sup>642</sup> Coerentemente, il FSB impone la presenza nello strumento di *internal TLAC* di un'apposita *PONV clause* (ossia, un *contractual trigger*) che legittimi l'autorità di risoluzione ad esercitare i poteri di svalutazione e conversione sullo strumento al raggiungimento del *Point of Non Viability* della controllata. V. più dettagliatamente *infra*, nt. 670.

<sup>643</sup> Per una sintesi del meccanismo appena riportato v. EBA, *Final report on MREL*, *op.cit.*, 133 e, in letteratura V. B. BERGER-P. HUTTL-S. MERLER, "*Total Assets*" versus "*Risk Weighted Assets*": *does it matter for MREL requirements?*, disponibile su [www.europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu), 2016, 9, e S. McPHILEMY-R. VAUGHAN, *The levels of application of prudential requirements*, *op.cit.*, 15 ss.

I vantaggi di questo approccio rispetto ad un (i) c.d. *universal resolution approach* (il quale mira a inquadrare il gruppo *cross-border* come un'unica "single resolution entity" e conformemente risolverlo, ma che richiederebbe l'esistenza di uno specifico regime da applicarsi all'insolvenza di gruppo, oltre a rischiare di essere incapace di garantire la risoluzione degli enti sistemici) e un (ii) c.d. *territorial resolution approach* (basato sulla sottoposizione separata, per ciascun'entità del gruppo, alla procedura di risoluzione della giurisdizione di incorporazione, ma che sconta i problemi già sottolineati nel Paragrafo), sono evidenziati da G. BOCCUZZI, *Un nuovo framework*, *op.cit.*, 955.

<sup>644</sup> Mettono in guardia da questo pericolo C. GOODHART-E. AVGOULEAS, *A critical evaluation of bail-ins as bank recapitalization mechanisms*, in *Centre for Economic Policy Research Discussion Paper*, 2014, 44.

(b) Per quanto riguarda l'ammontare del requisito, il FSB ha stabilito un livello minimo di (*external*) TLAC del 16% da calcolarsi in rapporto alle attività ponderate per il rischio (consolidate al livello della *resolution entity*, secondo una tecnica di capitalizzazione simile a quella adottata da Basilea e dal CRR – perlomeno, rispetto ai valori da porsi al denominatore del *ratio* –)<sup>645</sup> da rispettarsi entro il 1° gennaio 2019, e del 18% da rispettarsi entro il 1° gennaio 2022<sup>646</sup>. Il requisito minimo dovrà essere rispettato *parallelamente* con riguardo all'ammontare complessivo delle esposizioni *non* ponderate per il rischio rilevanti ai fini del denominatore del coefficiente di leva finanziaria (a riguardo il *Term Sheet* usa il sintagma “Basel III leverage ratio denominator”), e dovrà essere almeno pari al 6% e al 6.75% entro le medesime date appena riportate<sup>647</sup>.

Evidentemente, nei coefficienti in esame rientrano i fondi propri già computati per il rispetto dei livelli di capitalizzazione minima previsti dalla regolamentazione di vigilanza di riferimento (in questo caso Basilea III<sup>648</sup>, seppur sia da *escludere* in questo computo la riserva complessiva di capitale, per le ragioni che si evidenzieranno) e nulla vieta all'ente di rispettare il requisito TLAC, e il relativo *surplus* di risorse patrimoniali di cui l'ente deve dotarsi, con ulteriori emissioni di strumenti astrattamente computabili nelle categorie del capitale regolamentare. Peraltro, il FSB si aspetta che *almeno* il 33% delle risorse raccolte ai fini del rispetto del requisito sia composto da *debito* (ove ai fini del rispetto di tale soglia viene computato sia il debito eventualmente eletto negli aggregati AT1 e Tier 2 del capitale regolamentare che gli strumenti di debito eletti come *eligible liabilities* nell'aggregato TLAC, e sulle cui caratteristiche si tornerà *infra*)<sup>649</sup>, e ciò a riprova dell'*importanza* che il debito ha assunto nella legislazione internazionale post-crisi, *i.e.*, del suo ruolo di strumento genuinamente *loss absorber*.

Ciononostante, il *Term Sheet* ha cura di precisare che i coefficienti così definiti sono da considerarsi un quantitativo *minimo*, e che dunque le autorità di risoluzione competenti ben possono fissarne (*i.e.*, “calibrarne” ricorrendo al gergo utilizzato in materia) livelli più alti, se ciò si dimostri necessario per

---

<sup>645</sup> V. FSB, *TLAC Term Sheet*, § 3.

<sup>646</sup> V. FSB, *TLAC Term Sheet*, § 4.

<sup>647</sup> V. FSB, *TLAC Term Sheet*, § 4. In pratica, l'ente dovrebbe essere chiamato a rispettare il valore più alto tra requisito parametrato su (a) importo complessivo dell'esposizione al rischio e (b) esposizione rilevante ai fini del calcolo del coefficiente di leva finanziaria. La necessità di parametrare il requisito TLAC anche con riguardo a quanto *sub (b)* risponde alle stesse finalità sottese all'esigenza di affiancare ai coefficienti patrimoniali basati sugli attivi ponderati per il rischio degli *standard unweighted* (V. Paragrafo 4.4 per il sistema di Basilea, e 5.5 per il quadro europeo).

<sup>648</sup> V. S LAVIOLA-G. LOIACONO-P. SANTELLA, *Il nuovo regime europeo di risoluzione delle crisi bancarie*, *op.cit.*, 53 s.

<sup>649</sup> V. FSB, *TLAC Term Sheet*, § 6, per cui: “[...] to help ensure that a failed G-SIB has sufficient outstanding long-term debt for absorbing losses and/or effecting a recapitalisation in resolution, there is an expectation that the sum of a G-SIB's resolution entity or entities (i) tier 1 and tier 2 regulatory capital instruments in the form of debt liabilities plus (ii) other TLAC-eligible instruments that are not also eligible as regulatory capital, is equal to or greater than 33% of their Minimum TLAC requirements”.

l'ordinato svolgimento della risoluzione<sup>650</sup>. Anche per garantire una ordinata risoluzione, e conformemente a una filosofia propria di Basilea III e del CRR, vengono disposte una serie di *rettifiche* al valore lordo di risorse che compongono l'aggregato TLAC della *resolution entity* (in particolare, detrazioni di strumenti TLAC emessi da altri G-SIBs), finalizzate a sterilizzare il rischio di contagio che altrimenti potrebbe qui manifestarsi<sup>651</sup>.

Come si diceva, i coefficienti TLAC devono essere rispettati in *aggiunta* ai, e autonomamente dai, requisiti di riserve di capitale *addizionali* (i.e., il *combined buffer requirement*), sicché nessun “double-counting” degli strumenti di CET1 utilizzati per il rispetto dei *buffers* addizionali è possibile<sup>652</sup>. Ciò si spiega se solo si tiene conto del fatto che i *buffers* che compongono il requisito complessivo di riserva di capitale sono precipuamente pensati per essere “*rilasciati*” e utilizzati durante la normale attività della banca, ossia non si tratta di requisiti minimi da rispettare *continuamente*, come invece deve essere per il requisito TLAC (d'altronde la stessa composizione del requisito complessivo di riserva di capitale è soggetta a *variazioni*, fatta salva la componente che identifica la riserva di conservazione del capitale)<sup>653</sup>. Per questo motivo, la fisionomia dello *stacking order* nel sistema delineato dal FSB dovrebbe prevedere il posizionamento del requisito complessivo di riserva di capitale (che lo si ripete, *non* è un requisito da rispettare con continuità) al di sopra del requisito TLAC<sup>654</sup>, e in tal senso sembra indirizzarsi il *Term Sheet*, per cui “*a breach or likely breach of Minimum TLAC should be treated as severely as a breach or likely breach of minimum capital requirements and addressed swiftly, to ensure that sufficient loss-absorbing capacity is available in*

---

<sup>650</sup> V. FSB, *TLAC Term Sheet*, § 5. A livello ermeneutico, viene qui in aiuto il *Principle* § (ii), per cui: “*in calibrating the individual requirement for specific firms, authorities will take into account the recovery and resolution plans of individual G-SIBs, their systemic footprint, business model, risk profile and organisational structure*”.

<sup>651</sup> V. FSB, *TLAC Term Sheet*, § 15, per cui: “*In order to reduce the risk of contagion, G-SIBs must deduct from their own TLAC or regulatory capital exposures to eligible external TLAC instruments and liabilities issued by other G-SIBs in a manner generally parallel to the existing provisions in Basel III that require a bank to deduct from its own regulatory capital certain investments in the regulatory capital of other banks*”.

La *Section 15* è da leggere congiuntamente ai paragrafi da 30.1 a 30.6 del documento *Regulatory adjustments* del BCBS, dove si prescrive la necessaria deduzione dal capitale regolamentare di quantitativi equivalenti agli investimenti del G-SIB in strumenti TLAC (emessi da *altri* G-SIBs). I paragrafi da 30.18 a 30.30 provvedono a individuare il Tier del capitale regolamentare a cui applicarsi la detrazione, e ciò a seconda della concreta fattispecie di detenzione di strumenti TLAC di volta in volta considerata.

<sup>652</sup> V. FSB, *TLAC Term Sheet*, § 6, lett. *a*.

<sup>653</sup> V. S LAVIOLA-G. LOIACONO-P. SANTELLA, *Il nuovo regime europeo di risoluzione delle crisi bancarie*, op.cit., 53.

<sup>654</sup> Appaiono forse più chiare le parole di EBA, *Final report on MREL*, op.cit., 79, per cui: “*Under the FSB TLAC standard, CET1 regulatory capital used to meet minimum TLAC must not be also used to meet regulatory capital buffers (the no double-counting rule). Since the CBR is to be met in addition to the TLAC minimum (i.e. TLAC is a hard minimum to be met at all times, in contrast to the buffers that are designed to be used), this also requires that CET1 capital should first be used to meet TLAC requirements (the priority rule) – i.e. TLAC is stacked below the CBR. Thus, if an institution had insufficient TLAC-eligible debt (either due to a failure to issue enough TLAC-eligible liabilities or due to a failure to roll over maturing TLAC-eligible liabilities) but it had CET1 in its buffers, the CET1 in its buffers would fill its TLAC requirement in priority to its CBR, resulting in a breach by the institution of its CBR*”. Cfr. Anche DEUTSCHE BUNDESBANK, *Bank recovery and resolution – the new TLAC and MREL minimum requirements. Monthly report*, disponibile su <https://www.bundesbank.de>, 2016, 67.

*resolution*<sup>655</sup> (e si sono già passati in disamina i poteri di cui le autorità di supervisione e risoluzione sono dotate per far fronte ad ammanchi di capitale regolamentare, e v. Paragrafi da 5.2 a 5.6).

Infine, rispetto al *quantum* di *internal* TLAC da distribuire all'interno del gruppo, si prevede, in termini generali, che esso debba risultare allocato adeguatamente e proporzionalmente ai rischi e ai volumi delle esposizioni di ogni controllata *material*<sup>656</sup> del gruppo. In termini maggiormente *prescrittivi*, si richiede che ogni entità *material* mantenga un quantitativo di strumenti di *internal* TLAC – *i.e.*, la *resolution entity* debba sottoscrivere un quantitativo analogo di strumenti – compreso tra il 75-90% del requisito minimo di *external* TLAC a cui sarebbe soggetta, se fosse essa stessa una *resolution entity*<sup>657</sup>.

(c) Venendo alle regole che disciplinano l'ammissibilità degli strumenti di raccolta nell'aggregato TLAC<sup>658</sup>, esse si puntualizzano (in linea con la tecnica del capitale regolamentare indagata estensivamente nella Prima Sezione, che predilige un approccio di tipo *funzionale* alla perimetrazione delle componenti rilevanti), su profili – *sostanziali* – attinenti: (i) disponibilità; (ii) stabilità e (iii) grado di esposizione alle perdite delle risorse acquisite<sup>659</sup>. Non si impone invece il rispetto di

---

<sup>655</sup> V. FSB, *TLAC Term Sheet*, § 6.

<sup>656</sup> V. FSB, *TLAC Term Sheet*, § 18. Peraltro, anche rispetto al *quantum* di *internal* TLAC, vi è un'aspettativa che esso sia rispettato per il 33% con risorse raccolte a titolo di debito, come si è visto *supra* in nt. 649 rispetto al *quantum* di *external* TLAC. In tal senso v. il Principio No. 8 dei *Guiding Principles on Internal TLAC*.

<sup>657</sup> V. FSB, *TLAC Term Sheet*, § 18. Si veda inoltre il Principio No. 5 dei *Guiding Principles on Internal TLAC*, ove vengono dettagliati ulteriori criteri che l'*host authority* e l'*home authority* devono considerare in sede di decisione circa il concreto *quantum* del requisito interno (che evidentemente, qualora necessario per assicurare la credibilità e la fattibilità della strategia di risoluzione da applicarsi in capo alla *resolution entity*, può anche essere identificato in un valore superiore al 75-90% del requisito a cui l'ente sarebbe soggetto se fosse esso stesso una *resolution entity*).

Peraltro, il requisito di *internal* TLAC può essere eccezionalmente rispettato, invece che con strumenti TLAC sottoscritti dalla *resolution entity*, per il tramite di una *collateralized guarantee* prestata da quest'ultima, purché le precise condizioni elencate nella *Section 18* del *Term-Sheet* – e finalizzate a garantire l'*effettività* della garanzia e la sua piena *fungibilità* rispetto gli strumenti di *internal* TLAC – siano rispettate. A riguardo cfr. anche il Principio No. 9 dei *Guiding Principles on Internal TLAC*. La prestazione di una garanzia dovrebbe rappresentare una soluzione in grado di permettere alla *resolution entity* una riduzione di costi, in quanto non richiede il *pre-commitment* (c.d. *prepositioning*) di risorse al livello delle entità *material* del gruppo.

<sup>658</sup> Si rende necessaria una precisazione: il perimetro delle passività ammissibili a integrare il requisito TLAC è racchiuso nel, e quindi di minore estensione rispetto a, il perimetro delle passività c.d. *bail-in-able* (*i.e.*, le passività che possono essere assoggettate alla misura di conversione e svalutazione). Ciò a dire che il mancato rispetto di una delle condizioni a cui si subordina il riconoscimento di uno strumento di raccolta nell'aggregato TLAC (si pensi a una passività con una scadenza inferiore all'anno, come vedremo requisito di durata necessario per l'eleggibilità) non significa che quella passività (a) non potrà essere assoggettata alla misura del *bail-in* (ciò potrà accadere solo se rientra nel regime delle esclusioni dal *bail-in*) né che (b) sarà soggetta a tale misura solo in subordine alle risorse conteggiate nell'aggregato TLAC (l'ordine gerarchico di distribuzione delle perdite rimane quello concorsuale nazionale o eventualmente quello speciale previsto da un regime di risoluzione, non venendo modificato in alcun modo dai *Principles* e dal *Term Sheet* dell'FSB).

Così, rispetto a quanto *sub (a)*, il *Term Sheet* afferma come (§7): “*To the extent permitted in law, instruments and liabilities that are not eligible as TLAC [...] or that are excluded from TLAC [...] remain subject to potential exposure to loss in resolution, in accordance with the applicable resolution law and the resolution strategy for the G-SIB. The term sheet does not limit any powers authorities may have under applicable resolution law to expose any instrument or liability to loss in resolution through bail-in or the application of other resolution tools*”.

Per quanto *sub (b)* invece, valgano i paragrafi 3.5 e 5.1 dei *Key Attributes* del FSB, ove la necessità di esercitare il *bail-in* “*in a manner that respects the hierarchy of claims in liquidation*”.

<sup>659</sup> Tale approccio *funzionale* alla individuazione delle caratteristiche rilevanti degli strumenti di raccolta per la loro inclusione nell'aggregato TLAC, è efficacemente riassunto dal FSB nei *Principles* che accompagnano il *TLAC Term*

particolari caratteristiche in punto di *remunerazione* della provvista – in maniera pressoché simile con la regolamentazione che governa l’ammissibilità nei fondi propri degli strumenti di Tier 2, rispetto ai quali gli strumenti TLAC d’altronde rappresentano idealmente il “*genere prossimo*”, caratterizzandosi, nella loro componente *debt*, per qualità che sono tipiche e proprie del *gone concern capital* –. In termini generali, la complessiva regolamentazione degli strumenti TLAC si caratterizza per un grado di vincolatività impresso alle risorse raccolte di minore intensità rispetto quello che contraddistingue gli strumenti di fondi propri. È per questo motivo, come si è già avuto modo di notare, che gli strumenti di fondi propri già computati nel capitale regolamentare dell’ente possono essere riconosciuti *anche* all’interno dell’aggregato TLAC (d’altronde lo *standard* in questione mira pur sempre a costituire un requisito minimo di *fondi propri* e passività ammissibili)<sup>660</sup>.

Venendo alle caratteristiche degli strumenti TLAC:

Per quanto *sub (i)*<sup>661</sup>, si richiede che lo strumento risulti emesso; le relative somme versate e il suo acquisto non sia stato finanziato direttamente o indirettamente dalla *resolution entity* (a meno che tale forma di assistenza finanziaria non risulti funzionale alla strategia di risoluzione prescelta, oltre che autorizzata dalle autorità di risoluzione competenti).

Per quanto *sub (ii)*<sup>662</sup>, le passività TLAC non devono essere soggette ad accordi di *netting* o altre clausole che potrebbero minare la *loss absorbing capacity in resolution* dell’ente; devono avere una durata residua di almeno un anno e non devono contenere clausole (come opzioni *put*) che possano garantire al detentore dello strumento il rimborso *anticipato* del capitale<sup>663</sup>.

Rispetto a quanto *sub (iii)*<sup>664</sup>, lo strumento non deve essere garantito in alcun modo e, in maniera decisiva per le finalità che deve assolvere l’aggregato in questione, deve risultare *subordinato* a un ben individuato gruppo di c.d. *excluded liabilities* (si tratta di quelle passività anche soprannominate “operational liabilities”; *i.e.*, che risultano *essenziali* per il *funding* dell’ente e *critiche* per la sua operatività, motivo per cui non possono essere utilizzate per il rispetto del requisito TLAC e,

---

*Sheet*, per cui (§ viii): “The term “TLAC-eligible instrument” refers to any capital instrument, debt instrument, liability or other item that is eligible as TLAC under the term sheet. Maturity restrictions on TLAC-eligible instruments are necessary to ensure that, if a firm’s financial situation deteriorates, the loss-absorbing capacity available in any subsequent resolution is not diminished through a withdrawal of funds. The risk of a sudden and unexpected breach of TLAC is therefore much reduced”.

<sup>660</sup> V. FSB, *TLAC Term Sheet*, § 6, dove vengono dettagliate ulteriori condizioni per il riconoscimento di strumenti di fondi propri eletti in categorie diverse dal CET1.

<sup>661</sup> Per cui v. FSB, *TLAC Term Sheet*, § 9.

<sup>662</sup> Per cui v. FSB, *TLAC Term Sheet*, § 9.

<sup>663</sup> Ma in realtà, si precisa che eccezionalmente tali clausole possono essere ammesse, e in tal caso la conseguenza regolamentare prevista è la *riduzione* della durata residua della passività alla prima data utile in cui tale *put* può essere esercitata, e sempre che tale riduzione non comporti un accorciamento della scadenza della passività *inferiore* all’anno. E v. FSB, *TLAC Term Sheet*, § 9 (nt. 8). Inoltre, con una previsione che ricorda la disciplina del più volte richiamato (e analizzato) *early redemption regime* del CRR per gli strumenti di fondi propri, la banca può disporre il rimborso del capitale prima della scadenza della passività solo condizionatamente all’autorizzazione dell’autorità di supervisione, (§ 12) “if the redemption would lead to a breach of the G-SIB’s TLAC requirements”.

<sup>664</sup> Per cui v. FSB, *TLAC Term Sheet*, §§ 9-10-11.



coerentemente, sono solitamente assoggettate anche ad un regime eccezionale di *esclusione* dalle misure di risoluzione – in particolare il *bail-in* – considerati i rischi che di contro ciò comporterebbe)<sup>665</sup>. La necessaria subordinazione<sup>666</sup> alle passività in questione è volta precipuamente ad evitare violazioni del *No-Creditor-Worse-Off Principle*<sup>667</sup> e le annesse conseguenze compensatorie che si potrebbero presentare laddove gli strumenti TLAC risultassero paraordinati – se non addirittura sovraordinati, e postergati in punto di esposizione alle perdite – alle passività escluse nella rilevante gerarchia concorsuale. Infatti, dovendo le misure di risoluzione distribuire le perdite seguendo l'ordinaria gerarchia concorsuale, in uno scenario risolutorio le risorse TLAC sarebbero chiamate ad assorbire anche quel *quantum* di perdite ordinariamente posto sulle passività escluse, con il concreto rischio che gli strumenti TLAC subiscano un trattamento *deteriore* rispetto a quello a cui sarebbero stati sottoposti in una procedura ordinaria di insolvenza, e dunque con violazione del principio del

---

<sup>665</sup> Si è già avuto modo di individuare, nel corpo della BRRD, le passività escluse dalla misura del *bail-in*, per cui v. *supra* nt. 621. Evidentemente esiste un rapporto di stretta sovrapposizione tra le passività escluse dal *bail-in* e quelle escluse da un aggregato che dovrebbe facilitare l'esercizio della misura di risoluzione in questione.

Nello specifico, il TLAC *Term Sheet* (§ 10) individua la categoria delle passività escluse ne: “*a. insured deposits; b. sight deposits and short term deposits (deposits with original maturity of less than one year); c. liabilities arising from derivatives; d. debt instruments with derivative-linked features, such as structured notes; e. liabilities arising other than through a contract, such as tax liabilities; f. liabilities which are preferred to senior unsecured creditors under the relevant insolvency law; or g. any liabilities that, under the laws governing the issuing entity, are excluded from bail-in or cannot be written down or converted into equity by the relevant resolution authority without giving rise to material risk of successful legal challenge or valid compensation claims*”.

<sup>666</sup> Ai sensi della *Section 11* del *Term Sheet* la postergazione alle passività escluse dal TLAC emesse dalla *resolution entity* può essere raggiunta per il tramite di tre diversi meccanismi che identificano altrettante forme di subordinazione (c.d. “relativa”, e a riguardo si rimanda *supra* nt. 592), e nello specifico:

(i) *contractual subordination*, ove la subordinazione è ottenuta per il tramite di clausole contrattuali inserite nel regolamento di emissione degli strumenti TLAC;

(ii) *statutory subordination*, ove la subordinazione di una ben individuata classe di passività computabili nel TLAC è disposta dalla legge, la quale provvede a operare direttamente sulla gerarchia concorsuale dei crediti (la subordinazione è dunque legale), e

(iii) *structural subordination*, ove la subordinazione è ottenuta in via di fatto, e non in punto di diritto, richiedendosi che la *resolution entity* emittente gli strumenti TLAC non abbia anche emesso strumenti riconducibili alla categoria delle passività escluse (e allora, implicitamente imponendo che la *resolution entity* non sia anche una entità operativa del gruppo, e difatti il *Term Sheet* porta a riguardo l'esempio di una “holding company”). In pratica, il meccanismo in esame non identifica una *vera* subordinazione, ma presuppone l'*assenza* di rapporti di finanziamento tra la *resolution entity* e terzi riconducibili a una delle fattispecie escluse. Per tale ragione, il rispetto di una subordinazione ottenuta per via strutturale *non* può valutarsi sulla base della documentazione contrattuale sottesa all'emissione degli strumenti di passività ammissibili, ma solamente analizzando la *balance-sheet* della *resolution entity* (e infatti, nella prassi si ritiene che la subordinazione strutturale sia rispettata quando l'emittente abbia una c.d. “clean balance-sheet”).

<sup>667</sup> E infatti, la *Section 11* analizzata nella nota precedente individua una serie di fattispecie in cui non ponendosi rischi di violazione del principio del NCWO, e subordinatamente all'assenso in tal senso dell'autorità di risoluzione, allora eccezionalmente non vi è obbligo di sottoporre a subordinazione gli strumenti TLAC. In particolare, è possibile eleggere nell'aggregato TLAC debito non postergato alle *excluded liabilities* (per cui v. *supra* nt. 665):

(i) per un ammontare massimo del 2.5% e del 3.5% (rispettivamente a seconda che il requisito TLAC sia pari al 16% e al 18% dell'attivo ponderato per il rischio), passività dotate di un medesimo rango concorsuale di quelle escluse, in quelle giurisdizioni in cui l'autorità di risoluzione può esentare dall'applicazione del *bail-in* tutte le passività escluse oppure

(ii) per un qualsiasi ammontare, passività dotate di una priorità concorsuale pariordinata o sovraordinata a quella delle passività escluse, a condizione che il volume delle passività di cui si chiede l'elezione non ecceda il 5% del totale degli strumenti TLAC emessi esternamente dall'ente (c.d. *de minimis allowance*).

In entrambi i casi, queste esenzioni vengono ammesse solamente quando la subordinazione alle passività escluse è l'unico requisito di ammissibilità tra le passività ammissibili non rispettato dagli strumenti, e sempre a condizione che la loro computabilità nell'aggregato TLAC non comporti rischi di violazione del principio del NCWO.

NCWO<sup>668</sup>. Infine, la *Section 14* del *Term Sheet*, preoccupandosi di garantire che *effettivamente* gli strumenti TLAC possano essere sottoposti alla misura del *bail-in*, richiede che tali strumenti siano governati dalla legge di una giurisdizione che riconosca l'esercizio dei poteri in questione, ovvero contengano espressamente una *clausola* che riconosca in capo all'autorità di risoluzione competente poteri di svalutazione e conversione dello strumento (c.d. *bail-in clause*)<sup>669</sup>.

I criteri appena passati in rassegna devono essere rispettati anche dagli strumenti da computarsi nell'*internal TLAC* delle controllate *material*, prevedendosi peraltro il rispetto di criteri aggiuntivi (essenzialmente, una *PONV clause*), *coerenti* con il ruolo svolto da questi strumenti<sup>670</sup>.

---

<sup>668</sup> In termini chiari e che vale la pena riportare, v. FSB, *Principles*, *op.cit.*, § (vii), per cui: “Given that TLAC-eligible instruments will need to absorb losses and contribute to recapitalisation needs in order for an orderly resolution to take place, there is a particular need to ensure that authorities possess the necessary legal powers to expose the TLAC-eligible instruments to loss and that they can exercise their powers without material risk of successful legal challenge or giving rise to compensation costs under the “no creditor worse off than in liquidation” (NCWOL) principle. Similarly, authorities must be confident that the holders of these instruments are able to absorb losses in a time of stress in the financial markets without spreading contagion and without necessitating the allocation of loss to liabilities where that would cause disruption to critical functions or significant financial instability. TLAC should not therefore include operational liabilities on which the performance of critical functions depends, and TLAC should be subordinated in some way to those operational liabilities. Any instruments or liabilities that cannot be written down or converted into equity by the relevant resolution authority without giving rise to material risk of NCWOL claims should not be eligible as TLAC”.

<sup>669</sup> Si è già accennato alla previsione di (i) un'analoga clausola nella regolamentazione delineata da Basilea III degli strumenti di capitale regolamentare AT1 e Tier 2 (per cui vedi *supra* nt. 371, ove si è potuta evidenziare la giustificazione “storica” sottesa ad una clausola di tal fatta) e (ii) una *PONV clause* nella nuova regolamentazione europea delineata dal CRR per i medesimi strumenti (per cui v. *supra* i Paragrafi 5.9 e 5.10).

L'obbligatorietà di prevedere una *bail-in clause* che governi quei contratti retti dalla legge di uno Stato terzo che non riconosca legislativamente tale misura di risoluzione è necessaria per garantire l'effettiva coercibilità e azionabilità delle azioni di risoluzione, e diviene tanto più urgente se sol si considera come nell'attuale panorama, in cui le grandi banche operano su scala globale, difficilmente queste emettono passività governate dalla *sola* legge della giurisdizione di incorporazione e, soprattutto, detenute da creditori fisicamente ivi localizzati. Si vuole qui evitare il manifestarsi del c.d. “Metliss problem”, ossia che in sede pretoria, nella giurisdizione straniera (solitamente la *lex fori* segue la *lex causae* dello strumento finanziario), non vengano riconosciute le modifiche contrattuali e gli effetti derivanti dall'esercizio extraterritoriale dei poteri di *bail-in*, e ciò per contrarietà di tale potere esecutivo/amministrativo con i principi in tema di *ordine pubblico* della legge che governa il contratto (e per l'assenza tra le giurisdizioni di trattati bilaterali o disposizioni di legge sul riconoscimento transfrontaliero degli effetti delle azioni di risoluzione). Una clausola contrattuale con cui *consensualmente* si riconosce il potere di svalutazione e conversione dell'autorità straniera (*i.e.*, in cui il creditore acconsente ad essere vincolato alla decisione dell'autorità di risoluzione dell'emittente) dovrebbe essere astrattamente in grado di evitare che l'applicazione del *bail-in* venga elusa tramite la scelta di una *lex causae* di uno Stato terzo. A riguardo v. FSB, *Principles for Cross-border Effectiveness of Resolution Actions*, disponibile su [www.fsb.org](http://www.fsb.org), 2015 e, nella letteratura, S. KILAPAKKAM-N. KLEFTOURI, *The “bail-in” clause: purpose, effects and potential treatment in the UK after Brexit*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2019, 3 ss.; A. GARDELLA, *Il bail-in*, *op.cit.*, 618 ss.; J. ZHOU-V. RUTLEDGE-W. BOSSU-M. DOBLER-N. JASSAUD-M. MOORE, *From bail-out to bail-in*, *op.cit.*, 17, e S. GLEESON, *Legal aspects*, *op.cit.*, 17 s.

<sup>670</sup> V. FSB, *TLAC Term Sheet*, §19. Per ciò che riguarda la subordinazione degli strumenti di *internal TLAC* emessi dalla controllata, essa deve valutarsi e rispettarsi avendo riguardo alle passività escluse emesse dalla stessa controllata. Peraltro, tale subordinazione *dovrebbe* aversi anche rispetto a tutti i creditori esterni della controllata, e ciò per assicurare che i detentori degli strumenti di *internal TLAC* (*i.e.*, essenzialmente la *resolution entity*) assorbano per primi le perdite. La vigente legislazione europea prende *esattamente* questa posizione (e v. *infra* nt. 789). A riguardo, v. anche le osservazioni di DEUTSCHE BUNDESBANK, *Bank recovery and resolution*, *op.cit.*, 72.

Si richiede inoltre che ogni esercizio dei poteri di riduzione e conversione esercitati dall'autorità di risoluzione della controllata sugli strumenti di *internal TLAC* sia da attivarsi al raggiungimento del *Point of Non Viability* di quest'ultima, ma *non* ne comporti anche la sottoposizione a una procedura di risoluzione. L'esercizio di tale prerogativa deve essere coordinato con, e autorizzato da, l'autorità di risoluzione della *resolution entity*; ciò evidentemente per la necessità, già passata in rassegna, di *consolidare* le perdite della controllata in capo alla controllante e contestualmente sottoporre quest'ultima a una procedura di risoluzione (e in ultima analisi *traslare* le perdite della controllata in capo ai creditori della controllante). Coerentemente, ciò impone la presenza nello strumento di un'apposita *PONV clause*, ossia, un

8.2. *La legislazione europea (pre-Banking Reform Package): il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili disciplinato dalla BRRD e dal Regolamento Delegato (UE) 2016/1450 della Commissione. Sui profili (a) applicativi e distributivi; (b) quantitativi e (c) qualitativi degli elementi e del requisito MREL. Alcune considerazioni sui rapporti tra i principi della concorsualità e della risoluzione.*

Quasi contemporaneamente alla pubblicazione dei documenti del FSB analizzati nel precedente Paragrafo (in realtà, con un leggero anticipo rispetto a questi) il legislatore europeo presentava la sua “risposta” alle necessità evidenziate nei *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* e compendiate a livello internazionale nello *standard* TLAC: il requisito MREL (“Minimum Requirement of own funds and Eligible Liabilities”).

Un requisito in gran parte *sovrapponibile* alle soluzioni sottese alla disciplina TLAC (seppur le *differenze*, come si vedrà, assumono una certa rilevanza), trovando giustificazione nelle stesse esigenze, il requisito MREL ha subito nel 2019 importanti e profonde modifiche a seguito del già analizzato *Banking Reform Package*, di cui si darà estensivamente conto nei prossimi Paragrafi.

Prima però, seguendo una logica già adottata nella Prima Sezione del Capitolo, si darà conto della legislazione *precedente* il momento riformatore del 2019, sia perché parte di quella disciplina è ancora oggi vigente (sicuramente lo è negli obiettivi ultimi), sia perché molte delle posizioni della novella legislativa trovano ragione in alcune carenze dell’impianto originario. Così, nello specifico, dovrà procedersi qui all’analisi dei due testi in cui il requisito MREL ha trovato originaria disciplina: la BRRD<sup>671</sup> del maggio 2014<sup>672</sup> e, per alcuni aspetti di dettaglio in punto di determinazione dei profili

---

*contractual trigger* che legittimi l’autorità di risoluzione ad esercitare i poteri di svalutazione e conversione sullo strumento al raggiungimento del menzionato *Point of Non Viability*. In maniera dettagliata sul punto, cfr. soprattutto i Principi No. 13-14-15-16 e l’*Annex 3* (quest’ultimo per il *drafting* di un ideale *contractual trigger*) dei *Guiding Principles on Internal TLAC*.

<sup>671</sup> Come più volte si è sottolineato, per ciò che riguarda le banche significative appartenenti all’Area Euro il testo legislativo di riferimento è il SRMR. Nel testo si farà riferimento esclusivo al testo della Direttiva, considerando come per il tema in commento nulle sono le differenze rispetto alla disciplina dettata nel Regolamento.

<sup>672</sup> Il requisito di fondi propri e passività ammissibili acquisiva obbligatorietà a far corso dal 2016, contestualmente con l’applicabilità della misura del *bail-in*. L’autorità di risoluzione poteva riconoscere all’ente un graduale periodo transitorio (*phase-in*) di adeguamento e allineamento al requisito MREL, in cui eventualmente rispettare dei c.d. *intermediate targets*. Il termine ultimo per il rispetto del requisito era discrezionalmente stabilito dall’autorità di risoluzione (v. artt. 7-8 Regolamento Delegato 2016/1450).

Per le istituzioni significative attive nella *Banking Union*, l’autorità di risoluzione rilevante è il *Single Resolution Board*, che dunque ha il compito di definirne i piani di risoluzione (su base perlomeno annuale) e, in questo contesto, implementare il requisito MREL. L’SRB, a partire dal 2016, ha iniziato a pubblicare con regolarità annuale la *MREL policy* che intende adottare per le istituzioni che ricadono sotto il suo mandato: si tratta di documenti che coprono i profili applicativi, quantitativi e qualitativi che informano la *MREL decision* del SRB, nonché i tempi di implementazione di questo (nella *policy* del SRB, il *target* finale è da rispettarsi non oltre i quattro anni dal ricevimento della prima *MREL decision*). Con il primo di questi documenti, diffuso nel 2016, l’SRB si limitava a fissare dei requisiti indicativi e non vincolanti a livello consolidato (*informative targets*) per quei gruppi bancari per i quali l’agenzia stava definendo i primi piani di risoluzione. A partire dal 2017 l’SRB ha iniziato a fissare: (i) per i maggiori e più complessi gruppi bancari che cadono sotto la sua competenza, i primi – vincolanti – *MREL targets* (nello specifico, i *targets* venivano fissati al livello

*quantitativi* del requisito, nel Regolamento Delegato (UE) 2016/1450 della Commissione del maggio 2016<sup>673</sup>

Fatte queste premesse, a livello operativo il presente Paragrafo sarà strutturato in termini simili all'impostazione adottata nel precedente, e dunque anche in questa sede l'analisi ruoterà attorno a *tre* poli, ossia: (a) il livello applicativo degli elementi MREL e allocativo tra gli enti del gruppo; (b) i profili quantitativi del requisito MREL e (c) i profili qualitativi del requisito MREL (ossia, i criteri che i regolamenti di emissione delle c.d. passività ammissibili – *eligible liabilities* – devono rispettare al fine del loro riconoscimento nell'aggregato).

(a) Già rispetto al primo punto, la legislazione europea evidenziava la prima grande differenza rispetto alla regolamentazione internazionale, laddove la BRRD non conteneva alcuna menzione (in punto di fattispecie), e dunque alcuna disciplina (in punto di calibrazione e determinazione), di un requisito di *internal MREL*, né la necessaria definizione ed individuazione di *resolution entities* e *resolution groups* che a questo si accompagna<sup>674</sup>.

La BRRD invero, il cui campo di applicazione soggettiva coincide, per quel che qui interessa rilevare, con il perimetro applicativo dei requisiti prudenziali del CRR (v. nella Prima Sezione il Paragrafo 5.1)<sup>675</sup>, si preoccupava di imporre il rispetto di un requisito MREL sia a livello consolidato del gruppo<sup>676</sup> che individuale delle singole entità<sup>677</sup> (a prescindere dunque dalla *materialità* delle singole entità del gruppo, caratteristica decisiva invece nell'approccio alla materia del FSB)<sup>678</sup>. La decisione<sup>679</sup> circa il livello di fondi propri e passività ammissibili da fissarsi al livello consolidato e

---

consolidato della capogruppo europea) accompagnati da *targets* transitori intermedi e (ii) per tutti gli altri gruppi bancari, dei *targets* informativi e non vincolanti a livello consolidato. Nel 2018, per i maggiori e più complessi gruppi bancari, l'SRB ha anche previsto l'applicazione di MREL *targets* al livello individuale delle singole entità del gruppo mentre, per le restanti banche, l'agenzia ha iniziato a determinare obiettivi vincolanti di MREL a livello consolidato (in linea con quanto era stato fatto nel precedente anno per i gruppi bancari più complessi).

<sup>673</sup> Si segnala qui che i riferimenti all'articolato della BRRD concernono il testo anteriforma, e non sono dunque più rinvenibili nella versione vigente. Molte delle previsioni del Regolamento Delegato, come si vedrà, sono state *incorporate* nel testo della BRRDII, sicché anche quest'ultimo è ormai lettera morta nell'attuale panorama legislativo.

<sup>674</sup> Cfr. le analoghe considerazioni di EBA, *Final report on MREL*, *op.cit.*, 134.

<sup>675</sup> V. Considerando 11 e art. 1 BRRD. Evidentemente, alla base della scelta di far coincidere i perimetri applicativi dei due corpi normativi vi erano ovvie ragioni di coerenza. Al di fuori delle banche e delle imprese di investimento stabilite nell'Unione, la BRRD si estende agli: (i) enti finanziari appartenenti a un gruppo la cui capogruppo risulta sottoposta a vigilanza su base consolidata ai sensi del CRR; (ii) le società di partecipazione finanziaria; (iii) le società di partecipazione finanziaria mista e (iv) le succursali comunitarie di enti extracomunitari che esercitano attività bancaria o di investimento.

<sup>676</sup> V. art. 48, paragrafo 8, BRRD.

<sup>677</sup> V. art. 48, paragrafo 7, BRRD.

<sup>678</sup> L'articolo 45, paragrafo 3, BRRD, esentava dall'applicazione del requisito MREL quelle *mortgage credit institutions* che si finanziavano con obbligazioni garantite (*covered bonds*) e che, in base al diritto nazionale, non potevano raccogliere depositi. Tale esenzione era subordinata alla garanzia che le rispettive procedure fallimentari nazionali garantissero risultati conformi agli obiettivi della risoluzione.

Inoltre, l'art. 45, paragrafi 11 e 12, BRRD, riconosceva all'autorità di risoluzione il potere di esentare dal rispetto del requisito MREL su base individuale la capogruppo o la controllata qualora, *inter alia*, fossero già state esentate dal rispetto dei requisiti obbligatori di capitalizzazione, ai sensi dell'art. 7 CRR.

<sup>679</sup> Anticipando quanto si dirà *infra sub (b)*, il sistema della BRRD non prevedeva, secondo una logica di Primo Pilastro, un requisito *generale minimo* di MREL (come invece avviene nel TLAC *Term Sheet* del FSB), ma considerava quest'ultimo una caratteristica *bank-specific*, da determinarsi a seconda del concreto profilo di rischio (e ovviamente,

al livello individuale delle singole società del gruppo veniva presa dall'autorità di risoluzione competente, ovvero raggiunta nei *resolution colleges*, tramite un accordo condiviso (c.d. *joint decision*) tra tutte le autorità di risoluzione dei rispettivi enti, qualora queste fossero diverse<sup>680</sup>.

Tuttavia, come accennato in apertura, il panorama che si trovava di fronte l'interprete appariva molto meno "raffinato" rispetto all'analoga costruzione del requisito TLAC<sup>681</sup>, sicché si è osservato come "*these provisions do not set out in detail the consequence of resolution strategies in terms of identification of resolution entities, requirements for internal issuance [...]. As a result, the BRRD provisions are underpinned by sound objectives but they are very broad and rely on implementation by—and agreement among—resolution authorities. They offer no visibility as to the correct form and calibration of internal MREL below consolidated level*"<sup>682</sup>.

(b) Rispetto ai profili *quantitativi* del requisito MREL, *prima facie* rilevanza centrale sembrava assumere il dettato dell'art. 45, paragrafo 1, BRRD, per cui "*Member States shall insure that institutions meet, at all times, a minimum requirement for own funds and eligible liabilities. The minimum requirement shall be calculated as the amounts of own funds and eligible liabilities expressed as a percentage of the total liabilities and own funds of the institutions*". In realtà l'articolo in questione si limitava a determinare rispetto a quale aggregato (*i.e.*, il *denominatore* del *ratio*) dovesse essere parametrato ed *espresso* l'ammontare di fondi propri e passività ammissibili (*i.e.*, il *numeratore* del *ratio*) dell'ente, non prendendo posizione circa un livello minimo obbligatorio del medesimo, e vagamente evidenziando la necessità di prevederne una metodologia di calcolo<sup>683</sup>.

---

della strategia di risoluzione prescelta) del gruppo e delle singole entità, secondo una logica allora di Secondo Pilastro, e dunque frutto di una *decisione* della/e autorità competente/i.

<sup>680</sup> V. art. 48, paragrafo 10, BRRD. In caso di disaccordo era inoltre previsto un meccanismo di risoluzione delle controversie tramite ricorso alla mediazione obbligatoria dell'EBA. *Amplius*, sulle regole del processo decisionale all'interno dei *resolution colleges*, v. N. MARAGOPOULOS, *Minimum requirements for own funds and eligible liabilities (MREL): a comprehensive analysis of the new prudential requirement for credit institutions*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2016, 41 ss.

<sup>681</sup> E nonostante (i) la legislazione europea prevedesse la possibilità di differenziare tra una *single-point-of-entry* e una *multiple-point-of-entry resolution strategy* (v. *supra* nt. 636) e (ii) il Considerando 80 della BRRD sottolineasse come "*it is imperative that loss-absorbing capacity is located in, or accessible to, the legal person within the group in which losses occur*".

<sup>682</sup> EBA, *Final report on MREL*, *op.cit.*, 135. In termini analoghi M. LAMANDINI-D. MUNOZ, *Minimum requirement for own capital and eligible liabilities*, *op.cit.*, 14.

<sup>683</sup> Per questo motivo, il fatto che l'art. 45, paragrafo 1, BRRD, prevedesse che il requisito MREL dovesse essere *espresso* come una percentuale delle passività e dei fondi propri totali dell'ente (*Total Liabilities and Own Funds*, o anche "TLOF"), non significava che venisse anche *concretamente calcolato* rispetto a questo valore. Come subito vedremo infatti, la metodologia di calcolo che dovevano seguire le autorità di risoluzione per addivenire al *quantum* obbligatorio di MREL era impostata *esclusivamente* sui coefficienti di patrimonializzazione di Primo e Secondo Pilastro, e su alcune delle riserve addizionali di capitale regolate dal CRR, valori che come si è visto sono tutti parametrati sulla, ed espressi rispetto alla, rischiosità degli *assets* (RWAs), e non sull'ammontare delle passività e dei fondi propri dell'ente. E in tal senso, sulle difficoltà di definire e misurare le *Total Liabilities* dell'ente in assenza di un uniforme regime contabile europeo, cfr. le considerazioni di EBA, *Final report on MREL*, *op.cit.*, 71.

Ciò dunque significa che il procedimento di determinazione del requisito di MREL avveniva in concreto rispetto alle esposizioni ponderate per il rischio dell'ente, e solo in sede di "comunicazione" esso doveva esser espresso in termini di TLOF dell'ente, donde la necessità di applicare semplicemente un tasso di conversione ai valori ottenuti (ossia il rapporto intercorrente tra RWAs e valore facciale totale di passività e fondi propri), per poter esprimere il requisito nei termini

Infatti, come si è già potuto accennare, nella legislazione ante-riforma il livello di fondi propri e passività ammissibili determinato a livello consolidato o su base individuale era una *decisione*<sup>684</sup> presa dalle competenti autorità di risoluzione (e dunque informato a una filosofia propria dei requisiti di *Secondo Pilastro*, tant'è che si parla anche di “calibrazione” del requisito) e non ne era invece previsto un quantitativo *minimo* obbligatorio (secondo una logica di *Primo Pilastro* allora, peraltro adottata dal FSB nel suo *TLAC Term Sheet*, come si è visto)<sup>685</sup>. Peraltro, e per garantire un minimo di *armonizzazione* del requisito a livello europeo, la BRRD (*i*) si preoccupava, nell'articolo 45, paragrafo 6, di dettare una serie di *criteri* che dovevano guidare le autorità di risoluzione in sede di determinazione del *quantum* di MREL ritenuto necessario<sup>686</sup> e soprattutto (*ii*) affidava all'EBA, nell'articolo 45, paragrafo 2, il compito di sviluppare dei *Regulatory Technical Standards*<sup>687</sup> ove specificare una *metodologia* a cui le autorità di risoluzione dovevano attenersi in punto di

---

imposti dalla legislazione primaria. E v. in tal senso le puntuali osservazioni di EBA, *Final report on MREL*, *op.cit.*, 74, per cui “*on the basis of these elements, the resolution authority determines an absolute amount (expressed, for example, in EUR billion) and then translates it (as per the BRRD requirement) into a percentage of TLOF*”.

In questo contesto, situazioni diverse si sarebbero presentate se le determinazioni e il calcolo del requisito fossero state imposte rispetto all'esposizione rilevante ai fini del calcolo del coefficiente di leva finanziaria (in pratica, gli attivi complessivi dell'ente *unweighted*, rappresentando il coefficiente di leva, come già si è visto, un *non-risk based capital requirement*), che solitamente identifica un valore più alto di quello dei RWAs (non è sempre così peraltro, ben potendo i *risk-weights* da applicare agli attivi essere superiori al 100%). In argomento v. B. BERGER-P. HUTTL-S. MERLER, “*Total Assets*” versus “*Risk Weighted Assets*”, *op.cit.*, 10 ss., ove riscontri empirici su come la scelta del *benchmark* rispetto cui parametrare il *quantum* di MREL da rispettare incida sui livelli finali di questo. Sulle differenze che corrono tra una capitalizzazione raggiunta tramite un metodo *risk* e *non-risk based* si è dato già conto nella Prima Sezione del Capitolo, per cui v. nt. 248.

<sup>684</sup> Secondo alcune letture, la natura di requisito di Secondo Pilastro del requisito MREL nella legislazione ante-riforma (*i.e.*, una *decisione* dell'autorità, peraltro astrattamente soggetta a variazione annuale in sede di predisposizione e aggiornamento del piano di risoluzione), in uno con la potenziale elevata discrezionalità di cui godeva l'autorità di risoluzione in punto di sua determinazione (si tornerà sul punto *infra* nel Paragrafo), necessariamente collideva con la convinzione che gli strumenti di passività ammissibili potessero assicurare, in un'ottica di *market discipline*, forme di c.d. *debt-governance*, per cui i detentori di questi strumenti potrebbero indirizzare l'impresa ad una gestione efficiente tramite richiesta di saggi di remunerazione che siano funzione sia della rischiosità dell'ente, che del loro effettivo grado di esposizione alle perdite (e dunque, del livello di MREL determinato e calibrato dall'autorità di risoluzione). Sul tema v. T. TROGER, *Why MREL won't help much*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2017, 1 ss., e, seppur in termini meno netti, S. GLEESON, *Legal aspects*, *op.cit.*, 8.

<sup>685</sup> Una rilevante eccezione, per quelle banche sottoposte al Meccanismo di Risoluzione Unico, era rappresentata dall'art. 12, paragrafo 6, ultimo paragrafo, SRMR, per cui: “*Il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili [...] non è inferiore all'importo totale dei requisiti di fondi propri e dei requisiti relativi alle riserve di capitale a norma del regolamento (UE) n. 575/2013 e della direttiva 2013/36/UE*”.

<sup>686</sup> L'art. 45, paragrafo 6, BRRD, elenca sei criteri-guida che l'autorità di risoluzione doveva prendere in considerazione ai fini della *determinazione* del requisito MREL, ossia: (*i*) la necessità di assicurare che l'ente possa essere assoggettato a risoluzione tramite i rispettivi strumenti (compreso, se del caso, lo strumento del *bail-in*) in modo da soddisfare gli obiettivi della risoluzione; (*ii*) la necessità di assicurare che, laddove si opti per la ricapitalizzazione dell'ente, quest'ultimo abbia sufficienti passività ammissibili per garantire, in caso di applicazione dello strumento del *bail-in*, l'assorbimento delle perdite e il ripristino del CET1 ad un livello sufficiente per la concessione dell'autorizzazione e la continuazione delle attività; (*iii*) la necessità che il precedente punto sia assicurato anche qualora, ai sensi del piano di risoluzione, talune passività ammissibili vengano escluse dalla misura del *bail-in*, ai sensi dell'art. 44, paragrafo 3, BRRD, o qualora vengano invece integralmente cedute ad un terzo; (*iv*) le dimensioni, il modello di *business*, di finanziamento e il profilo di rischio dell'ente; (*v*) l'intervento e l'entità del sostegno al finanziamento della risoluzione del sistema di garanzia dei depositi e (*vi*) l'entità del rischio sistemico che deriverebbe dal dissesto della banca.

<sup>687</sup> Per cui v. EBA, *Final Draft Regulatory Technical Standards on criteria for determining the minimum requirement for own funds and eligible liabilities under Directive 2014/59/EU*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2015.



determinazione e calcolo del requisito MREL.

Ebbene, nel settembre 2016 i *Regulatory Technical Standards* dell'EBA rifluivano nel Regolamento Delegato della Commissione 2016/1450<sup>688</sup> e su di esso si puntualizzeranno le prossime pagine.

Operativamente, il Regolamento Delegato forniva alle autorità di risoluzione la “*formula*” a cui queste dovevano attenersi in sede di determinazione/calibrazione del livello MREL; tale formula specificava le *due componenti* del requisito (peraltro una, come subito si vedrà, del tutto eventuale) e una serie di *aggiustamenti* che potevano essere applicati a tali componenti.

Nello specifico, la calibrazione del requisito MREL doveva essere computata in base al (i) *Loss*

---

<sup>688</sup> Regolamento delegato (UE) 2016/1450 della Commissione, del 23 maggio 2016, che integra la direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che precisano i criteri applicabili alla metodologia con cui è determinato il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili.

In sede di recepimento dei RTS dell'EBA, la Commissione si oppose ad alcune delle disposizioni ivi contenute, escludendole dal testo del Regolamento Delegato. La Commissione in particolare non riteneva conformi al testo della BRRD la proposta dell'EBA di:

(i) imporre un requisito *minimo* obbligatorio di MREL per i G-SIIs e gli O-SIIs pari all'8% delle passività e dei fondi propri totali dell'ente. EBA giustificava questa posizione in base all'osservazione per cui l'art. 44, paragrafo 5, BRRD, subordinava l'intervento dei fondi di risoluzione al finanziamento della risoluzione (comunque non eccedente il 5% delle passività e dei fondi propri totali dell'ente precedenti la risoluzione) esattamente a un *burden sharing* di questo ammontare, per cui un requisito MREL di tal fatta avrebbe assicurato, perlomeno per gli enti di rilevanza sistemica, sia un *bail-out* successivo che l'esclusione dalla misura di risoluzione delle altre passività *bail-inable* (in ipotesi detenute dalla clientela al dettaglio), e

(ii) prevedere un periodo massimo transitorio di 48 mesi per il rispetto dell'MREL *target level*.

Le posizioni della Commissione diedero vita ad un “contrasto infra-istituzionale”, che culminò nell'*opinion* del 2016 dell'EBA “*on the Commission intention to amend the Draft Regulatory Technical Standards Specifying Criteria Relating to the Methodology for Setting Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities According to Article 45(2) of Directive 2014/59/EU*”. Peraltro, il 23 maggio 2016 la Commissione adottò il Regolamento Delegato senza recepire i punti di cui (i) e (ii) di cui sopra; né il Parlamento europeo o il Consiglio sollevarono obiezioni, e il 3 settembre 2016 venne pubblicato nella Gazzetta Ufficiale il Regolamento Delegato così come verrà commentato *infra* nel testo.

*Absorption Amount*<sup>689</sup> e, eventualmente, al (ii) *Recapitalisation Amount*<sup>690</sup> dell'ente. Sia rispetto al

---

<sup>689</sup> Tale componente era volta a garantire l'integrale assorbimento delle perdite in uno scenario risolutorio o liquidatorio, e per tale ragione essa *coincideva* – in linea di massima – con i requisiti di patrimonializzazione obbligatori a cui l'ente era già assoggettato.

Così, il Regolamento Delegato (art. 1, paragrafo 5) stabiliva che la componente *loss absorption* del MREL dell'ente potesse essere alternativamente determinata sulla scorta di una:

(a) *default methodology* (art. 1, paragrafo 2), ai sensi della quale tale componente coincideva *tout court* con i requisiti di fondi propri applicabili all'ente. Nello specifico essa doveva attestarsi al più elevato dei valori tra (i) il requisito complessivo di capitale (si è già dato conto dell'*overall capital requirement* nella Prima Sezione, per cui v. il Paragrafo 5.4); (ii) il *Basel I floor*, ex art. 500 CRR (che individuava un regime transitorio, decorso nel 2017, che permetteva all'ente di soddisfare i propri obblighi di capitalizzazione in termini meno onerosi) e (iii) qualunque applicabile requisito di leva finanziaria (che però, come si è visto, è divenuto attuale e vincolante nel panorama prudenziale europeo solo recentemente); ovvero di una

(b) *adjusted methodology* (art. 1, paragrafo 5, lett. b), ai sensi della quale l'autorità di risoluzione poteva aumentare o diminuire il valore di *default* di cui *sub (a)*, a seconda che la necessità di assicurare un pieno assorbimento delle perdite in una procedura di risoluzione richiedesse un *quantum* di risorse aggiuntive o inferiori rispetto a quelle determinate dalle autorità di supervisione e previste nel CRR e CRDIV.

Un esempio varrà a chiarire la determinazione della componente MREL *loss absorption*: si immagini una banca che deve rispettare un requisito (a) minimo di patrimonializzazione pari all'8% dei RWAs e (b) combinato di riserva di capitale pari al 2.5% dei RWAs. Si assuma poi che l'ammontare degli *assets* ponderati per il rischio equivalga al 50% dell'ammontare totale delle passività e dei fondi propri (come si è visto in nt. 683 ciò è necessario per poter esprimere il requisito da rispettare nella metrica imposta dall'art. 45, paragrafo 1, BRRD). Ebbene, assumendo che l'autorità di risoluzione opti per applicare la *default formula*, la componente MREL *loss absorption* equivarrà a:  $(8\% + 2.5\%) * 50\% = 5.25\%$  TLOF. Detto altrimenti, in una situazione del genere il requisito MREL dell'istituzione coincide con i suoi requisiti di capitalizzazione, sicché non sarà richiesta l'emissione di ulteriori strumenti di fondi propri o passività ammissibili per il rispetto del coefficiente MREL.

<sup>690</sup> La *Recapitalisation Amount*, ossia l'ammontare di fondi propri e passività ammissibili dell'ente volto a garantire (a) il rispetto delle condizioni per l'autorizzazione allo svolgimento dell'attività bancaria, tramite ricostituzione del capitale di funzionamento e (b) il ripristino della fiducia del mercato (*market confidence*), trovava una metodologia di calcolo nell'art. 2 del Regolamento Delegato. Non si trattava di una componente obbligatoria ai fini della determinazione del requisito MREL, dovendo essere prevista solo quando, in sede di definizione della strategia di risoluzione, si riteneva necessario garantire la continuità e l'operatività dell'ente, la liquidazione di questo ponendo rischi per la stabilità finanziaria (art. 2, paragrafo 2).

Rispetto a quanto *sub (a)*, la *Loss Absorption Amount* si identificava (art. 2, paragrafo 6) nel più elevato dei valori tra (i) la somma del requisito di Primo e Secondo Pilastro; (ii) il *Basel I floor*, ex art. 500 CRR e (iii) qualunque applicabile requisito di leva finanziaria.

Rispetto a quanto *sub (b)*, l'ammontare aggiuntivo di fondi propri e passività ammissibili ritenuto necessario dall'autorità di risoluzione per mantenere una sufficiente *market confidence* non doveva eccedere il, e quindi poteva anche essere inferiore al, requisito complessivo di riserva di capitale (art. 2, paragrafo 8). Ai fini della determinazione di questa componente *market confidence*, l'autorità di risoluzione doveva necessariamente prendere in considerazione, *inter alia*, (i) il livello di patrimonializzazione di banche paragonabili all'ente e (ii) l'esistenza e disponibilità di risorse patrimoniali in altre entità del gruppo della banca in oggetto.

Inoltre, posto che l'esercizio del *bail-in* può essere accompagnato da una *transfer strategy* che comporti la diminuzione del livello di esposizioni dell'ente post-risoluzione (si pensi alla banca che ante-risoluzione sia oberata da *esposizioni non performing* e nel piano di risoluzione si preveda e disponga la loro cessione), si attribuiva all'autorità di risoluzione la facoltà di considerare, ai fini della valutazione della *recapitalisation amount*, un valore di RWAs inferiore rispetto a quelli più recentemente comunicati e riportati dall'intermediario all'apertura della procedura di risoluzione.

Due esempi varranno a chiarire il possibile atteggiarsi della determinazione della *recapitalisation amount*:

Si consideri la stessa banca di cui alla precedente nt. 689 (soggetta ad un requisito minimo di capitale dell'8%, un requisito combinato di riserva di capitale del 2.5% e con un rapporto tra RWAs e TLOF del 50%). Si ipotizzi in aggiunta che per questa banca l'unica strategia di risoluzione credibile sia il ricorso ad un ente-ponte a cui trasferire passività e impieghi critici per il funzionamento dell'ente. Ipotizzando che l'ente-ponte si renda cessionario del 60% dei RWAs dell'ente (e che il restante sia soggetto a liquidazione), ma che si debba garantire a quest'ultimo una quota di passività sufficienti a rispettare il coefficiente di patrimonializzazione minimo (8%) e il requisito combinato di riserva di capitale (2.5%) ante-risoluzione della banca cedente, necessari per assicurare il mantenimento di un adeguato livello di *market-confidence*, il *recapitalisation amount* che la banca dovrà rispettare equivarrà a:  $(8\% + 2.5\%) * 60\%$  (valore dei RWAs post-risoluzione)  $* 50\% = 3.15\%$  TLOF (dunque, in questo caso il complessivo requisito MREL si attesterà a  $3.15\% + 5.25\% = 8.4\%$  del TLOF).



valore *sub (i)* che *sub (ii)* il Regolamento Delegato riconosceva all'autorità di risoluzione la possibilità di apportare rettifiche sulla base di ben individuati criteri<sup>691</sup>.

Concludendo, si deve qui segnalare che – contrariamente a quanto rinvenibile nello *standard TLAC* – la legislazione europea: (i) non esprimeva alcuna *aspettativa* circa composizione e rapporto da rispettarsi tra debito e *equity* nell'aggregato MREL (dove invece il FSB si aspetta che almeno il 33% di questo aggregato sia composto da *liabilities*) e (ii) pur disponendo che il requisito MREL fosse da rispettarsi “*at all times*”, non prevedeva alcuna forma di reazione a ipotesi di *violazione* di questo (si pensi, ad esempio, all'attivazione di vincoli alle distribuzioni – e dunque conservazione di capitale – simili a quelli che seguono alla violazione del requisito combinato di riserva di capitale, e, prima ancora, alla previsione di uno *stacking order* rispetto agli altri requisiti obbligatori di patrimonio)<sup>692</sup>. EBA, nel suo *Final report on MREL*<sup>693</sup>, provava a sopperire a questa lacuna per via ermeneutica, e ipotizzava la possibile attivazione di *diversi* poteri, a disposizione sia dell'autorità di risoluzione che di vigilanza, che a vario titolo potevano far fronte ad un ammanco di MREL. così, l'Autorità valorizzava: (a) il disposto dell'art. 17 BRRD, che assegnava all'autorità di risoluzione il compito di

---

Infine, si consideri sempre la banca dell'esempio appena passato in rassegna, ma si ipotizzi la situazione in cui il piano di risoluzione individui nella misura del *bail-in* la sola strategia di risoluzione credibile (sicché l'apertura della procedura di risoluzione non comporterà una riduzione del valore dei RWAs). Anche in questo caso, si ritiene che a seguito della procedura di risoluzione l'ente debba rispettare un requisito minimo di capitalizzazione (8%) e combinato di riserva di capitale (2.5%). Ebbene, il *quantum* di *recapitalisation amount* da computare nel complessivo requisito MREL equivarrà a:  $(8\% + 2.5\%) * 50\% = 5.25\%$  TLOF (in questo caso, il *recapitalisation amount* è uguale al valore del *loss absorption amount*, sicché il complessivo requisito MREL si attesterà al 10.5% del TLOF).

<sup>691</sup> In particolare l'autorità di risoluzione poteva applicare rettifiche (in aumento o in diminuzione) alle due componenti MREL a seguito:

(a) delle risultanze e informazioni ottenute tramite lo SREP condotto, nell'ambito del Secondo Pilastro della vigilanza, dalle autorità di supervisione competenti (art. 4 Regolamento Delegato);

(b) di una valutazione circa possibili violazioni del principio del NCWO rispetto alle passività elette nel requisito MREL (art. 3 Regolamento Delegato). Nello specifico l'autorità di risoluzione, dopo aver identificato le passività esenti dal *bail-in*, o quelle che sarebbero state oggetto di cessione a terzi ai fini della strategia di risoluzione, era chiamata a valutare le conseguenze di tali esclusioni rispetto alle passività conteggiate nel requisito MREL. Quest'ultime infatti, nella misura in cui godessero di priorità, o risultassero poste su un piano di parità nella rilevante scala gerarchica rispetto alle passività escluse (o trasferite), avrebbero dovuto farsi carico di perdite proporzionalmente maggiori rispetto a quelle che avrebbero assorbito in una ordinaria procedura di insolvenza, con il rischio di violazione del principio del NCWO. Ebbene, per far fronte a questo rischio, l'autorità di risoluzione era autorizzata ad aumentare il *quantum* di MREL per un ammontare che ne garantisse l'internalizzazione;

(c) dell'intervento e del contributo al finanziamento della risoluzione dei sistemi di garanzia dei depositi (art. 6 Regolamento Delegato). Ai sensi e conformemente all'art. 109 della BRRD, il competente sistema di garanzia dei depositi poteva essere chiamato a contribuire al finanziamento della strategia di risoluzione, sicché l'autorità di risoluzione era autorizzata a tenerne conto, subordinatamente al rispetto di determinate condizioni ed entro certi limiti, diminuendo il complessivo requisito MREL;

(d) della necessità, per gli enti di rilevanza sistemica, di garantire la – o perlomeno, “tenere conto” della – applicabilità dell'art. 44 della BRRD (art. 5 Regolamento Delegato). Si è già avuto modo di sottolineare la rilevanza dell'art. 44, paragrafo 5, BRRD, che assicurava il contributo alla risoluzione dei fondi di risoluzione (condizionato però ad un *burden sharing* pari all'8% del totale delle passività e dei fondi propri dell'ente, e v. *supra* nt. 688). L'articolo 5, richiedendo che in sede di determinazione del requisito MREL per i G-SIIs e gli O-SIIs si tenesse conto dell'articolo 44 BRRD, presupponeva allora che l'autorità di risoluzione calibrasse il livello di MREL in una misura tale da assicurare la possibilità di avvalersi del finanziamento esterno ai fini della risoluzione.

<sup>692</sup> Cfr. EBA, *Final report on MREL*, *op.cit.*, 91.

<sup>693</sup> V. EBA, *Final report on MREL*, *op.cit.*, 91 s.

identificare e valutare possibili *impedimenti* alla risoluzione dell'ente (e allora la violazione del requisito MREL ponendosi come l'impedimento in questione), e gli riconosceva, seppur al seguito di un lungo e complesso *iter* imperniato sul dialogo e la collaborazione con la banca, penetranti poteri di reazione e di intervento sulla struttura organizzativa e finanziaria di questa (tra cui rientrava, per quel che qui interessa, il “*potere di imporre all'ente [...] di emettere passività ammissibili per ottemperare ai requisiti di cui all'articolo 45*”<sup>694</sup>); (b) la possibile attivazione delle misure di *intervento precoce* di cui all'art. 27 BRRD<sup>695</sup> e (c) la copertura fornita dal *failing or likely to fail assessment* di cui all'art. 32, paragrafo 4, BRRD, che ben potrebbe essere integrato anche da violazioni del requisito MREL, laddove tale valutazione viene fondata su una situazione di sbilancio patrimoniale dell'ente.

(c) Infine, l'art. 45 BRRD rappresentava la norma di riferimento in punto di criteri *qualitativi* che il regolamento di emissione degli strumenti MREL – anche detti, utilizzando le parole della BRRD, “strumenti di passività ammissibili” o “eligible liabilities” – doveva rispettare, ai fini del riconoscimento dei medesimi nell'aggregato regolamentare.

Seguendo quello che è ormai un luogo classico di queste pagine, anche nell'individuazione delle passività ammissibili la legislazione seguiva una prospettiva di tipo *funzionale*, seppur confinata all'area delle risorse emesse a titolo di debito, e ciò perché gli strumenti di fondi propri per definizione potevano (e possono) essere computati in un aggregato qualitativamente inferiore come quello MREL. E allora, anche la descrizione delle caratteristiche rilevanti degli strumenti in questione, nella legislazione anteriforma, si puntualizzerà su profili attinenti la: (i) disponibilità; (ii) stabilità e soprattutto (iii) grado di esposizione alle perdite delle risorse acquisite.

Per quanto riguarda quanto *sub (i)*, si richiedeva che la passività risultasse emessa e integralmente pagata<sup>696</sup>; non detenuta dalla banca emittente<sup>697</sup>; il suo acquisto non fosse finanziato, direttamente o indirettamente, da questa<sup>698</sup> e non originasse né da strumenti derivati (le capacità dei quali di assorbire le perdite sono notoriamente *incerte*, nonché *variabili* nel tempo)<sup>699</sup> né da un deposito che godesse di priorità nella gerarchia concorsuale dei crediti stabilita dalla legislazione *nazionale (rectius,*

---

<sup>694</sup> Art. 17, paragrafo 5, lett. *i*, BRRD. Il tema dei poteri dell'autorità di risoluzione per la rimozione degli impedimenti alla risolvibilità dell'ente è affrontato da V. SANTORO, *Prevenzione e “risoluzione” delle crisi bancarie*, disponibile su [www.regolazioneidei mercati.it](http://www.regolazioneidei mercati.it), 2016, 5 ss.

<sup>695</sup> A riguardo, la stessa EBA nelle *Guidelines on triggers for use of early intervention measures pursuant to Article 27(4) of Directive 2014/59/EU*, EBA/GL/2015/03, disponibili su <https://www.eba.europa.eu/>, 2015, § 24, evidenziava come “*in particular, examples of significant events that may put an institution in a situation where conditions for early intervention are met may include: [...] significant deterioration in the amount of eligible liabilities and own funds held by an institution for the purposes of meeting the minimum requirements for own funds and eligible liabilities (MREL)*”.

<sup>696</sup> V. art. 45, paragrafo 4, lett. *a*, BRRD.

<sup>697</sup> V. art. 45, paragrafo 4, lett. *b*, BRRD.

<sup>698</sup> V. art. 45, paragrafo 4, lett. *c*, BRRD.

<sup>699</sup> V. art. 45, paragrafo 4, lett. *e*, BRRD.

armonizzata e conformata dall'art. 108 BRRD – per il quale v. *infra* nt. 706)<sup>700</sup>.

Rispetto a quanto *sub (ii)*, si richiedeva che lo strumento avesse una durata residua di *almeno* un anno<sup>701</sup> (e, nell'ipotesi in cui prevedesse un diritto al rimborso anticipato, la data *utile* da considerarsi ai fini della scadenza della passività era la data in cui tale diritto diveniva attuale)<sup>702</sup>.

Infine, rispetto a quanto *sub (iii)*, la BRRD si limitava a richiedere che le *eligible liabilities* non fossero assicurate o garantite dalla banca stessa e, per quelle la cui *lex causae* si identificava in quella di un paese extra-UE, si richiedeva che l'istituzione emittente fornisse rassicurazioni all'autorità di risoluzione circa l'effettività dei poteri di svalutazione e conversione su tali passività<sup>703</sup>.

La legislazione europea, e qui si consuma un'altra grande differenza con il sistema delineato dal TLAC *Term Sheet*, non richiedeva invece che le passività ammissibili fossero anche *subordinate* a

---

<sup>700</sup> V. art. 45, paragrafo 4, lett. *f*, BRRD.

<sup>701</sup> V. art. 45, paragrafo 4, lett. *d*, BRRD. La decisione di non includere nell'aggregato regolamentare MREL debito a breve o brevissimo termine (comunque, con una scadenza inferiore all'anno) si giustifica sia alla luce dell'importanza che tali forme di indebitamento solitamente assumono per il *funding* dell'impresa bancaria, motivo per cui esse sono *solitamente* anche escluse dalla misura del *bail-in* (non escludere tali fonti di finanziamento dalla "falcidia" risolutoria equivarrebbe a porre la basi per una profezia che si auto-avvera, in quanto gli stessi sovventori sarebbero più restii a riconcedere o rinnovare il finanziamento all'impresa, allora provocando e ingenerando le misure stesse i presupposti per una carenza di fondi), che dell'impraticabilità e impossibilità, per l'autorità di risoluzione, di fare affidamento su queste passività in sede di pianificazione della risoluzione (la quale peraltro ha cadenza solitamente annuale, arco nel quale ben tali passività possono "svanire"). Questo non significa che le passività a breve termine non possano essere, per ciò solo, *bail-inable*. Per alcuni dei punti sollevati in questa nota, cfr. V. DE STASIO, *A proposito di uno scritto*, *op.cit.*, 174.

<sup>702</sup> V. art. 45, paragrafo 4, secondo alinea, BRRD.

<sup>703</sup> V. art. 45, paragrafo 5, BRRD. Il tema si ricollega alla *ratio* sottesa al riconoscimento contrattuale dei poteri di *bail-in* (*i.e.*, *bail-in clause*) rispetto ad emissioni governate da leggi di Stati terzi rispetto a quella del luogo di incorporazione dell'emittente, e a riguardo v. *supra* nt. 669.

L'articolo qui annotato deve essere letto congiuntamente con l'art. 55 BRRD versione ante-riforma, rubricato "contractual recognition of bail-in", ai sensi del quale: "*Member States shall require institutions and entities [...] to include a contractual term by which the creditor or party to the agreement creating the liability recognises that liability may be subject to the write-down and conversion powers and agrees to be bound by any reduction of the principal or outstanding amount due, conversion or cancellation that is effected by the exercise of those powers by a resolution authority, provided that such liability is: [...] (c) governed by the law of a third country. The first subparagraph shall not apply where the resolution authority of a Member State determines that the liabilities or instruments referred to in the first subparagraph can be subject to write down and conversion powers by the resolution authority of a Member State pursuant to the law of the third country or to a binding agreement concluded with that third country*". Per un'analisi dell'art. 55 BRRD nella sua formulazione ante-riforma v. S. KILAPAKKAM-N. KLEFTOURI, *The "bail-in" clause*, *op.cit.*, 6 ss., e N. MARAGOPOULOS, *Minimum requirements for own funds and eligible liabilities*, *op.cit.*, 44 s.

Nella prassi delle emissioni di strumenti di raccolta capita sovente di incontrare strumenti governati da una *lex specialis* (*i.e.*, una legge che governa solamente *alcune* previsioni del regolamento di emissione) e una *lex generalis* (*i.e.*, una legge che governa, in maniera residuale, tutte le *altre* previsioni del regolamento di emissione). Ebbene, ci si può chiedere se in una fattispecie del genere sia necessario, a *prescindere*, prevedere una *bail-in clause* nel regolamento di emissione dello strumento ai fini dell'elezione nell'aggregato MREL. La risposta a questo interrogativo dovrebbe essere negativa, dovendosi prevedere una apposita *bail-in clause* quando neanche la *lex specialis* riconosca la coercibilità, innanzi al giudice dello Stato terzo, dei poteri di conversione e svalutazione dell'autorità di risoluzione europea. Detto altrimenti, ciò che rileva per le finalità dell'art. 55 BRRD è che il giudice di un paese terzo riconosca l'applicabilità del diritto europeo a un'emissione rispetto alla quale l'autorità di risoluzione europea abbia deciso di esercitare la misura del *bail-in*. Eppure, ma il tema appare troppo vasto per essere trattato, si potrebbe obiettare che non sia sufficiente il riconoscimento contrattuale dei soli poteri di *bail-in*, ma anche di *qualsiasi* altra azione di risoluzione che a questi potrebbe essere prodromica o complementare, per cui nei fatti la *bail-in clause* coprirebbe (*rectius*, dovrebbe coprire) un numero ben maggiore di fattispecie.

un individuato gruppo di passività *operative*, o comunque a quelle *esentate* dalla misura del *bail-in*<sup>704</sup>. Ebbene, una situazione del genere ben poteva far sorgere, in sede di applicazione della misura del *bail-in*, problemi di *violazione* del principio del NCWO, obbligandosi le *eligible liabilities* ad assorbire un *quantum* di perdite proporzionalmente maggiore (per un fattore equivalente al volume di strumenti esclusi dal *bail-in*)<sup>705</sup>, rispetto a quello a cui sarebbero state soggette in una ordinaria procedura concorsuale (ove le passività escluse avrebbero partecipato alla falce concorsuale). A tale problematico risultato si giungeva principalmente perché la gerarchia dei crediti nella procedura concorsuale a cui è *ordinariamente* soggetta la banca, che rappresenta il principale *benchmark* a cui deve attenersi l'autorità nella distribuzione delle perdite in una procedura di risoluzione tramite *bail-in*, è solo *parzialmente* armonizzata dagli artt. 48 e 108 BRRD, per cui, ai fini della definizione di un ordine di assorbimento delle perdite, l'autorità di risoluzione doveva fare affidamento sulla, e seguire la, gerarchia dei crediti stabilita per le procedure concorsuali di insolvenza *nazionali* ordinariamente applicabili alle banche, che non necessariamente riconoscono alle passività escluse dal *bail-in* anche un rango prioritario. Si cercherà di essere più chiari: gli artt. 48 e 108 BRRD si preoccupavano di armonizzare solamente i livelli *più alti* e *più bassi* della gerarchia concorsuale applicabile alle procedure di insolvenza, e dunque alle risoluzioni, delle banche<sup>706</sup>, sicché

---

<sup>704</sup> A tale risultato (*i.e.*, la *subordinazione* del debito da eleggersi nel MREL) poteva giungersi in due modi (seppur il secondo richiedeva un certo sforzo interpretativo), ossia: (i) facendo leva sul disposto dell'art. 45, paragrafi 13 e 14, BRRD, che riconosceva all'autorità di risoluzione il potere di imporre all'intermediario il parziale rispetto del requisito MREL con strumenti *contrattualmente* subordinati ad altre passività (da individuarsi in sede di *resolution planning*) e (ii) per il tramite dell'art. 17, paragrafo 5, lett. j, BRRD, laddove all'autorità di risoluzione, in sede di valutazione sulla risolvibilità dell'ente (e sulla presenza di eventuali impedimenti alla risoluzione), e fallita l'implementazione di misure concordate con l'ente, era riconosciuto il potere di imporre a quest'ultimo di rinegoziare i termini dei regolamenti di emissione delle passività ammissibili – tra cui dovrebbe includersi anche il *ranking* concorsuale delle stesse. Per un'interpretazione che parrebbe giungere a questa conclusione, v. EBA, *Guidelines on the specification of measures to reduce or remove impediments to resolvability and the circumstances in which each measure may be applied under Directive 2014/59/EU*, 2015, § 16.

In ogni caso, l'assenza nella legislazione di primo livello di un requisito di subordinazione *obbligatorio*, e la necessità di prevederlo e disporlo invece *caso per caso*, su base individuale, presentava non pochi problemi, e in quest'ottica v. *amplius* EBA, *Final report on MREL*, *op.cit.*, 120.

<sup>705</sup> Evidentemente, l'assunto inespresso era che le passività escluse non godessero invece di alcuna priorità, nell'ordinario regime concorsuale applicabile, rispetto agli strumenti *bail-inable* (in particolare, alle passività ammissibili), sicché l'esposizione alle perdite tra passività ammissibili e passività escluse avveniva, nel regime ordinario, su basi perfettamente paritarie. Il tema è approfondito subito, nel testo.

<sup>706</sup> In particolare, l'art. 48 BRRD, rubricato “Sequenza della svalutazione e della conversione”, disponeva che le autorità di risoluzione – per il tramite delle legislazioni nazionali di recepimento della BRRD – avrebbero dovuto distribuire i costi della risoluzione tramite *bail-in* prima, e innanzitutto, in capo agli strumenti CET1. Solamente una volta che questo aggregato risultasse del tutto eroso, l'autorità di risoluzione avrebbe potuto esercitare i relativi poteri sugli strumenti di AT1 e, anche in questo caso, solamente una volta erosa la quota-parte del patrimonio sociale corrispondente a questi strumenti, avrebbe potuto far gravare i costi della risoluzione su strumenti di Tier 2. Per quanto riguardava il resto delle passività (passività subordinate e non), si richiedeva che l'esercizio dei poteri di conversione e risoluzione dovesse seguire la gerarchia dei crediti stabilita nei vari paesi per le ordinarie procedure di insolvenza applicabili alle banche (v. artt. 34, paragrafo 1 e 48, paragrafo 1, lettere d e e, BRRD), sicché nessuna armonizzazione era disposta per queste classi.

La disciplina dell'art. 48 BRRD è stata oggetto di recente riforma a seguito dell'introduzione, nelle legislazioni degli Stati membri, dell'istituto e della categoria dei *senior non preferred debts* e della parziale armonizzazione della gerarchia concorsuale disposta dall'art 108 BRRD (per entrambi v. *infra* nt. 710, la versione previgente dell'art. 108 BRRD è

l'ordine e la sequenza che i poteri di svalutazione e conversione dovevano seguire per quei crediti che si “ponevano nel mezzo” era quella stabilita dal diritto dell'insolvenza *nazionale*<sup>707</sup>. Allora, e si giunge alla conclusione, nella misura in cui nelle procedure di insolvenza nazionali passività escluse dal *bail-in* e passività ammissibili fossero risultate soggette allo *stesso* trattamento concorsuale (*i.e.*, le due classi si ponevano tra di loro in termini *paraordinati*)<sup>708</sup>, ovvero le prime fossero addirittura antergate alle seconde nella relativa gerarchia concorsuale, si creavano i presupposti per cui le

---

analizzata subito in nota). Al di là di ciò, il nuovo testo dell'art. 48 BRRD non incide in termini significativi sui criteri appena passati in rassegna.

Al livello opposto della scala gerarchica operava l'art. 108 BRRD, rubricato “Classificazione dei depositi nella gerarchia relativa alla procedura di insolvenza”, il quale imponeva agli Stati membri di prevedere un trattamento concorsuale preferenziale per i depositi (c.d. *depositor preference*) nella gerarchia dei crediti stabilita per le procedure di insolvenza nazionali ordinariamente applicabili alle banche. A tale risultato si giungeva stabilendo che (i) i depositi non protetti, perché eccedenti i 100.000,00 Euro e dunque non garantiti dai fondi di garanzia, ma i cui titolari erano persone fisiche o piccole o medie imprese (c.d. *eligible deposits*), fossero postergati alle perdite rispetto ai crediti chirografari (*ordinary unsecured non preferred creditor*) e che (ii) i depositi protetti (c.d. *covered deposits*) e i sistemi di garanzia dei depositi surrogati ai diritti dei depositanti protetti, fossero postergati a quelli *sub (i)*. In aggiunta a questa parziale armonizzazione del *ranking* concorsuale dei depositi (parziale perché la BRRD nulla disponeva per i c.d. *non-covered-non-eligible deposits*, quali ad esempio i depositi interbancari), alcuni Stati membri hanno deciso di estendere, tramite introduzione di livelli intermedi, la *depositor preference* (e in ciò facoltizzati dall'art. 1, paragrafo 2, BRRD), a tutti i rapporti di deposito. Così in Italia si è generalizzata la *depositor preference* e dal 1° gennaio 2019 tutti i depositi che non rientrano in alcuna delle categorie *sub (i)* e *(ii)* appena elencate sono preferiti ai crediti chirografari (e non più posti su un piano paritario con questi), ma comunque postergati ai depositi espressamente considerati “preferred” dalla BRRD (art. 91, comma 1-*bis*, lett. c, TUB). Simili soluzioni sono state adottate dal legislatore greco, cipriota e portoghese. Così come l'art. 48 BRRD, anche l'articolo 108 è stato oggetto di recente riforma. A riguardo, si rimanda il lettore *infra* alla nt. 710, segnalandosi sin da ora che l'impianto appena passato in rassegna è rimasto sostanzialmente intatto.

In questo contesto, vale anche menzionare la complessiva disciplina degli artt. 59-62 BRRD, che disciplinava la versione c.d. “debole” del *bail-in*, così definita perché dotata di una portata *applicativa* minore (in quanto limitata ai *sol*i strumenti di fondi propri dell'ente), ma attivabile dalle autorità di risoluzione indipendentemente dall'apertura di una procedura di risoluzione (art. 59, paragrafo 1, BRRD), e in particolare sia al *Point Of Non-Viability* dell'intermediario (art. 59, paragrafi 4 e 5, BRRD; si è già visto *supra*, in nt. 569, come questa fattispecie coincida con una situazione in cui l'ente è da considerarsi “*failing or likely to fail*”, ai sensi dell'art. 32, paragrafo 4, BRRD), che, al livello consolidato, del gruppo (art. 59, paragrafi 4 e 6, BRRD). Esattamente quest'ultima fattispecie, ossia la possibilità che gli strumenti di fondi propri di una banca potessero essere sottoposti a svalutazione anche in caso di crisi di un'altra banca del gruppo (in ipotesi, la capogruppo), qualora fossero stati computati ai fini del rispetto del requisito consolidato di fondi propri, segna la grande differenza con l'applicazione della misura del *bail-in*, che si applica esclusivamente sugli strumenti emessi da *quella* banca sottoposta a risoluzione. L'art. 60 BRRD provvedeva a determinare l'ordine verticale di allocazione delle perdite tra gli strumenti di capitale regolamentare in termini identici ai criteri di cui all'art. 48 BRRD elencati in apertura di nota. La disciplina del *bail-in* “debole” è stata oggetto di recente riforma, come conseguenza della complessiva rivisitazione dell'istituto delle passività ammissibili da parte del *Banking Reform Package*, in particolare allargandosi il campo di applicazione dell'istituto all'area degli strumenti di *internal MREL*. La ragione è comprensibile, e la si è già passata in rassegna in punto di commento del TLAC *Term Sheet* (v. in particolare *supra*, nt. 670). Si tornerà sul punto *infra*, nel Paragrafo 9.3. Ad eccezione di questa modifica, la riforma non ha peraltro inciso in termini significativi sulla disciplina appena passati in rassegna.

<sup>707</sup> E v. il già menzionato art. 48, paragrafo 1, lettere *d* e *e*, BRRD.

<sup>708</sup> Ipotesi nient'affatto peregrina, posto che la *logica*, i *principi* sottesi e i *beni* tutelati dal diritto delle insolvenze e dalle procedure risolutorie possono ben divergere (come si è già dato conto nel Primo Capitolo, in nt. 52) e quest'ultime possono allora decidere di escludere dal proprio campo applicativo crediti la cui soggezione alle misure di risoluzione comporterebbe pericoli ben maggiori per la stabilità del sistema finanziario, e sul punto cfr. M. LAMANDINI-D. MUNOZ, *Minimum requirement for own capital and eligible liabilities*, *op.cit.*, 2 e 4. Eppure, e qui emerge la tensione, le procedure di risoluzione devono necessariamente considerare lo scenario fallimentare, rispetto al quale si pongono come ipotesi eccezionali: “*Considering that the scenario alternative to resolution would be the bank's liquidation under national insolvency laws, it is wise if the approach in resolution does not unnecessarily depart from the approach of insolvency laws when it comes to the ranking and priorities of the instruments. A starkly different treatment in resolution from what would be expected upon insolvency could provide grounds for a claim of discriminatory treatment*” – così ID, *Minimum requirement for own capital and eligible liabilities*, *op.cit.*, 3.

passività ammissibili avrebbero dovuto assorbire, in una procedura di risoluzione, una quota-parte di perdite *maggiore* rispetto al *controfattuale* scenario concorsuale<sup>709</sup>. Da qui, sia la possibile violazione del principio del NCWO<sup>710</sup> che, contestualmente, il *declassamento* di alcuni principi *tradizionali* del diritto concorsuale, soppiantati dal principio-obiettivo della salvaguardia della stabilità finanziaria<sup>711</sup>;

---

<sup>709</sup> Proprio per questo motivo l'art.108 BRRD ha provveduto ad *allineare* la posizione e il *ranking* dei depositanti e dei sistemi di garanzia dei depositi nelle procedure di insolvenza al trattamento che a questi è riservato dal regime risolutorio (trattamento che coincide con l'esclusione dalla misura del *bail-in*). Assente questa accortezza, il rischio che, nel controfattuale scenario liquidatorio nazionale, depositi esclusi dal *bail-in* fossero chiamati ad assorbire le perdite paritariamente, se non con priorità rispetto ad altre passività non escluse, avrebbe potuto far sorgere problemi per quest'ultimi in termini di trattamento non peggiore nel contesto risolutorio. A riguardo, cfr. L. JANSSEN, *Bail-In, op.cit.*, 18 s.

Si capisce allora perché da più parti si indichi come *unica* soluzione al problema la *completa armonizzazione* delle gerarchie dei crediti nelle procedure di insolvenza nazionali, e in tal senso v. D. VALIANTE, *Harmonising insolvency laws in the Euro area: rationale, stocktaking and challenges*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2017, 33. In realtà il punto era già sottolineato dal Considerando 111 della BRRD, e, recentemente, in termini eloquenti si è espressa anche la *chair* del *Single Resolution Board*, per cui “*the divergence of national insolvency laws is a major obstacle towards a fully-fledged Banking Union. In the current system, the counterfactual of no-creditor-worse off (NCWO) might produce different results in different countries depending on the national insolvency regime and thus negatively impact on the orderly wind-down of a bank. The SRB therefore strongly encourages legislators to harmonise national insolvency laws, in order to create a level-playing field*” – E. KONIG, *Real defragmentation of the Banking Union: the way forward*, disponibile su [www.srb.europa.eu](http://www.srb.europa.eu), 2019.

<sup>710</sup> In questa logica, e per evitare le problematiche evidenziate, si è inserita la Direttiva (UE) 2017/2399 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 12 dicembre 2017, che modifica la direttiva 2014/59/UE per quanto riguarda il trattamento dei titoli di debito chirografario (*unsecured debt instruments*) nella gerarchia dei crediti in caso di insolvenza, e a cui gli Stati membri dovevano conformarsi entro il 29 dicembre 2018.

La Direttiva in questione infatti provvede ad armonizzare ulteriormente la gerarchia dei crediti nelle procedure di insolvenza applicabili alle banche, e a tal proposito (i) introduce una *nuova* categoria di strumenti di finanziamento (c.d. *Senior Non-Preferred class*) e (ii) modifica l'art. 108 BRRD (per cui *supra* nt. 706) di modo che questa nuova categoria sia sottoponibile al *bail-in* dopo gli strumenti di fondi propri e le passività subordinate ma *prima* delle altre passività definite *Senior Preferred*, categoria quest'ultima dove evidentemente ricadono gran parte delle passività che possono essere escluse dal *bail-in*, sicché l'emissione di strumenti *non-preferred* dovrebbe evitare la possibile violazione del principio del NCWO.

In termini sostanziali, la Direttiva richiede che le *Senior Non-Preferred notes* (a) abbiano una durata residua di almeno un anno, (b) non abbiano componenti derivative e (c) la relativa regolamentazione contrattuale menzioni espressamente la loro subordinazione al credito chirografario (*Senior Preferred*). Evidentemente, stante queste caratteristiche, i nuovi strumenti di finanziamento per definizione possono essere utilizzati ai fini del rispetto del requisito MREL e, per questa via, evitare il rischio di violazioni del principio del NCWO. La necessaria presenza di una clausola di subordinazione inoltre li avvicina ai requisiti imposti dal TLAC *Term Sheet* agli strumenti di raccolta per l'analoga eleggibilità nell'aggregato TLAC. Infine, come si vedrà, con la Direttiva in questione il legislatore europeo non ha fatto altro che anticipare alcune delle importanti novità contenute nel CRRII e nella BRRDII.

Nell'ordinamento italiano le obbligazioni *Senior Non-Preferred* sono state introdotte nel 2018 con la denominazione di “strumenti di debito chirografario di secondo livello” (v. art. 12-*bis* del TUB, introdotto con la legge di bilancio 2018 – art. 1, co. 1103, lett. b) l. 27 dicembre 2017, n. 205 –). Al di là di una puntuale analisi dell'intervento del legislatore domestico, qui occorre segnalare come la legislazione italiana si differenzi da quella europea in termini più restrittivi, richiedendosi che le obbligazioni in questione siano collocate tra gli investitori in un taglio minimo di 250.000,00 Euro, allora astrattamente evitandosi il collocamento tra i piccoli risparmiatori. La regola, se letta congiuntamente al necessario *burden sharing* dell'8% di fondi propri e passività dell'ente per l'attivazione del finanziamento esterno della risoluzione, dovrebbe ridurre le probabilità di azzeramenti, riduzioni e conversioni di parte della clientela *retail*, ma pur sempre *bail-in-able*, della banca.

Per maggiori approfondimenti sulla legislazione in commento in questa nota, per il processo di trasposizione nell'ordinamento italiano, oltre che per spunti comparativisti, cfr. D. VATTERMOLL, «*strumenti di credito chirografario di secondo livello*», *op.cit.*, 207 ss., e V. BARBANTI-P. BENCIVENGA-C. TOMMASI, *I nuovi strumenti di debito chirografari di secondo livello: novità e prospettive*, in *Società*, 2018, 823 ss.

<sup>711</sup> La categoria delle passività escluse dal *bail-in* dischiude il già analizzato tema del *conflitto* tra ragioni della stabilità sistemica e regole concorsuali ordinarie che governano la distribuzione verticale delle perdite tra i sovventori dell'impresa (su tutte, la regola dell'*Absolute Priority Rule*), e la priorità data alle prime. Come si è accennato, l'esclusione di una passività dalla misura del *bail-in* si traduce infatti nella necessità che:



risultato quest'ultimo che rifletteva alcune delle posizioni espresse dal FSB nei *Key Attributes*, per cui dovrebbe garantirsi alle autorità di risoluzione la possibilità di *disapplicare* principi propri del diritto delle insolvenze “*if necessary to contain the potential systemic impact of a firm's failure or to maximise the value for the benefit of all creditors as a whole*”<sup>712</sup>.

9. *Il Banking Reform Package del 2019 e la complessiva risistemazione della disciplina europea della Total Loss Absorbing Capacity bancaria: il riconoscimento di un nuovo requisito TLAC per le istituzioni sistemiche e la strutturale modifica del requisito MREL. Uno sguardo di insieme alla organizzazione patrimoniale bancaria nella prospettiva europea.*

Nel Paragrafo 5 di questo Capitolo si è già potuto introdurre e analizzare il momento riformatore che ha interessato nel 2019, per il tramite del *Banking Reform Package*, l'Unione Europea e la sua regolamentazione prudenziale. Lì si era anche potuto accennare come uno dei punti più interessati dalla novella fosse proprio l'allora vigente regime MREL. Avendo passato quest'ultimo in esame nel precedente Paragrafo, si potranno ora analizzare le numerose e sostanziali novità che lo hanno riguardato.

Prima però, a chi scrive pare opportuno sottolineare come alle volte il tasso di *tecnicità*, nonché la *complessità* del dettato normativo (nel senso che la nuova legislazione assume a tratti caratteristiche alluvionali, e la stessa tecnica legislativa non è delle più limpide), consigliano sì di esaminare il nuovo regime nella sua interezza (toccando in particolare i medesimi punti che sono stati approfonditi, nei

---

(i) passività *pariordinate* alle passività escluse sopportino *anche* le perdite che sarebbero a queste imputabili, allora con violazione del principio della *par condicio creditorum* (ma è lo stesso art. 34, paragrafo 1, lett. f, BRRD, ad affermare d'altronde che “*salvo disposizione contraria nella presente direttiva, i creditori di una stessa classe ricevono pari trattamento*”), e

(ii) passività *sovraordinate* e postergate a quelle escluse vengano chiamate ad assorbire le perdite *prima* che queste siano state ridotte, allora consumandosi in ciò una violazione del principio dell'*Absolute Priority Rule*. Inoltre, in entrambi i casi, non è automatico che a una violazione di detti principi segua anche una violazione del NCWO.

Così, rispetto a quanto *sub (i)*, in termini che vale la pena riportare, si è detto come: “*it is important to note that unequal rather than equal treatment of creditors should be expected to be the rule rather than the exception in the area of bank resolution. Unlike in ordinary insolvency proceedings, inequality is bound to happen for conceptual reasons, and therefore compensation ex post rather than the avoidance of unequal treatment ex ante will be the fundamental characteristic of future resolution action [...] each of the resolution tools provides for special treatment, in one form or the other, of certain systemically important liabilities*” – così J. BINDER, *The position of creditors under the BRRD*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2016, 45 s. Sul solo tendenziale perseguimento della parità di trattamento tra i creditori (e gli azionisti) nella disciplina *de qua*, cfr. anche ID, *Resolution regimes*, *op.cit.*, 12; D. VATTERMOLI, *Il bail-in*, *op.cit.*, 538; V. CALANDRA BUONAURA, *La disciplina del risanamento e della risoluzione delle banche*, in *Riv. Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2017, 13 ss.; L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie*, *op.cit.*, 176; G. PRESTI, *Il bail-in*, *op.cit.*, 353 e 357; E. RULLI, *Dal salvataggio pubblico alla risoluzione bancaria: rapporti con i principi della concorsualità e prime esperienze applicative*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2015, 296; E. HUPKES, *Insolvency*, *op.cit.*, 12 e C. HADJIEMMANUIL, *Bank stakeholders*, *op.cit.*, 17.

Rispetto a quanto *sub (ii)*, anche con riferimento a fattispecie altre in cui si consumerebbe nella disciplina della BRRD una violazione del principio dell'*Absolute Priority Rule*, v. ID, *Bank stakeholders*, *op.cit.*, 16 s.; I. DONATI, *La crisi delle società di capitali*, *op.cit.*, 113 s., 183 ss. e 212 ss.; e R. DE WEIJS, *Too big to fail*, *op.cit.*, 221 s.

<sup>712</sup> FSB, *Key attributes*, *op.cit.*, § 5.1. La previsione citata fa in particolare riferimento alla possibilità di disapplicare il principio della *par condicio creditorum*, la cui valenza come regola cardine del diritto fallimentare (italiano) era già stata messa in discussione più di trent'anni fa da P.G. JAEGER, *Par condicio creditorum*, in *Giur. comm.*, 1984, 104 ss.

In letteratura, in termini conformi alla posizione del FSB, cfr. I. DONATI, *La crisi delle società di capitali*, *op.cit.*, 117.

precedenti Paragrafi, rispetto al requisito TLAC e al previgente coefficiente MREL), ma di soffermarsi in particolare sui nuovi profili *qualitativi* richiesti per la computabilità delle passività ammissibili nei relativi aggregati patrimoniali, peraltro in soluzione di continuità con quello che è uno dei temi principali del presente elaborato. In effetti, sempre a causa di questa complessità del dettato normativo, si è preferito impostare e svolgere l'analisi che segue facendo quasi esclusivo affidamento sulle versioni in lingua inglese delle rilevanti disposizioni normative.

Fatta questa debita premessa, valga quanto segue: *operativamente*, il previgente regime MREL è stato modificato per il tramite del CRRII e della BRRDII (e dal SRMR2 rispetto alle banche significative dell'Area Euro).

Per ciò che riguarda i *contenuti*, la novità principale del *Banking Reform Package* ha riguardato l'implementazione, nel diritto bancario europeo, di un nuovo *standard* TLAC (molto simile allo *standard* del FSB analizzati *supra* nel Paragrafo 8.1)<sup>713</sup> per i G-SIIs, e dunque si è previsto un nuovo requisito *minimo* (o anche, di *Primo Pilastro*) di fondi propri e passività ammissibili (di regola subordinate, salve limitate eccezioni) parametrati sia ai RWAs che al valore *unweighted* delle esposizioni complessive (*i.e.*, al valore facciale delle medesime rilevante per il calcolo del coefficiente di leva finanziaria) degli enti a rilevanza sistemica<sup>714</sup>.

Ma accanto a questo nuovo coefficiente, anche il “tradizionale” requisito MREL continua ad essere vincolante per *tutte* le banche, e anche su di esso si sono incentrate importanti modifiche in punto di: (a) *applicazione e distribuzione*, prevedendosi l'introduzione di un requisito di *internal ed external* MREL, a cui coerentemente è corrisposta l'introduzione, nel dettato normativo, delle nozioni di “resolution entity” e “resolution group”<sup>715</sup>.

(b) *quantum* applicabile, prevedendosi una componente MREL *minima* obbligatoria (a cui ci si riferisce, per ovvie somiglianze con le regole in materia di capitale regolamentare, come componente di *Primo Pilastro*) sia per (i) i G-SIIs (perlomeno, sotto forma di un possibile MREL *add-on* al coefficiente TLAC a cui questi sono già soggetti, ma allora potendo questi intermediari essere congiuntamente sottoposti ad entrambi i requisiti)<sup>716</sup> che per (ii) delle nuove sotto-categorie di

---

<sup>713</sup> Seppur l'articolato normativo mai si riferisca al “requisito TLAC” esplicitamente con questo termine (così il nuovo art. 92a CRR è rubricato “Requirements for own funds and eligible liabilities for G-SIIs”, e tutt'al più rimandi si trovano nei considerando dei nuovi testi legislativi), esso verrà adottato d'ora in avanti sia per economia del discorso, ma soprattutto per adeguarsi alla nomenclatura adottata internazionalmente e nella prassi europea.

<sup>714</sup> Il requisito TLAC, introdotto nel CRR dal CRRII è vincolante a far luogo dalla pubblicazione di quest'ultimo inizialmente in una componente transitoria (ossia il 16% degli attivi ponderati per il rischio e il 6% della misura delle esposizioni complessive) fino al 1° gennaio 2022 (v. art. 494, paragrafo 1, CRR), data a partire dalla quale dovrà definitivamente attestarsi a livelli più alti (18% dei RWAs e 6.75% del valore complessivo degli impieghi *ex art. 92a*, CRR).

<sup>715</sup> V. sin da ora i nuovi artt. 45e, 45f e 45h BRRD.

<sup>716</sup> V. sin da ora i nuovi artt. 45b, paragrafo 4 e 45d, paragrafo 1, lett. b, BRRD. L'art. 45b, paragrafo 4, BRRD riconosce all'autorità di risoluzione il potere di imporre alle G-SIIs un requisito di MREL di qualità subordinata pari all'8% del



banche, opportunamente introdotte dal legislatore europeo della riforma (si fa riferimento alle c.d. *top-tier banks* e alle “fished” banks, sui cui criteri di individuazione si tornerà in seguito). Sia per gli intermediari *sub (i)* che *sub (ii)* l’applicazione di questa componente di Primo Pilastro del coefficiente MREL è da rispettarsi con risorse di fondi propri o passività obbligatoriamente subordinate<sup>717</sup> (ma per la necessaria subordinazione delle risorse eleggibili nell’aggregato, vedi subito *infra* nel testo). A questo requisito di Primo Pilastro se ne aggiunge uno discrezionale di *Secondo Pilastro* (perché la sua quantificazione può esser funzione dei valori di capitalizzazione di Secondo Pilastro, e a riguardo si parla di *discretionary Pillar 2 subordinated MREL*), che le autorità di risoluzione possono imporre ad un sottogruppo di G-SIIs, *top-tier* e “fished” banks in determinate situazioni in cui la risolvibilità delle medesime risulta essere a rischio.

Permane l’approccio ante-riforma per quanto riguarda la *determinazione/calibrazione* del requisito MREL per tutte le *altre* banche (ossia, quelle che non integrano i presupposti per esse classificate come G-SII; *top-tier banks* o “fished” banks), riconoscendosi – con qualche modifica – nella legislazione di primo livello<sup>718</sup> la metodologia che trovava definizione nel Regolamento Delegato 2016/1450 e che distingueva tra un *Loss Absorption Amount* e un *Recapitalisation Amount* (per cui *supra* Paragrafo 8.2)<sup>719</sup>. Per queste fattispecie, il coefficiente MREL mantiene la sua natura di requisito *bank-specific*.

(c) determinazione di un *necessario* requisito di subordinazione dei livelli di MREL, prevedendosi che le componenti MREL di Primo Pilastro, per le banche soggette a tale requisito, risultino altresì subordinate (a riguardo si parla di un *mandatory Pillar 1 subordinated MREL*)<sup>720</sup>. Infine, per tutte le altre banche (*i.e.*, non soggette né a requisiti di Primo né di Secondo Pilastro di MREL subordinato), la legislazione riconosce alle autorità di risoluzione, in continuità con l’originaria versione della BRRD, il potere di imporre un requisito *ad-hoc* di *subordinated MREL* laddove ciò sia necessario per rispettare il principio del NCWO<sup>721</sup>.

In termini generali, l’armonizzazione (e l’irrigidimento) dei requisiti di subordinazione è da leggersi sia alla luce dei problemi emersi in punto di possibile violazione del principio del NCWO che la scelta

---

TLOF che può anche superare i requisiti minimi TLAC (di cui sommariamente *supra* in nt. 714, ma più estensivamente *infra* nel testo).

<sup>717</sup> V. sin da ora per i G-SIIs l’art. 45b, paragrafo 4, BRRD, mentre per *top-tier* e *fished banks* rispettivamente i paragrafi 5 e 6 dell’articolo 45c BRRD e l’art. 45b, paragrafo 4.

<sup>718</sup> V. fin da ora art. 45c, paragrafi 1-3, BRRD.

<sup>719</sup> Per tutti i quantitativi MREL brevemente passati in rassegna, la BRRDII ha previsto la necessità che gli enti ne rispettino un livello transitorio (“interim binding MREL requirement”), determinato dalle competenti autorità di risoluzione, entro il 1° gennaio 2022. Il *quantum* definitivo (“full binding MREL requirement”) dovrà rispettarsi entro il 1° gennaio 2024. E cfr. art. 45m, paragrafo 1, BRRD.

<sup>720</sup> E sin da ora v., per G-SIIs, *top-tier* e “fished” banks l’art. 45b, paragrafo 4, BRRD, per un necessario livello di subordinazione del requisito MREL pari all’8% del TLOF. Per queste ultime due categorie di banche, v. anche rispettivamente i paragrafi 5 e 6 dell’articolo 45c BRRD.

<sup>721</sup> V. art. 45b, paragrafo 5, BRRD.

legislativa opposta comportava nel previgente regime (v. *supra* Paragrafo 8.2), che nell'ottica della complessiva finalità del *Banking Reform Package*, volto a intercettare e contrastare l'accumulazione di rischio sistemico nel settore bancario<sup>722</sup>.

(d) violazione del requisito MREL, esplicitamente riconoscendosi *ora* in capo all'autorità di risoluzione, come *reazione* all'incapacità dell'ente di rispettare il proprio requisito MREL<sup>723</sup>, la possibilità di<sup>724</sup>: (i) imporre *vincoli* alle quote di patrimonio distribuibile (secondo la medesima logica che informa la violazione della riserva complessiva di capitale)<sup>725</sup> e (ii) esercitare i poteri che si ricollegano alla necessità di rimuovere impedimenti alla risolvibilità della banca. In termini coerenti, queste previsioni hanno comportato anche una modifica dello *stacking order* dei vari requisiti di patrimonio che deve rispettare l'ente (per cui, *supra*, Paragrafo 5.6), dovendosi ora collocare tra questi (*rectius*, sulla quota ideale di corrispondenza del patrimonio sociale) anche il requisito MREL.

(e) da ultimo, ma si tratta della novità di maggior rilievo per gli obiettivi del presente elaborato, si è riscritta *completamente* la *perimetrazione* e la *composizione* della categoria degli strumenti di passività ammissibili contenuta nell'art. 45 BRRD del testo ante-riforma, introducendosi nel CRR una *nuova categoria* di “eligible liabilities” sulla quale si erige il profilo *qualitativo* sia del nuovo aggregato TLAC, che della riformata componente MREL (con differenze minime a seconda che le passività ammissibili siano emesse per soddisfare il rispetto dell'uno ovvero dell'altro requisito, e ciò a causa delle differenze che pur corrono tra questi). Come si vedrà, i nuovi criteri da rispettarsi, ai fini della computabilità dello strumento nella nuova categoria patrimoniale, avvicinano la nuova classe delle *eligible liabilities* a quelle classi di discipline che regolano i profili qualitativi degli strumenti di fondi propri analizzati nella I Sezione del Capitolo (perlomeno, agli strumenti di Tier 2) e allora, per transitività, segnerebbero l'emersione di un approccio di tipo *funzionale* all'individuazione dei valori rilevanti per la patrimonializzazione obbligatoria qui in commento *anche* rispetto la definizione dei nuovi strumenti di passività ammissibili. Detto altrimenti, il legislatore europeo, anche in punto di costruzione degli aggregati TLAC e MREL, attribuirebbe rilievo ad un insieme di valori che, in virtù delle caratteristiche della disciplina che ne regola il vincolo all'attività sociale, svolgerebbero una *certa* funzione nella prospettiva dell'impresa, e ciò *indipendentemente* dalla qualificazione formale del rapporto da cui deriva la raccolta di questi valori. Infine, il legislatore

---

<sup>722</sup> Anche per l'introduzione dei requisiti di subordinazione è previsto un *phase-in* graduale, richiedendosene il rispetto (a) entro il 1° gennaio 2022, per la componente subordinata imposta alle *top-tier* e alle “fished” banks (cfr. art. 45m, paragrafo 2, BRRD), a meno che in questo periodo queste istituzioni siano soggette a misure di risoluzione tramite *bail-in*, ovvero di salvataggi sovvenzionati dal settore bancario (cfr. art. 45m, paragrafo 3, BRRD) e (b) per la componente subordinata del requisito MREL imposta a tutte le altre banche, entro gli stessi termini per il rispetto dell'*interim* e del *binding MREL requirement* visti *supra* in nt. 719.

<sup>723</sup> V. art. 17, paragrafi 3 e 5, BRRD.

<sup>724</sup> Le soluzioni ermeneutiche proposte da EBA a fronte della violazione del requisito MREL, e analizzate *supra* nel Paragrafo 8.2, dovrebbero poter essere ancora applicabili, ove non specificamente positivizzate nei nuovi testi.

<sup>725</sup> E. v. il nuovo art. 16a BRRD.

bancario europeo ha disposto criteri di eleggibilità *ad hoc* (ed ulteriori) per le emissioni di *internal MREL* per assicurare l'effettività della funzione che queste categorie di strumenti sono chiamate ad adempiere.

### 9.1. *Ambito operativo, profili applicativi e distributivi del nuovo requisito TLAC e del riformato requisito MREL.*

Come si è accennato, evidentemente influenzata dall'architettura internazionale dettata dal TLAC *Term Sheet*, la legislazione bancaria europea ora conosce la nozione di "resolution entity"<sup>726</sup> e di "resolution group"<sup>727</sup> e ciò al fine di arrivare a soluzioni e rispondere a esigenze simili a quelle che si sono illustrate *supra* nel Paragrafo 8.1.

Ciò non riguarda tanto il nuovo requisito TLAC che, ai sensi dell'art. 494 CRR (nella sua vigenza transitoria) e 92a CRR (nella sua vigenza definitiva) si applica alle *resolution entities* che sono da qualificarsi come G-SIIs o parte di un G-SIIs<sup>728</sup>, avendosi per queste fattispecie solamente un obbligo di rispettare una componente di *external TLAC* a livello consolidato, ma non meccanismi di allocazione e distribuzione dello stesso *internamente* al gruppo<sup>729</sup>; ma tocca invece la conformazione del nuovo requisito MREL<sup>730</sup>.

---

<sup>726</sup> V. il nuovo art. 2, paragrafo 1, punto 83a, BRRD, per cui: "“resolution entity” means: (a) a legal person established in the Union, which, in accordance with Article 12, is identified by the resolution authority as an entity in respect of which the resolution plan provides for resolution action; or (b) an institution that is not part of a group that is subject to consolidated supervision pursuant to Articles 111 and 112 of Directive 2013/36/EU, in respect of which the resolution plan drawn up pursuant to Article 10 of this Directive provides for resolution action”.

<sup>727</sup> V. il nuovo art. 2, paragrafo 1, punto 83b, BRRD, per cui: "“resolution group” means: (a) a resolution entity and its subsidiaries that are not: (i) resolution entities themselves; (ii) subsidiaries of other resolution entities; or (iii) entities established in a third country that are not included in the resolution group in accordance with the resolution plan and their subsidiaries; or (b) credit institutions permanently affiliated to a central body and the central body itself when at least one of those credit institutions or the central body is a resolution entity, and their respective subsidiaries”.

<sup>728</sup> La qualifica di un ente come G-SII segue l'*iter* e le regole individuate dall'art. 131, CRDIV, che si è già potuto analizzare *supra* in nt. 465, e a cui dunque si rimanda.

<sup>729</sup> Ad onore del vero, si prevede una componente di *internal TLAC*, ai sensi dell'art. 92b CRR, per la "material subsidiary" europea dei G-SIIs non-europei, per la cui definizione, ancorata a profili quantitativi e dimensionali, v. art. 4, paragrafo 1, punto (135), CRR. Si prevede così che tali *material subsidiaries* debbano rispettare un requisito di *internal TLAC* equivalente al 90% di quello a cui sarebbero soggette, se fossero esse stesse delle *resolution entities*.

Inoltre, il fatto che non vi siano previsioni volte a regolare la distribuzione del requisito TLAC internamente agli enti che compongono il gruppo di cui il G-SII è a capo, non significa anche che queste controllate non debbano rispettare un requisito di *internal MREL* che, salva l'applicazione di esenzioni, ha un perimetro applicativo generale (e segue i criteri di allocazione e determinazione che si esporranno in questo e nel prossimo Paragrafo). Ciò a dire, che in linea di principio i G-SIIs dovranno pur sempre sottoscrivere e "pre-posizionare" risorse finanziarie sufficienti di tipo MREL al livello delle controllate.

<sup>730</sup> In termini di continuità con la legislazione precedente la riforma, il nuovo articolo 45a BRRD dispone l'esenzione dal requisito MREL per una determinata categoria di *mortgage credit institutions*, e subordinatamente al rispetto di condizioni che garantiscano che la liquidazione degli enti in questione produca risultati coerenti con gli obiettivi di una procedura di risoluzione. Si veda quanto già scritto *supra*, in nt. 678.

Inoltre, il nuovo art. 45f, paragrafi 3 e 4, BRRD, riconosce in capo all'autorità di risoluzione delle controllate soggette al requisito di *internal MREL* (per cui v. subito nel testo del Paragrafo) la facoltà di esentarle da tale requisito, ma subordinatamente al rispetto di una serie di condizioni che mirano a garantire *inter alia*, un rapido trasferimento di risorse alla controllata in situazioni in cui questa sia giunta ad un *Point Of Non-Viability*.

Così, il nuovo articolo 45e BRRD, rubricato “application of the minimum requirement for own funds and eligible liabilities to resolution entities”, prevede l’applicazione dei nuovi artt. 45b; 45c; e 45d BRRD (si tornerà su ognuno di essi in seguito, qui basti sapere che tali articoli delineano la composizione *qualitativa* e i profili *quantitativi* del requisito di *external MREL*) in capo alle *resolution entities*, su base consolidata al livello del *resolution group*. E concordemente, il nuovo articolo 45f BRRD, rubricato “application of the minimum requirement for own funds and eligible liabilities to entities that are not themselves resolution entities”, stabilisce che le controllate di una *resolution entity* – e non esse stesse una *resolution entity* – debbano rispettare il requisito *ex art. 45c BRRD* (come sopra, che riguarda i profili quantitativi del requisito MREL) su base individuale per il tramite, ed è questo il punto, di passività emesse a favore della *resolution entity* e da questa acquistate direttamente o indirettamente<sup>731</sup>. In particolare, per garantire l’effettività dei meccanismi di *upstreaming* e consolidamento delle perdite della controllata in capo alla controllante (e lo speculare *downstreaming* di risorse verso la controllata) a cui tende l’istituto dell’*internal MREL* – meccanismi che come si è visto (v. *supra* Paragrafo 8.1), per essere effettivi, richiedono che (i) la controllata *non* venga assoggettata a formale procedura risolutoria, ma che (ii) la competente autorità di risoluzione possa ciò nonostante procedere a svalutare e convertire il passivo ideale e reale di questa – il nuovo art. 45f, paragrafo 2, lett. a, punto (iv), BRRD, impone che tali passività ammissibili risultino soggette ai meccanismi di conversione e svalutazione di cui agli artt. 59-62 BRRD (che delineano il campo di

---

<sup>731</sup> V. art. 45f, paragrafo 2, lett. a, punto (i), BRRD.

Coerentemente, anche qualora la controllata decida di emettere non passività ammissibili, bensì fondi propri *non* di qualità CET1 per il rispetto del suo requisito di *internal MREL*, tali risorse dovranno essere emesse, *ex art. 45f, paragrafo 2, lett. b, punto (i), BRRD*, a favore di, e acquistate da, altre entità *incluse* nello stesso gruppo di risoluzione. L’emissione verso entità e soggetti *esterni* di strumenti di *internal MREL* è ammessa solo nella misura in cui l’esercizio dei poteri di svalutazione e conversione non incidano sul controllo della controllata. Tale vincolo non si applica qualora il requisito di *internal MREL* venga rispettato con elementi di CET1, evidentemente il legislatore europeo non riscontrando nel caso di specie i rischi che possono seguire a emissioni verso terzi di strumenti finalizzati all’elezione del coefficiente di *internal MREL*, e ciò è d’altronde coerente con alcuni dei punti sistematici fin qui analizzati (v. *supra* Paragrafo 8.1): come si è visto infatti, la finalità di un requisito di *internal MREL* è far sì che le perdite della controllata – spesso un’entità operativa, e che dunque non dovrebbe essere sottoposta a una procedura di risoluzione o fallimento che ne potrebbe compromettere la continuità aziendale e far sorgere un rischio di contagio verso altre entità del gruppo – vengano consolidate dapprima in capo alla *resolution entity* – questa sì, sottoposta e sottoponibile a risoluzione, essendo solitamente una “mera” *holding company* – e infine traslate verso soggetti terzi. Ebbene, se il requisito di *internal MREL* venisse soddisfatto prevalentemente con emissioni verso soggetti *esterni* al gruppo, ci si avvede di come il suddetto meccanismo non potrebbe funzionare, *i.e.* la *resolution entity* non potrebbe garantire il consolidamento di un *quantum* adeguato di perdite che originano nel bilancio della controllata. Ma allora quest’ultima dovrebbe essere posta in risoluzione, o comunque liquidata (e le perdite distribuite in capo ai soggetti *esterni* sottoscrittori di strumenti di *internal MREL*), ossia esattamente l’esito che si vuole evitare. Inoltre, si capisce anche perché qualora gli strumenti di *internal MREL* emessi *esternamente* siano strumenti di CET1, tali problemi non si pongono: gli strumenti di CET1 sono strumenti di *going-concern*, deputati ad assorbire le perdite man mano che queste sorgono, e quindi per definizione *prima e al di fuori* di una procedura di risoluzione/fallimento. In tale scenario, il consolidamento e l’allocazione delle perdite *non richiede* l’attivazione di alcuna procedura collettiva sul patrimonio dell’ente.

Infine, ed in linea con le previsioni del TLAC *Term Sheet*, la *resolution entity* può decidere di garantire il rispetto del requisito di *internal MREL* delle sue controllate non tramite la sottoscrizione di strumenti di fondi propri o passività ammissibili di queste, ma prestando un’apposita *collateralized guarantee*. Si tratta di una facoltà che l’art. 45f, paragrafo 5, BRRD, subordina al rispetto di una serie di condizioni che mirano a garantire l’effettività dell’impegno e la capienza della garanzia allo scopo.

operatività del “bail-in debole”, misura attivabile anche, ed è questo il punto, ante-risoluzione, ossia al “semplice” raggiungimento del *point of non-viability* dell’emittente, per cui v. già *supra* nt. 706)<sup>732</sup>. Venendo infine alla *calibrazione* del requisito di *external* (evidentemente, nei casi in cui, come si vedrà ma come già si è accennato, esso *non* si sostanzia in un requisito di Primo Pilastro) e *internal* MREL, il nuovo art. 45h BRRD dispone una procedura che coinvolge le autorità di risoluzione delle entità appartenenti al *resolution group*, all’esito della quale si dovrebbe auspicabilmente giungere ad una decisione comune che definisca, allo stesso tempo, i livelli di *external* e *internal* MREL<sup>733</sup>.

9.2. *Profili quantitativi del nuovo requisito TLAC e del riformato requisito MREL. Nuove previsioni in punto di violazione del requisito MREL e modifica dello stacking order dei requisiti di patrimonializzazione dell’ente.*

Come si è già potuto anticipare, la composizione quantitativa dei requisiti TLAC e soprattutto MREL è stata interessata da: (i) l’introduzione di requisiti di Primo Pilastro (di regola, necessariamente subordinati) per *determinate* categorie di banche; (ii) l’introduzione di una *discrezionale* e aggiuntiva componente di MREL subordinato di Secondo Pilastro per banche che ricadono *sub* (i), in situazioni in cui l’autorità di risoluzione giudichi la *resolution strategy* dell’ente non credibile o praticabile, o comunque individui la presenza di rischi per la risolvibilità dell’ente e (iii) il riconoscimento legislativo della metodologia di calibrazione introdotta, ante-riforma, dal Regolamento Delegato 2016/1450 per tutte le *altre* banche. Ma andiamo per ordine:

Il CRR provvede ora a definire il coefficiente di fondi propri e passività ammissibili (*i.e.*, requisito TLAC) che gli enti a rilevanza sistemica devono rispettare (ad “integrazione” dei coefficienti minimi di patrimonializzazione), e nello specifico richiede che i G-SIIs si dotino di un quantitativo di fondi propri e passività ammissibili pari al più alto dei valori tra: (i) il 16% dei RWAs<sup>734</sup> o il 6% del valore totale delle esposizioni rilevanti per il denominatore del coefficiente di leva finanziaria (*leverage*

---

<sup>732</sup> E infatti, per assicurare il meccanismo di consolidamento delle perdite in capo all’ente su cui vengono applicate le misure di risoluzione, il novellato art. 59, paragrafo 1, secondo alinea, BRRD, recita: “*Where relevant capital instruments and eligible liabilities have been purchased by the resolution entity indirectly through other entities in the same resolution group, the power to write down or convert those relevant capital instruments and eligible liabilities shall be exercised together with the exercise of the same power at the level of the parent undertaking of the entity concerned or at the level of other parent undertakings that are not resolution entities, so that the losses are effectively passed on to, and the entity concerned is recapitalised by, the resolution entity*”.

<sup>733</sup> Nel caso di disaccordi e divergenze si prevede la possibilità per le autorità di demandare, subordinatamente al rispetto di determinate condizioni di procedibilità, la risoluzione della controversia alla mediazione dell’EBA.

<sup>734</sup> V. art. 494, paragrafo 1, CRR. Come si vedrà, il requisito in questione, quando rispettato tramite emissione di passività ammissibili, richiede che tali passività risultino subordinate ad altre ben individuate categorie di crediti c.d. *esclusi* (che si analizzeranno *infra* nel Paragrafo 9.3). Ebbene, *ex art.* 494, paragrafo 2, CRR, l’autorità di risoluzione può autorizzare l’elezione nel complessivo requisito TLAC di passività di rango pari o superiore alla *tranche* di rango più basso dei crediti c.d. *esclusi*, per un ammontare non superiore al 2.5% dei RWAs del complessivo 16% delle complessive esposizioni ponderate per il rischio della *resolution entity*, condizionatamente al rispetto delle previsioni *ex art.* 72c, paragrafo 3, CRR, per cui v. *infra* nt. 736.

*ratio exsporure*)<sup>735</sup> e (ii) dal 1° gennaio 2022, il 18% dei RWAs o il 6.75% del valore totale delle esposizioni rilevanti per il denominatore del coefficiente di leva finanziaria<sup>736 737</sup>. Evidentemente, come già rimarcato in sede di analisi del TLAC *Term Sheet*, i livelli in esame comprendono al loro interno i livelli di fondi propri minimi previsti dal CRR e dal CRDIV (ad esclusione della riserva complessiva di capitale, per le ragioni già evidenziate).

Venendo al requisito MREL e alla sua caratterizzazione quantitativa, norma di prioritaria analisi è il nuovo art. 45, paragrafo 2, BRRD, ai sensi della quale esso deve essere *espresso* (ma si vedrà, anche *calcolato e determinato*) come una percentuale sia dei RWAs, che del valore totale delle esposizioni rilevanti per il denominatore del coefficiente di leva finanziaria. Si è dunque deciso di rimuovere il riferimento al valore totale delle passività e dei fondi propri, contenuto nel precedente art. 45, paragrafo 1, BRRD, come indicatore di riferimento per l'*espressione* del requisito MREL, e allora di *allineare* questo alle *metriche* utilizzate sia per la determinazione dei requisiti di capitalizzazione che per quelle appena viste del requisito TLAC<sup>738</sup>.

Ciò detto, la BRRD si caratterizza ora per la presenza di specifici requisiti di MREL di Primo Pilastro rigorosamente *subordinati* per:

(a) i G-SIIs, nelle forme di un *add-on* al requisito TLAC – potendo allora estendersi il *quantum* di

---

<sup>735</sup> Ossia da calcolarsi in conformità con gli articoli 429 e 429a CRR, che presiedono all'individuazione del denominatore del nuovo requisito di leva finanziaria. Si tratta, come già si è avuto modo di sottolineare nel corso del Capitolo (v. supra Paragrafo 5.5), di esposizioni *unweighted*, in cui è dunque rilevante il valore facciale delle stesse. E infatti, nella prassi si è soliti riferirsi all'indice di leva finanziaria come un *non-risk weighted capital requirement*.

<sup>736</sup> V. art. 92a, paragrafo 1, CRR. L'ente che acquista la qualifica di G-SII ha tre anni di tempo, dal momento in cui avviene l'identificazione, per conformarsi al requisito (art. 92a, paragrafo 2, CRR). Inoltre, i requisiti non sono vincolanti nei due anni che seguono o l'applicazione di una misura di risoluzione tramite *bail-in* o il salvataggio dell'ente finanziato con risorse del settore privato (art. 92a, paragrafo 2, CRR).

Come per il rispetto dei requisiti transitori (v. supra nt. 734), ma soprattutto come già visto per lo *standard* TLAC del FSB (v. supra nt. 667), l'autorità di risoluzione può autorizzare l'elezione di passività di rango pari o superiore alla *tranche* di rango più basso dei crediti c.d. esclusi (che si analizzeranno *infra* nel Paragrafo 9.3) nel complessivo requisito TLAC, sia (i) per un ammontare non superiore al 3.5% dei RWAs della *resolution entity*, che in subordine ed eccezionalmente (ii) anche per qualsiasi ammontare, a condizione che il *volume* dei crediti esclusi dotati di un rango concorsuale pari o inferiore a quello degli strumenti di cui si chiede l'elezione non ecceda il 5% del totale degli strumenti TLAC emessi esternamente dall'ente, ma in entrambi i casi condizionatamente al rispetto delle previsioni *ex art. 72b*, paragrafi 3 e 4, CRR, le quali mirano a evitare che l'elezione di passività ammissibili non subordinate nell'aggregato TLAC sollevi rischi di *violazione* del principio del NCWO. Il rispetto dei requisiti imposti in questi due paragrafi rappresenta l'*unica* possibilità concessa all'ente (e all'autorità di risoluzione) per il riconoscimento di passività *senior* nell'aggregato TLAC (art. 72b, paragrafo 5, CRR).

<sup>737</sup> Gli artt. da 72e a 72i CRR impongono un regime di *deduzioni* dall'aggregato TLAC simile a quello definito in sede di rettifiche al valore del capitale regolamentare (per cui *supra*, nt. 440). Così, *inter alia*, si richiede alle istituzioni soggette al requisito di dedurre dalla propria base (*i.e.* dal numeratore del requisito) TLAC: (i) gli strumenti *propri* di passività ammissibili detenuti dall'ente direttamente, indirettamente o sinteticamente (inclusi quelli che l'ente, in virtù di obblighi contrattuali, dovrà riacquistare) e (ii) gli strumenti di passività ammissibili emessi da *altri* G-SIIs e detenuti dall'ente direttamente, indirettamente o sinteticamente. Sulla logica sottostante il regime di deduzioni di passività soggette a *bail-in* tra intermediari finanziari, cfr. V. DE STASIO, *A proposito di uno scritto*, *op.cit.*, 175.

<sup>738</sup> Il regime di deduzioni che si applica all'aggregato TLAC (v. supra, nt.737) si applica anche all'aggregato MREL in virtù del rinvio fatto dall'art. 45b, paragrafo 1, secondo sotto-paragrafo, BRRD, sia ai metodi di determinazione del *quantum* "netto" di *eligible liabilities* che, soprattutto, all'art. 72k CRR, per cui "*the eligible liabilities of an institution shall consist of the eligible liabilities items of the institution after the deduction referred to in article 72e*".

quest'ultimo<sup>739</sup> – per un ammontare pari all'8% dei TLOF<sup>740</sup>;

(b) le nuove *top-tier banks*, ossia *resolution entities* non identificate come G-SIIs ma a capo di un *resolution group* il cui valore totale degli impieghi risulti superiore ai 100 miliardi di Euro<sup>741</sup>, per un ammontare pari al 13.5% dei RWAs o al 5% delle *leverage ratio exposures*<sup>742</sup>, quale maggiore dei due. Come per i G-SIIs, il *quantum* di MREL può essere *esteso* e giungere ad un livello pari all'8% del totale delle passività e dei fondi propri dell'ente<sup>743</sup>;

(c) le “fished” *banks*, ossia banche (*rectius, resolution entities*) non qualificate né come G-SIIs né come *top tier banks*, ma per cui “*a resolution authority has assessed as reasonably likely to pose a systemic risk in the event of [their] failure*”<sup>744</sup>. A tali banche sono estesi i livelli minimi visti *sub (b)* per le *top tier banks*<sup>745</sup>.

La legislazione poi, per *tutte* le categorie di banche passate in rassegna, riconosce in capo all'autorità di risoluzione il potere di imporre discrezionalmente un (ulteriore) requisito di MREL (c.d. *discretionary pillar 2 MREL subordination requirement*)<sup>746</sup>. In particolare, questo requisito addizionale può essere imposto: (a) solamente ad un numero di *resolution entities* non superiore al 30% del totale di G-SIIs; *top-tier banks* e “fished” *banks* attive nella giurisdizione dell'autorità di

---

<sup>739</sup> Evidentemente i G-SIIs chiamati formalmente al rispetto di un requisito TLAC e MREL ben possono utilizzare le medesime emissioni per il rispetto di entrambi i requisiti (c.d. *double-counting*), stante l'*identità* delle risorse utilizzabili, e sul punto v. SRB, *Addendum to the SRB 2018 MREL policy on new CRR requirements*, disponibile su [www.srb.europa.eu](http://www.srb.europa.eu), 2019, § 11. Sebbene la fattispecie presa in considerazione dal SRB fa riferimento al rispetto congiunto nel *nuovo* requisito TLAC e del *precedente* requisito MREL, l'argomento parrebbe applicabile a qualsiasi fattispecie in cui un ente sistemico è chiamato al contemporaneo rispetto dei due requisiti.

<sup>740</sup> V. art. 45b, paragrafo 4, BRRD, il quale peraltro permette l'applicazione di un c.d. *reduction factor*, ossia la possibilità di ridurre il requisito dell'8% subordinatamente al rispetto di determinate condizioni, e comunque non oltre un *floor* individuato da una formula ivi espressa. Sulle ragioni sottese alla necessità di assicurare un livello di fondi propri e passività ammissibili non inferiore all'8% del valore totale delle passività e dei fondi propri dell'ente, v. quanto detto *supra* in nt. 688.

Di incerta collocazione e interazione con l'articolo appena passato in rassegna risulta l'art. 45d BRRD, ove si riconosce genericamente all'autorità di risoluzione il potere di imporre ai G-SIIs un (ulteriore?) *quantum* di MREL qualora ciò si renda necessario per rispettare le condizioni di cui all'art. 45c BRRD (che, come subito si vedrà nel Paragrafo, non si discostano da quelle già previste nel precedente art. 45 BRRD e passate in rassegna *supra*, in nt. 686).

<sup>741</sup> V. art. 45c, paragrafo 5, BRRD.

<sup>742</sup> V. art. 45c, paragrafo 5, BRRD.

<sup>743</sup> V. art. 45b, paragrafo 4, BRRD. Anche in questo caso si prevede la possibile applicazione di un *reduction factor*, nei medesimi termini indicati *supra* in nt. 740. Peraltro, qualora l'applicazione del requisito dell'8% dei TLOF porti alla necessità di un fabbisogno di MREL superiore al 27% dei RWAs, l'autorità di risoluzione dovrebbe limitare a questo minore ammontare il requisito obbligatorio, e v. il secondo sotto-paragrafo dell'articolo appena riportato.

<sup>744</sup> art. 45c, paragrafo 6, BRRD. La decisione dell'autorità di risoluzione di applicare a una determinata *resolution entity* i requisiti di MREL di Primo Pilastro – ed esattamente per tale metodo di selezione definite nella prassi “fished” – è subordinata alla necessaria considerazione de: (a) la prevalenza dei depositi, e l'assenza di strumenti di debito, nel modello di finanziamento dell'ente; (b) la concreta possibilità per l'ente di accedere ai mercati dei capitali per le passività ammissibili e (c) la misura in cui l'ente ricorre a elementi di CET1 per soddisfare il requisito MREL.

<sup>745</sup> V. art. 45c, paragrafo 6, BRRD e 45b, paragrafo 4, BRRD, quest'ultimo per la determinazione del fabbisogno di MREL ad un livello pari all'8% del totale delle passività e dei fondi propri. Peraltro, a differenza di quanto evidenziato in nt. 743 per le *top tier banks*, non è prevista l'applicazione di un *cap* del fabbisogno di MREL al 27% dei RWAs.

<sup>746</sup> V. art. 45b, paragrafi 7 e 8, BRRD.

risoluzione<sup>747</sup>; (b) soltanto rispetto a situazioni in cui la risolvibilità dell'ente è ritenuta a rischio<sup>748</sup> e (c) per un ammontare che non superi la risultante di una *formula* la quale incorpora i valori di Primo e Secondo Pilastro e il requisito complessivo di riserva di capitale a cui risulta sottoposto l'ente a livello consolidato<sup>749</sup>.

Infine la BRRD adotta, per tutte le restanti banche che non ricadono in alcuna delle categorie di cui si è dato sinora conto, un approccio al tema della calibrazione del requisito MREL non dissimile da quello consolidatosi anteriforma. Sicché, dopo aver elencato i criteri che devono informare e guidare l'azione dell'autorità di risoluzione nella determinazione del requisito<sup>750</sup>, si prevede<sup>751</sup> che il livello MREL sia pari ad un importo sufficiente ad assicurare, in uno scenario risolutorio, (i) l'assorbimento integrale delle perdite che prevedibilmente sosterrà l'ente<sup>752</sup> e, eventualmente, (ii) la ricapitalizzazione dell'ente (e, nel caso di *resolution entity*, delle altre entità appartenenti al gruppo di risoluzione) di modo che questi continui a rispettare le condizioni per l'autorizzazione e la continuazione dell'attività<sup>753</sup>. Quest'ultima componente può essere *ulteriormente* aumentata, se ciò

---

<sup>747</sup> V. art. 45b, paragrafo 8, BRRD. Peraltro l'ultimo capoverso dell'articolo in questione riconosce agli Stati membri la facoltà di aumentare la soglia in questione.

<sup>748</sup> V. art. 45b, paragrafo 8, BRRD, dove si specifica che l'autorità di risoluzione può imporre il rispetto di questo quantitativo di Secondo Pilastro *solo se*, alternativamente: (a) in sede di valutazione sulla possibilità di risoluzione dell'ente siano stati individuati rilevanti impedimenti per quest'ultima, e inoltre (i) non sia stata presa alcuna delle misure correttive *ex art. 17*, paragrafo 5, BRRD o (ii) qualora siano state prese, non abbiano sortito alcun'effetto; *oppure* (b) l'autorità di risoluzione ritenga che la fattibilità e la credibilità della strategia di risoluzione prescelta per la *resolution entity* non sia credibile o fattibile, tenendo conto delle dimensioni e delle interconnessioni dell'entità, della natura, dell'ambito di applicazione, del rischio e della complessità delle sue attività, del suo *status* giuridico e della sua struttura azionaria *oppure* (c) la *resolution entity* rientri nel 20% degli intermediari più rischiosi (rischiosità valutata dalle autorità di vigilanza conformemente alle risultanze del SREP) tra quelli per cui l'autorità di risoluzione è competente a determinarne il coefficiente MREL.

<sup>749</sup> V. art. 45b, paragrafo 8, BRRD, ove nello specifico l'ammontare del requisito di Secondo Pilastro di MREL è individuato nella risultante della seguente formula:  $2 * CRR \text{ Pillar } 1 + 2 * CRDIV \text{ Pillar } 2 + \text{combined buffer requirement}$ .

<sup>750</sup> V. art. 45c, paragrafo 1, BRRD. Non si tratta di criteri diversi da quelli che erano elencati nel precedente art. 45, paragrafo 6, BRRD, di cui si è dato conto in nt. 686 e a cui si rimanda.

<sup>751</sup> V. art. 45c, paragrafo 2, BRRD.

<sup>752</sup> V. art. 45c, paragrafo 2, lett. a, BRRD. Si tratta del *loss absorption amount*, che è ulteriormente definita nell'art. 45c, paragrafo 3, lett. a, punto (i), BRRD, come equivalente alla somma del requisito di Primo e Secondo Pilastro della *resolution entity*. La metodologia di computo dunque non è nella sostanza diversa da quella vigente sotto il Regolamento Delegato 1450/2016 e illustrata *supra* in nt. 689, a cui dunque si rimanda. A differenza del quadro anteriforma però non sono possibili aggiustamenti o rettifiche del valore *de quo*.

L'art. 45c, paragrafo 3, lett. b, punto (i), BRRD, tiene conto della necessità di definire il complessivo requisito MREL anche rispetto alla misura complessiva delle esposizioni *unweighted* della *resolution entity*, e dunque parametrizza la componente *loss absorption* al 3% del valore di dette esposizioni (*rectius*, al 3% del valore totale delle esposizioni rilevanti per il denominatore del coefficiente di leva finanziaria, in linea con la metrica ormai familiare in queste pagine). Stessi criteri valgono infine per il calcolo della componente MREL *loss absorption* imposta agli enti che non sono *resolution entities* (i.e., le controllate della *resolution entity* che assieme a questa compongono un *resolution group* e emetteranno allora prevalentemente risorse di *internal MREL*), e v. il paragrafo 7 dell'art. 45c, rispettivamente lett. a, punto (i) e lett. b, punto (i).

<sup>753</sup> V. art. 45c, paragrafo 2, lett. b, BRRD. Si tratta del *recapitalisation amount*, che è ulteriormente definita nell'art. 45c, paragrafo 3, lett. a, punto (ii), BRRD, come equivalente alla somma del requisito di Primo e Secondo Pilastro nel corrispondente ammontare post-risoluzione. La metodologia di computo non è dunque nella sostanza diversa da quella vigente sotto il Regolamento Delegato 2016/1450 e illustrata *supra* in nt. 690, a cui dunque si rimanda. Sono inoltre possibili aggiustamenti e rettifiche al valore così individuato sia verso l'alto che verso il basso, e v. l'art. 45c, paragrafo 3, quinto sotto-paragrafo, lett. b, BRRD.



risulta “*necessary to ensure that following resolution the entity is able to sustain sufficient market confidence for an appropriate period, which shall not exceed one year*”<sup>754</sup>. A differenza che per i livelli di MREL che si applicano a G-SIIs; *top-tier* e “*fished*” *banks*, il requisito MREL previsto per queste banche *non* deve essere necessariamente subordinato, ossia, nella sua componente *debt*, soddisfatto con passività ammissibili assistite da clausola di subordinazione (o comunque subordinate per vie diverse da quella contrattuale)<sup>755</sup>, e in tal senso la legislazione si pone in soluzione di continuità con quella previgente. Peraltro, dato che come si è visto proprio da fattispecie del genere possono sorgere rischi di violazione del principio del NCWO, si riconosce ora all’autorità di risoluzione il potere di imporre che una parte del requisito MREL di queste istituzioni, non superiore all’8% del valore totale di fondi propri ed esposizioni dell’ente, venga rispettato con emissione di passività ammissibili subordinate, quando si paventi il rischio in questione<sup>756</sup>. La decisione di imporre un requisito di subordinazione è evidentemente da prendersi caso per caso, valutando il concreto scenario in cui opera e che riguarda la banca in questione.

Il legislatore europeo è intervenuto anche sul tema della *violazione* del requisito MREL, introducendo meccanismi di reazione non dissimili da quelli che conseguono alla violazione del requisito complessivo di riserva di capitale, ossia vincoli alla facoltà dell’intermediario di deliberare la *distribuzione* di quote del patrimonio sociale che sarebbero disponibili in un’ottica societaria, per un ammontare però potenzialmente *superiore* al MDA (per il quale si rimanda all’analisi fatta nel Paragrafo 5.4). Infatti, è ora previsto<sup>757</sup> che, qualora l’intermediario rispetti il suo requisito di riserva complessiva di capitale quando calcolato in *aggiunta* ai requisiti di Primo e Secondo Pilastro, ma *non* lo rispetti quando calcolato in *aggiunta* al requisito MREL determinato rispetto ai RWAs dell’ente (e

---

L’art. 45c, paragrafo 3, lett. *b*, punto (ii), BRRD, tiene conto della necessità di definire il complessivo requisito MREL anche rispetto alla misura complessiva delle esposizioni *unweighted* della *resolution entity*, e dunque parametrizza il *recapitalisation amount* al 3% del valore di dette esposizioni (*rectius*, al 3% del valore totale delle esposizioni rilevanti per il denominatore del coefficiente di leva finanziaria), in linea con la necessità che post-risoluzione dovrà essere garantito anche il rispetto e la ricostruzione dell’ormai vincolante requisito di leva. In questo caso peraltro, ossia quando il *recapitalisation amount* è parametrizzata rispetto al coefficiente di leva finanziaria, non sono previste rettifiche verso l’alto o il basso.

Stessi criteri valgono infine per il calcolo della componente MREL di ricapitalizzazione imposta agli enti che non sono *resolution entities* (*i.e.*, le controllate della *resolution entity* che assieme a questa compongono un *resolution group* e emetteranno allora prevalentemente risorse di *internal MREL*), e v. il paragrafo 7 dell’art. 45c, rispettivamente lett. *a*, punto (ii) e lett. *b*, punto (ii).

<sup>754</sup> Art. 45c, paragrafo 3, sesto sotto-paragrafo, BRRD. Si tratta del *market confidence buffer*, che era già previsto nel Regolamento Delegato 2016/1450, e in tal senso v. *supra* nt. 690. L’ammontare in questione dovrebbe essere equivalente al requisito complessivo di riserva di capitale dedotta la riserva anticiclica dell’ente (Art. 45c, paragrafo 3, settimo sotto-paragrafo), ma aumentabile o diminuibile a seconda che l’autorità di risoluzione ritenga ciò sia necessario o sufficiente per sostenere la fiducia del mercato (Art. 45c, paragrafo 3, ottavo e nono sotto-paragrafo).

<sup>755</sup> E in tal senso v. art. 45b, paragrafo 1, lett. *b*, BRRD, che dispone la disapplicazione dell’art. 72b, paragrafo 2, lett. *d*, CRR, norma che riguarda la necessaria subordinazione delle passività ammissibili ad un determinato gruppo di passività, come subito si vedrà *infra* nel Paragrafo 9.3.

<sup>756</sup> V. art. 45b, paragrafi 5 e 9, BRRD.

<sup>757</sup> V. art. 16a BRRD.

ciò a dire che, nello *stacking order* tra i vari requisiti di capitalizzazione che si è esposto nel Paragrafo 5.6, il requisito complessivo di capitale si colloca al di sopra *anche* del requisito MREL), l'autorità di risoluzione *può* imporre vincoli e divieti<sup>758</sup> alla distribuzione di quote di patrimonio disponibili in un'ottica societaria, verso i titolari di strumenti rispettivamente di CET1 e AT1 e ai pagamenti discrezionali o di componenti variabili della retribuzione a favore dei *managers*, in termini dunque *identici* a quanto già previsto dall'art. 141 CRDIV. Si prevede espressamente poi che i vincoli in questione possano essere superiori nel *quantum* (“more than the Maximum Distributable Amount”, o anche “M-MDA”) a quelli che seguirebbero ad una violazione del *combined buffer requirement*<sup>759</sup>. La previsione, al di là degli aspetti tecnici, sembra assumere rilevanza come indice del rinnovato *ruolo* che ha acquisito il debito nello scenario prudenziale bancario: infatti, se all'incapacità dell'ente di contrarre debito di una certa qualità, o rifinanziarsi tramite pratiche di *roll-over* e soddisfare così il proprio requisito MREL, possono seguire sul piano societario gli *stessi* effetti che si ricollegano alla violazione di un *buffer* composto esclusivamente da elementi di CET1 (quindi, di *equity*), allora sembrerebbe confermata quella *equivalenza funzionale* che, a certi fini, debito e capitale assumono nel contesto bancario.

Inoltre, la fattispecie *de quo*, ma *anche* la violazione del requisito TLAC, sono ora considerate dalla BRRD come un *impedimento* alla risolvibilità dell'ente, che allora legittima l'autorità di risoluzione ad esercitare i relativi poteri di reazione<sup>760</sup>.

---

<sup>758</sup> A differenza di una violazione del *combined buffer requirement*, dove i vincoli scattano *automaticamente* e l'autorità di supervisione è solo chiamata a *constatarne* la violazione, la procedura delineata dall'art. 16a BRRD riconosce una certa *discrezionalità* all'autorità di risoluzione circa l'esercizio dei poteri in questione. Si tratta di una differenza ragionevole, che trova giustificazione in base al *diverso* contesto in cui il regime vincolistico è collocato: mentre le limitazioni alle distribuzioni disposte dall'art. 141 CRDIV mirano essenzialmente a rimediare ad una situazione in cui i livelli di capitalizzazione sono stati erosi e dunque vi è necessità di re-integrarli, una violazione del requisito MREL non è necessariamente dovuta ad ammanchi di capitale, ma può dipendere dall'incapacità dell'ente di rifinanziarsi vuoi tramite emissione di nuove passività o tramite operazioni di riscadenziamento del debito (c.d. *rolling-over*). A riguardo, si è detto che: “*it may not always be appropriate to automatically restrict distributions where there has been no reduction in the levels of CET1 in the institution and an institution failed to roll over or issue sufficient debt (for instance, due to general market turbulence rather than the idiosyncratic position of the institution itself). In such a situation, a restriction of payments on debt coupons could actually be counterproductive because it could exacerbate MREL-eligible debt issuance difficulties (as investors could be discouraged from buying new instruments). Furthermore, the MDA framework was designed for a different purpose—the preservation and restoration of capital in the context of the CBR—and it may not be appropriate for it to trigger immediately as a result of a failure to roll over or issue sufficient MREL-eligible debt (which should be remedied by attempting to issue or reissue MREL-eligible debt)*” – così EBA, *Final report on MREL*, *op.cit.*, 87.

<sup>759</sup> In realtà l'art. 16a BRRD istituisce una procedura abbastanza complessa, e in cui numerosi sono gli attori chiamati a parteciparvi. Volendone descrivere le fasi principali, si prevede: (i) l'obbligo in capo all'intermediario che non rispetti il requisito MREL (*rectius*, il requisito complessivo di riserva di capitale, quando calcolato in aggiunta al requisito MREL) di notificare immediatamente la competente autorità di risoluzione, la quale (ii) è obbligata, successivamente, a consultare la competente autorità di vigilanza per decidere sulla necessità o meno di imporre le restrizioni in oggetto. Tale discrezionalità è in realtà garantita soltanto per i primi nove mesi dalla notifica, lungo i quali l'autorità di risoluzione è chiamata a valutare mese per mese l'opportunità di esercitare i poteri in questione. Al nono mese, se l'intermediario risulta ancora inadempiente ai requisiti imposti, le restrizioni alle distribuzioni e ai pagamenti si applicano automaticamente (ma anche in questo caso è prevista un'ultima estrema eccezione, basata su ragioni di stabilità finanziaria del sistema).

<sup>760</sup> V. il nuovo art. 17, paragrafo 3, lett. *a* e *b*, BRRD, dove la fattispecie “*impediment to resolvability*” è integrata dalla violazione del requisito MREL e TLAC, quando calcolati rispetto agli attivi ponderati per il rischio. Tale situazione

### 9.3. *Profili qualitativi del nuovo requisito TLAC e del riformato requisito MREL: la nuova nozione di passività ammissibili.*

Anche sul piano della *qualità* dei valori di impresa astrattamente idonei a essere computati nei nuovi aggregati patrimoniali si riscontrano importanti differenze rispetto alla legislazione anteriforma. Così, rimossi i criteri che nel precedente art. 45 BRRD concorrevano alla perimetrazione delle passività ammissibili, la nuova regolamentazione, non rinunciando all'ormai "collaudato" approccio "sostanzialistico" per l'individuazione del finanziamento rilevante, si presenta ora molto più *strutturata e dettagliata*, e spinge la riformata categoria delle *eligible liabilities* a porsi quasi come *genere prossimo* della classe del Tier 2 del capitale regolamentare.

In termini operativi, le nuove classi di discipline che individuano la categoria degli strumenti di passività ammissibili sono contenute nel CRR<sup>761</sup>. Su di essa dunque, oltre che sugli elementi di fondi propri, si erige la formazione dell'aggregato TLAC, ma su di essa si modella anche l'aggregato MREL (e non potrebbe essere altrimenti, stante l'equivalenza funzionale dei due *standards*)<sup>762</sup>, nonostante alcune particolarità proprie di quest'ultimo, che si traducono sia nella possibilità di *derogare* ad alcuni criteri della disciplina contenuta nel CRR che in criteri *aggiuntivi* a quest'ultima. Nel corso del presente Paragrafo si procederà allora nella maniera che segue: si darà prima conto delle caratteristiche basilari della nuova categoria delle passività ammissibili<sup>763</sup> rinvenibili nel CRR (e in tal senso si adotterà il consueto schema espositivo già adottato per l'analisi degli strumenti di capitale regolamentare). Successivamente, ci si soffermerà sulle particolarità che caratterizzano l'eleggibilità dei medesimi rapporti di finanziamento nell'aggregato MREL.

Così, in via di prima approssimazione, il CRR richiede che gli strumenti di passività ammissibili (*a*)

---

obbliga l'ente a proporre e concordare con l'autorità di risoluzione l'attuazione di specifiche misure *correttive* e di rientro che, qualora si rivelino inefficaci o impraticabili (paragrafo 4), legittimano l'autorità di risoluzione all'esercizio di una vasta gamma di poteri (paragrafo 5). In particolare, l'autorità di risoluzione può imporre all'ente l'emissione di nuove passività ammissibili o anche la rinegoziazione di termini e scadenze delle medesime (oltre che degli strumenti di fondi propri).

<sup>761</sup> V. il nuovo *Chapter 5a* del CRR e la *Section 1* rubricata "Eligible liabilities items and instruments". Ai fini della presente trattazione assumeranno importanza principalmente i nuovi artt. 72a, 72b e 72c CRR.

<sup>762</sup> Così, v. art. 45b, paragrafo 1, CRR, ove l'esplicito rimando ai rilevanti articoli del CRR – 72a, 72b e 72c –.

<sup>763</sup> Ai sensi dell'art. 72a CRR, sono computabili nella nuova classe delle passività ammissibili non solo gli strumenti di raccolta che effettivamente rispettano i criteri di eleggibilità di questa nuova classe – di cui subito nel testo, e che trovano esposizione negli artt. 72b e 72c CRR – ma anche gli strumenti di Tier 2 con una durata residua di almeno un anno, ai sensi dell'art. 64 CRR, e nella misura in cui non siano computati in quella classe di fondi propri.

Ebbene, con riferimento a quest'ultimo criterio, il legislatore europeo sembra essere incorso in una *svista*, da cui è seguita un'*antinomia* legislativa: come si è visto infatti, attualmente: (i) gli strumenti di Tier 2 sono per definizione subordinati alle *eligible liabilities* (art. 63, paragrafo 1, lett. c, CRR) e (ii) gli strumenti di fondi propri devono (*rectius*, dovranno) avere tutti necessariamente un rango *inferiore* rispetto agli strumenti che *non* rientrano nei fondi propri dell'ente (art. 48, paragrafo 7, BRRD), donde l'inclusione tra le passività ammissibili di strumenti non più eletti nel Tier 2, ma che comunque hanno un *ranking* concorsuale analogo a questi, viola *per definizione* quanto *sub (ii)* (a rigor del vero, questo problema dovrebbe sorgere a prescindere dal riconoscimento dello strumento di Tier 2 tra le passività ammissibili).

siano emessi direttamente dalla *resolution entity*; (b) mettano a disposizione dell'ente una provvista che permanga nel patrimonio per *almeno* un anno (prevedendosi poche se non nulle limitazioni alla presenza di *put* e *call options*, e dunque a ipotesi di rimborso anticipato della provvista, se non la presenza di un *redemption approval regime* non dissimile da quello che governa l'area degli strumenti di fondi propri); (c) non prevedano clausole di remunerazione legate al merito creditizio della *resolution entity* o della controllante di questa e (d) contribuiscano ad assorbire le perdite, perlomeno in una situazione di *gone-concern* dell'ente, per il tramite di un meccanismo che *subordini* la pretesa incorporata nel titolo a quelle di una ben individuata classe di passività c.d. *escluse* dall'eleggibilità nell'aggregato TLAC (ma non è escluso che vi contribuiscano anche in situazioni di *going-concern*, condizionatamente all'attivazione di una misura di *bail-in*). In termini più dettagliati:

(a) Come già per gli strumenti di capitale regolamentare, quanto *sub (a)* compendia un insieme di criteri il cui rispetto mira ad imporre una effettiva traslazione al mercato del rischio sotteso allo strumento. Sicché, si richiede che tali strumenti: (i) siano direttamente emessi dall'ente<sup>764</sup>; (ii) siano interamente liberati<sup>765</sup>; (iii) non siano acquistati dall'ente medesimo, o da un'altra società inclusa nel medesimo *resolution group*, ovvero da un'impresa in cui l'ente detenga, direttamente o indirettamente attraverso forme di controllo, almeno il 20% dei diritti di voto o del capitale<sup>766</sup> e (iv)

---

<sup>764</sup> V. art. 72b, paragrafo 2, lett. a, CRR. In via eccezionale e condizionatamente al rispetto di specifiche circostanze, i nuovi artt. 88a CRR e 45b, paragrafo 2, lett. a, BRRD, permettono il riconoscimento tra le *eligible liabilities* emesse (esternamente) dalla *resolution entity* di strumenti di passività ammissibili emesse da *controllate* di questa e sottoscritti da "existing shareholders" rientranti nel perimetro di consolidamento del gruppo, ma non del *resolution group* (si pensi al caso in cui si preveda l'applicazione di una *multiple point of entry resolution strategy*). In sintesi, (i) le passività in oggetto devono essere emesse da una controllata appartenente al *resolution group* della *resolution entity* e (ii) devono essere sottoscritte da un *existing shareholder* situato al di fuori del *resolution group*; (iii) l'esercizio dei poteri di svalutazione e conversione non deve compromettere il controllo della *resolution entity* sulla controllata e (iv) il loro ammontare non deve eccedere il *quantum* del requisito di *internal MREL* della controllata rispettato con fondi propri e passività ammissibili sottoscritte dalla *resolution entity*. Queste condizioni mirano essenzialmente ad assicurare che la presenza di passività ammissibili emesse *esternamente*, ma al livello della controllata e *non* della *resolution entity*, non comprometta il controllo della *resolution entity* sulla controllata in caso di esercizio dei poteri di conversione e svalutazione.

<sup>765</sup> V. art. 72b, paragrafo 2, lett. a, CRR.

<sup>766</sup> V. art. 72b, paragrafo 2, lett. b, CRR. Qui vale riportare il nuovo art. 44a BRRD, rubricato "Selling of subordinated eligible liabilities to retail clients", il quale introduce un filtro al libero collocamento delle passività ammissibili tra gli investitori al dettaglio (come individuati dall'art. 4, paragrafo 1, punto 11, della Direttiva 2014/65/UE). Nello specifico, la vendita degli strumenti di passività ammissibili ai soggetti in questione è subordinata a: (i) l'attuazione di un *test* di adeguatezza a norma dell'articolo 25, paragrafo 2, della Direttiva 2014/65/UE e (ii) la positiva determinazione (e documentazione, a norma dell'articolo 25, paragrafo 6, della menzionata Direttiva) del venditore circa l'adeguatezza delle passività in questione al profilo di rischio del cliente. Inoltre, il secondo paragrafo dell'articolo introduce criteri aggiuntivi qualora il portafoglio di strumenti finanziari del cliente al dettaglio non superi, al momento dell'acquisto, 500.000,00 Euro. Infine, il quinto paragrafo della norma riconosce agli Stati membri la facoltà di introdurre un taglio/importo nominale minimo di emissione di almeno 50.000,00 Euro per le suddette passività (scelta che il legislatore italiano ha già preso in punto di introduzione nell'ordinamento domestico degli strumenti di debito chirografario di secondo livello, come si è visto *supra* in nt. 710).

L'articolo in questione mira plausibilmente a far sì che il "nociolo duro" degli strumenti *bail-inable* sia detenuto da soggetti con un certo grado di percezione del rischio, se non proprio investitori professionali, di modo che l'esercizio della misura del *bail-in* non sia ostacolata da considerazioni "politiche e sociali" circa il cuscinetto di passività effettivamente deputato a garantire l'attuazione del *burden sharing*. Peraltro, ammesso ciò, pare lecito chiedersi come mai una simile previsione non si sia introdotta anche a "tutela" degli investitori in strumenti di capitale regolamentare,

non siano stati liberati (o comunque acquistati) a fronte di forme di assistenza finanziaria diretta o indiretta prestata dalla *resolution entity*<sup>767</sup>.

(b) sul piano della permanenza dei valori acquisiti tramite emissioni di passività ammissibili si riscontrano criteri di eleggibilità che tentano di garantire ai fondi ottenuti un certo grado di *stabilità* nel patrimonio dell'ente – in particolare, imponendosi un *redemption approval regime* non dissimile da quello disposto per gli strumenti di AT1 e Tier 2 (per cui v. *supra* i Paragrafi 5.9 e 5.10) – seppur in termini generalmente meno intensi di quelli che si riscontrano per gli strumenti di fondi propri.

Così, si richiede che tali strumenti: (i) abbiano una durata di almeno un anno<sup>768</sup>; (ii) non presentino alcuna disposizione che *incentivi* l'ente a rimborsare o ripagare il valore nominale dello strumento prima della scadenza, se non nei casi di cui all'art. 72c, paragrafo 3, CRR (il quale in realtà *legittima* queste pratiche, depotenziando allora la portata precettiva della previsione)<sup>769</sup>; (iii) non siano rimborsabili anticipatamente, in virtù di una “holder redemption option” (*i.e.*, un'opzione *put*), se non nei casi di cui all'art. 72c, paragrafo 2, CRR (il quale in realtà *legittima* queste pratiche, depotenziando allora la portata precettiva della previsione)<sup>770</sup>; (iv) qualora includano opzioni di rimborso anticipato (“early redemption option”), tra le quali ad esempio opzioni *call*, tali opzioni possono essere esercitate unicamente a descrizione dell'emittente<sup>771</sup> e sono soggette alle previsioni dell'art. 72c, paragrafi 3<sup>772</sup> e 4, CRR<sup>773</sup>; (v) possano comunque essere rimborsati anticipatamente *solo* subordinatamente al

---

per cui tali pericoli si pongono *a fortiori*. Probabilmente, il legislatore europeo ritiene che un investitore in strumenti di fondi propri sia *ipso facto* edotto dei rischi sottesi a tali investimenti.

<sup>767</sup> V. art. 72b, paragrafo 2, lett. c, CRR.

<sup>768</sup> V. art. 72c, paragrafo 1, CRR.

<sup>769</sup> V. art. 72b, paragrafo 2, lett. g, CRR. L'art. 72c, paragrafo 3, CRR, dispone che laddove uno strumento di passività ammissibili includa un incentivo per l'emittente a rimborsare, anche anticipatamente, ripagare o riacquistare lo strumento prima della scadenza stabilita originariamente, la *scadenza* dello strumento debba corrispondere con la data più vicina in cui l'emittente può, ed è incentivato a, esercitare tale opzione o esercitare il riscatto o il rimborso dello strumento. Di fatto, allora, l'articolo in questione *liceizza*, salvo imporre una decurtazione della scadenza effettiva dello strumento, una pratica che l'art. 72b, paragrafo 2, lett. g, CRR, *apparentemente vieta*.

Tema cronologicamente e logicamente anteriore è l'individuazione delle fattispecie che effettivamente integrano ipotesi di incentivo al rimborso. In tal senso non ci si dovrebbe attendere differenze con le analoghe ipotesi stabilite per gli strumenti di AT1 e Tier 2 dal Regolamento Delegato 241/2014 (per cui v. *supra* nt. 543), e conferme sembrano rinvenirsi dall'art. 72b, paragrafo 7, CRR che, demandando all'EBA il compito di stilare norme tecniche che specificino forme e natura degli incentivi al rimborso rilevanti ai fini dell'articolo in questione, richiede che queste norme siano pienamente allineate a quelle del suddetto Regolamento Delegato.

<sup>770</sup> V. art. 72b, paragrafo 2, lett. h, CRR. L'art. 72c, paragrafo 2, CRR, dispone che laddove uno strumento di passività ammissibili riconosca al titolare dello strumento un'opzione *put* (“holder redemption option exercisable prior to the original stated maturity of the instrument”), la *scadenza* dello strumento debba corrispondere con la prima data utile in cui il titolare dello strumento può esercitare l'opzione di rimborso e chiedere il riscatto dello strumento.

<sup>771</sup> L'articolo ha cura di escludere dal suo campo di applicazione l'art. 72c, paragrafo 2, CRR, di cui si è dato conto nella precedente nota. Si tratta probabilmente di una previsione ridondante, dato che quell'articolo provvede a regolamentare la presenza nello strumento di opzioni *put* (“holder redemption option”), mentre il caso in esame concerne opzioni esercitabili unicamente a discrezione dell'emittente.

<sup>772</sup> E v. *supra* nt. 769.

<sup>773</sup> V. art. 72b, paragrafo 2, lett. i, CRR. L'art. 72c, paragrafo 4, CRR, dispone che laddove lo strumento includa opzioni di rimborso anticipato esercitabili *unicamente* a descrizione dell'emittente, ma la sua regolamentazione complessiva *non* contenga nessun incentivo al rimborso, allora la scadenza dello strumento *non* risente di tale opzione e, ai fini dell'elezione nell'aggregato TLAC – MREL, corrisponda con la scadenza stabilita originariamente.

rispetto delle condizioni del *redemption approval regime* dettagliato dall' art. 77 CRR<sup>774</sup> e dall'art. 78a CRR<sup>775</sup>; (vi) non includano previsioni che indichino, esplicitamente o implicitamente, che gli strumenti saranno rimborsati, riacquistati o ripagati a seconda dei casi dalla *resolution entity*, in situazioni diverse da quelle di insolvenza o liquidazione dell'emittente<sup>776</sup> e (vii) non attribuiscono ai relativi titolari il diritto ad accelerare i futuri pagamenti in linea di interessi o capitale, se non in caso di insolvenza o liquidazione dell'ente (ma non in caso di risoluzione di questo, constatazione nient'affatto sterile)<sup>777</sup>.

(c) In punto di remunerazione, così come già riscontrato per gli strumenti di Tier 2, il CRR lascia piena libertà all'autonomia privata circa condizioni e modalità di determinazione della stessa, richiedendosi solamente che essa risulti indipendente dal merito di credito dell'emittente o della controllante<sup>778</sup>.

(d) Venendo ai profili di disciplina che regolano la partecipazione delle *eligible liabilities* all'assorbimento delle perdite, portata centrale assume (i) l'*esplicita* previsione di un requisito di

---

<sup>774</sup> Per cui v. *supra* nt. 509.

<sup>775</sup> V. art. 72b, paragrafo 2, lett. j, CRR. Il nuovo art. 78a CRR, rubricato "permission to reduce eligible liabilities instruments", non diversamente dall'art. 78 CRR, proceduralizza l'*iter* valutativo che deve informare la concessione dell'autorizzazione da parte dell'autorità competente (in questo caso, l'autorità di risoluzione) per la riduzione del livello di passività ammissibili. Per ciò che qui interessa, la disposizione non si distanzia in maniera significativa dall'art. 78 CRR, già analizzato *supra* in nt. 509 a cui allora si rimanda. Si segnala solamente come, differentemente dall'art. 78, paragrafo 4, CRR (esaminato *supra*, in nt. 546), l'art.78a non preveda nessun specifico trattamento per le c.d. *tax e regulatory call*, ma ciò appare coerente perché rispetto agli strumenti di fondi propri la regolamentazione di quelle fattispecie si pone come *eccezione* al generale regime di necessaria permanenza perlomeno quinquennale nel patrimonio dell'ente della provvista raccolta tramite emissioni di strumenti ATI e Tier 2. Come si è visto, questo regime non si applica alle emissioni TLAC e MREL (dove anzi vige una certa libertà in punto di inserimento di clausole di *put e call* nei regolamenti delle passività ammissibili), sicché non vi è nessuna necessità di prevedere una disciplina derogatoria per le *tax e regulatory call*.

<sup>776</sup> V. art. 72b, paragrafo 2, lett. k, CRR.

<sup>777</sup> V. art. 72b, paragrafo 2, lett. l, CRR. Come già per gli strumenti di Tier 2, la norma in questione si preoccupa di far sì che il regolamento di emissione degli strumenti non contenga, utilizzando categorie civiliste, ipotesi di decadenza dal beneficio del termine *ex art. 1186 c.c. V. supra* nt. 588.

Come si è evidenziato nel testo, l'articolo esclude dal suo campo di applicazione, e quindi non vieta la presenza di, *acceleration clause* collegate alla *liquidazione e insolvenza* dell'ente (probabilmente sul presupposto che spesso le procedure concorsuali provvedono *ex lege* a regolamentare gli effetti delle clausole in questione). Ma nessuna menzione viene fatta alle "procedure di *risoluzione*", che dunque dovrebbero rientrare nel campo di applicazione del divieto; e in effetti *prima facie* potrebbe ben sostenersi che le finalità di una procedura di risoluzione (tra tutte, garantire la presenza di una adeguata *loss absorption capacity* in capo all'ente risolto) potrebbero essere compromesse qualora si permettesse alle controparti che han finanziato la banca di richiedere un'anticipazione dei pagamenti attesi sulla base dell'apertura di una procedura di risoluzione.

In realtà la situazione appare più complessa, e meriterebbe ben altro approfondimento: sullo sfondo vi è la questione, solo all'apparenza *nominalistica*, della *riconciliabilità* delle procedure di risoluzione alla categoria delle procedure di insolvenza (in un certo senso resa ancora più complessa nell'ottica della BRRD, per cui sembrerebbe, *ex art. 2, paragrafo 1, punto 47*, che la categoria "procedure di insolvenza" si identifichi solamente con quelle che abbiano un esito liquidatorio, quando la "ontologia" e il *proprium* delle prime, perlomeno nell'ordinamento italiano, ben può giungere a risultati riorganizzativi del plesso aziendale). Se si riconoscesse tale promiscuità e identità concettuale tra contesto risolutorio e fallimentare, evidentemente poco senso avrebbe interrogarsi sulla formulazione dell'articolo qui commentato.

<sup>778</sup> V. art. 72b, paragrafo 2, lett. m, CRR.

subordinazione del rimborso del *capitale* (“principal amount”)<sup>779</sup> di queste ad una classe di passività c.d. escluse dal perimetro delle passività ammissibili, individuate dall’art. 72a, paragrafo 2, CRR<sup>780</sup>. Inoltre, si richiede che le *eligible liabilities* (ii) non siano assistite da alcun tipo di garanzia, rilasciata da particolari soggetti che vantano legami stretti con l’emittente, e da cui consegua un aumento del rango del credito garantito<sup>781</sup>; (iii) non siano assoggettate ad accordi di *netting* o di compensazione che possano comprometterne la capacità di assorbire le perdite in uno scenario risolutivo<sup>782</sup> e infine (iv) a far data dal 28 gennaio 2021, presentino nel regolamento di emissione (e nel relativo prospetto) un “esplicito riferimento” al possibile esercizio dei, e assoggettamento ai, poteri di svalutazione e conversione (*i.e.*, *bail-in*) di cui all’art. 48 BRRD<sup>783</sup>. Quest’ultima previsione richiama e sembra in parte sovrapporsi con l’art. 55 BRRD, che dovrebbe ciò nonostante continuare ad applicarsi a quegli strumenti di passività ammissibili retti da leggi straniere che l’emittente voglia computare nell’aggregato *MREL* (dubbi ponendosi semmai sull’imporsi tale articolo *anche* per gli strumenti di passività ammissibili che l’emittente voglia utilizzare ai fini del rispetto del requisito *TLAC*)<sup>784</sup>.

---

<sup>779</sup> Non si tratta allora di una subordinazione c.d. “totale”, la quale invece implica una postergazione del credito non soltanto in linea capitale, ma *anche* rispetto agli *interessi* maturati.

<sup>780</sup> V. art. 72b, paragrafo 2, lett. d, CRR. La postergazione delle passività ammissibili alle passività escluse (subito *infra* nella nota) deve aversi rispetto alla gerarchia concorsuale della procedura fallimentare a cui la banca risulta ordinariamente assoggettata.

La subordinazione in questione può ottenersi per il tramite di tre meccanismi, ossia per via contrattuale, legislativa o strutturale, come d’altronde prevedono e raccomandano le analoghe previsioni del *TLAC Term Sheet* del FSB, già esposte *supra* in nt. 666 e a cui si rimanda. Come già sottolineato in commento a quelle previsioni, la subordinazione è qui soprattutto funzionale a evitare violazioni del principio del NCWO. Sul punto v. ancora *supra*, quanto in nt. 668.

La categoria delle passività escluse di cui all’art. 72a, paragrafo 2, CRR, individua un *eterogeneo* gruppo di passività che svolgono un ruolo *cruciale* per l’attività dell’ente, e per questi motivi, ricorrendo una *eadem ratio*, esse coincidono in *larga parte* con la classe di passività escluse, ex art. 44 BRRD, dalla misura del *bail-in*. Così, nella classe delle passività che non possono essere computate negli aggregati *MREL-TLAC* rientrano, *inter alia*: (i) i depositi protetti; (ii) i depositi a vista e i depositi a breve termine con scadenza originaria inferiore a un anno; (iii) le passività garantite; (iv) le passività per retribuzioni nei confronti dei dipendenti; (v) le passività risultanti da derivati e (vi) le passività derivanti da strumenti di debito che incorporano una componente derivativa.

<sup>781</sup> V. art. 72b, paragrafo 2, lett. e, CRR.

<sup>782</sup> V. art. 72b, paragrafo 2, lett. f, CRR, ma si vedano anche le osservazioni fatte in nt. 567 per l’analogia disposizione prevista per gli strumenti AT1 (e Tier 2) e la potenziale antinomia che sorge con il Considerando 26 del CRR II.

<sup>783</sup> V. art. 72b, paragrafo 2, lett. n, CRR.

<sup>784</sup> L’art. 55 BRRD è stato analizzato, perlomeno nella sua versione anteriforma, *supra* in nt. 703. Così come molte delle previsioni della BRRD, anche l’art. 55 è stato oggetto di una complessiva riscrittura che però, per quel che qui interessa sottolineare, non ne ha toccato il “nocciolo duro”. Nello specifico, l’art. 55 BRRD nuovo-testo richiede, per gli strumenti governati da una legge di una giurisdizione *straniera*, e per l’elezione di questi nell’aggregato *MREL*, l’inclusione di una *specificata clausola* attraverso la quale il sovventore riconosce e acconsente di assoggettare la sua pretesa ai poteri di svalutazione e conversione dell’autorità di risoluzione europea. Esenzioni dal necessario rispetto dell’articolo in questione, oltre che per le passività non *bail-inable* e per i depositi *non covered* ma *eligible* di cui all’art. 108, paragrafo 1, lett. a, BRRD, si ricollegano a: (a) l’esistenza di una legge o di un trattato internazionale che garantiscano l’effettività della misura del *bail-in* ovvero (b) situazioni in cui risulti giuridicamente o altrimenti impraticabile includere nelle disposizioni contrattuali una *bail-in clause*.

Ebbene, tornando a quanto nel testo, vi è una specifica fattispecie che implica la *sovrapposizione* dell’art. 55 BRRD con l’art. 72b, paragrafo 2, lett. n, CRR, ossia l’emissione di uno strumento di passività ammissibile governato da legge straniera. In questi casi ci si può chiedere, ma forse in termini puramente nominalistici, se debba risultare vincolante e prevalente il testo della disposizione del CRR, dove ciò che rileva è il *semplice* “riferimento” nel regolamento di emissione ai poteri di *bail-in*, ovvero il testo della BRRD, dove ciò che rileva è il ben più *penetrante* consenso e riconoscimento pattizio del creditore dei poteri di *bail-in*.

Concludendo, come accennato in apertura di Paragrafo, la regolamentazione prevede anche delle (i) eccezioni e dei (ii) criteri *addizionali* a quelli appena passati in rassegna.

Così, rispetto alle prime, si è già potuto evidenziare come gli strumenti di passività ammissibili utilizzati ai fini del rispetto MREL, qualora l'ente non sia un G-SII, una *top-tier* o “*fished*” *bank*, non debbano essere necessariamente subordinati ai finanziamenti rientranti nella categoria delle passività escluse<sup>785</sup>. In aggiunta, la BRRD ammette la possibilità di eleggere nel requisito MREL passività con componenti derivative (le c.d. *structured notes*), esplicitamente *escluse* invece dal computo nell'aggregato TLAC<sup>786</sup>, ma subordinatamente al rispetto di alcune condizioni volte a garantire *certezza e stabilità* dei relativi valori<sup>787</sup>. Infine, l'art. 45f, paragrafo 2, lett. a, punto (ii), BRRD, esenta gli strumenti di *internal MREL* dal rispetto di alcuni dei criteri testé rassegnati ai fini dell'elezione nel perimetro delle passività ammissibili, e ciò perché tali criteri si pongono in termini conflittuali e incompatibili con la funzione sottesa all'emissione di strumenti di *internal MREL*<sup>788</sup>.

I criteri addizionali toccano essenzialmente gli strumenti di passività ammissibili utilizzati per il rispetto del requisito di *internal MREL*, richiedendosi che questi siano: (a) sempre subordinati alle altre passività, che non siano anche fondi propri, emesse esternamente dalla controllata<sup>789</sup>; (b) acquisiti dalla *resolution entity* (e, solo eccezionalmente, da soggetti esterni al *resolution group*)<sup>790</sup> e (c) soggetti ai poteri di svalutazione e conversione dell'autorità di risoluzione di cui agli artt. 59-62 BRRD (il c.d. *bail-in* “debole”), già in una situazione in cui la controllata si trovi al *Point Of Non-Viability*<sup>791</sup>. La previsione è coerente con i principi in punto di meccanismi di consolidamento delle perdite in capo alla *resolution entity* sottesi all'emissione di strumenti di *internal MREL* (per cui *supra*, Paragrafo 8.1), che richiedono che i poteri di svalutazione e conversione dell'autorità di risoluzione della controllata possano essere esercitati su tali strumenti *senza* la necessità di sottoporre la controllata (che il più delle volte svolge funzioni critiche per l'attività del gruppo) ad una formale procedura di risoluzione, e quindi già al *Point Of Non-Viability* di questa.

---

<sup>785</sup> V. *supra* nt. 755 per i riferimenti normativi.

<sup>786</sup> V. art. 72a, paragrafo 2, lett. l, CRR.

<sup>787</sup> V. art. 45b, paragrafo 2, BRRD.

<sup>788</sup> In particolare, agli strumenti di *internal MREL* non è richiesto il rispetto de (i) l'art. 72b, paragrafo 2, lettere *b-c-k-l-m*, CRR (si tratta di disposizioni già analizzate nel corso del Paragrafo, a cui dunque si rimanda) e (ii) l'art. 72b, paragrafi da 3 a 5, CRR (per cui v. *supra* nt. 736).

<sup>789</sup> V. art. 45f, paragrafo 2, lett. a, punto (iii), BRRD. La subordinazione in questione si rende necessaria per far sì che le perdite che interessano la controllata siano assorbite dalla *resolution entity prima* dei creditori esterni della controllata. Sul punto v. SRB, 2018 SRB policy for the second wave of resolution plans, disponibile su [www.srb.europa.eu](http://www.srb.europa.eu), 2019, § 58.

<sup>790</sup> Il punto è stato già trattato *supra* in nt. 731 oltre a quanto lì nel testo principale.

<sup>791</sup> V. art. 45f, paragrafo 2, lett. a, punto (iv), BRRD.



## CAPITOLO III

### EMISSIONE DI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI DA PARTE DI UNA S.p.A. BANCARIA E RELATIVO TRATTAMENTO PRUDENZIALE AI SENSI DELLA REGOLAMENTAZIONE EUROPEA

SOMMARIO: SEZIONE PRIMA – *Gli strumenti finanziari partecipativi come strumento di patrimonializzazione della S.p.A. bancaria rilevante per le finalità prudenziali e come “luogo” di possibile recepimento dei principi dischiusi dalla regolamentazione prudenziale bancaria europea.* – 1. L’elezione di strumenti di raccolta negli aggregati patrimoniali prudenziali: una questione *prima facie* “sillogistica”, di “semplice” riconduzione di alcuni frammenti della regolamentazione dello strumento alla, e confronto con la, premessa maggiore costituita dalla regolamentazione prudenziale europea. Sulla possibilità di delimitare il campo di indagine ai frammenti di disciplina delle fattispecie strumentiste concernenti i profili di: (a) disponibilità; (b) stabilità; (c) remunerazione e (d) capacità di assorbimento delle perdite della provvista raccolta. Sull’irrelevanza delle prerogative amministrative degli strumenti ai fini dell’operazione in esame – e dunque ai fini dell’indagine –. 2. Ricostruzione e qualificazione della (o delle) fattispecie “strumenti finanziari” e conseguente natura della categoria “strumenti finanziari partecipativi” *ex art.* 2346, VI comma, c.c. Inessenzialità, ai fini della regolamentazione prudenziale, delle prerogative amministrative che si accompagnano agli strumenti finanziari partecipativi, ed esclusiva rilevanza della funzione patrimoniale svolta dallo strumento (*i.e.*, strumenti finanziari partecipativi come tecnica di provvista di capitale di rischio ovvero di debito). – SEZIONE SECONDA – *Gli strumenti finanziari partecipativi come tecnica di provvista di capitale di rischio: trattamento prudenziale* – 3. Gli strumenti finanziari partecipativi come strumenti di raccolta di fondi propri e passività ammissibili. – 3.1. L’elezione degli strumenti finanziari partecipativi nel CET1. – 3.2. (*Segue*). Le soluzioni ermeneutiche prospettate in materia di regolamentazione del concorso tra azioni e strumenti finanziari partecipativi in punto di esposizione alle perdite dell’attività. Insostenibilità sistematica e inopportunità di alcune delle tradizionali ipotesi ricostruttive ai fini del giudizio di conformità *ex art.* 28, paragrafo 1, lett. *i*, CRR, e valorizzazione dei principi dischiusi dalla regolamentazione prudenziale bancaria europea. – 3.3. (*Segue*). Sulla (im)possibilità di «replicare» integralmente nel regolamento di uno strumento finanziario partecipativo il contenuto patrimoniale dell’investimento azionario. Sulla rilevanza della tesi per la regolamentazione prudenziale, e opportunità di valorizzare i principi “sostanzialistici” dischiusi dalla regolamentazione prudenziale bancaria in luogo di interpretazioni costruite attorno *rilievi tecnico-formali*. – 3.4. L’elezione degli strumenti finanziari partecipativi nel AT1. – 3.5. L’elezione degli strumenti finanziari partecipativi nel Tier 2. – 3.6. L’elezione degli strumenti finanziari partecipativi tra gli strumenti di passività ammissibili. – SEZIONE TERZA – *Gli strumenti finanziari partecipativi come tecnica di provvista di capitale di debito: trattamento prudenziale* – 4. Gli strumenti finanziari partecipativi come strumenti di raccolta di fondi propri e passività ammissibili. – 4.1. L’elezione degli strumenti finanziari partecipativi nel CET1. – 4.2.

L'elezione degli strumenti finanziari partecipativi nel AT1. – 4.3. L'elezione degli strumenti finanziari partecipativi nel Tier 2. – 4.4. L'elezione degli strumenti finanziari partecipativi tra gli strumenti di passività ammissibili.

## SEZIONE PRIMA

*Gli strumenti finanziari partecipativi come strumento di patrimonializzazione della S.p.A. bancaria rilevante per le finalità prudenziali e come “luogo” di possibile recepimento dei principi dischiusi dalla regolamentazione prudenziale bancaria europea.*

1. *L’elezione di strumenti di raccolta negli aggregati patrimoniali prudenziali: una questione prima facie “sillogistica”, di “semplice” riconduzione di alcuni frammenti della regolamentazione dello strumento alla, e confronto con la, premessa maggiore costituita dalla regolamentazione prudenziale europea. Sulla possibilità di delimitare il campo di indagine ai frammenti di disciplina delle fattispecie strumentiste concernenti i profili di: (a) disponibilità; (b) stabilità; (c) remunerazione e (d) capacità di assorbimento delle perdite della provvista raccolta. Sull’irrilevanza delle prerogative amministrative degli strumenti ai fini dell’operazione in esame – e dunque ai fini dell’indagine –. Cenni su una parziale “rivoluzione copernicana” circa il modo di impostare i rapporti che intercorrono tra diritto azionario nazionale e regolamentazione prudenziale patrimoniale europea.*

Un’indagine volta a chiarire il trattamento prudenziale di qualsiasi strumento di raccolta negli aggregati patrimoniali regolamentari rilevanti (*i.e.*, nel requisito complessivo di capitale e nel requisito di leva finanziaria – per cui v. nel Secondo Capitolo rispettivamente i Paragrafi 5.4 e 5.5 – per quanto riguarda l’area dei fondi propri, e nei nuovi requisiti MREL-TLAC – così v. nel Secondo Capitolo i Paragrafi 9 e ss. – per quanto riguarda *anche* l’area degli strumenti di passività ammissibili) è chiamata in primo luogo ad operare un esercizio logico di tipo *sillogistico*, ossia di riconduzione e confronto della regolamentazione (legale e/o convenzionale) del rapporto sottostante lo strumento di raccolta ai corpi normativi di volta in volta rilevanti (così il complesso di criteri che definiscono l’area degli strumenti di CET1, AT1, Tier 2 e passività ammissibili – per cui v. nel Secondo Capitolo rispettivamente i Paragrafi 5.8 – 5.9 – 5.10 – 9.3), i quali allora rappresentano la “premesse maggiore” del sillogismo. E d’altronde, i principali e più recenti studi in materia adottano proprio questa metodologia<sup>792</sup>, ossia partono dalle rilevanti previsioni di diritto azionario applicabili al rapporto incorporato nello strumento – in particolare ove tale regime legale assume carattere imperativo, per

---

<sup>792</sup> V. S. BOATTO, *Strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 31 ss., e C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 167 ss., quest’ultimo in particolare laddove sottolinea come (p. 168 s.): “dal punto di vista logico-giuridico, la disciplina interna si colloca a monte rispetto a quella comunitaria: occorre, cioè, partire dalla normativa in materia di struttura finanziaria applicabile allo specifico ente per verificare se, e in che termini, risulta possibile emettere strumenti di raccolta di “fondi propri” in grado di rispettare i requisiti fissati dal Regolamento. Detto altrimenti, è pur sempre il diritto azionario italiano a fissare i contorni delle forme di raccolta a disposizione di una s.p.a. bancaria, nonché il loro contenuto tipico e i margini concessi all’autonomia statutaria nel configurare la disciplina sottesa a ciascuna figura”. Si detaglierà subito *infra* nel testo i termini entro cui parrebbe possibile allontanarsi da una metodologia del genere.

cui l'autonomia negoziale non gode di margini di manovra tali da conformare altrimenti il contenuto giuridico dello strumento – per poi confrontarle con, e ricondurle alle, previsioni regolamentari rilevanti.

Nello specifico, si è a lungo insistito nel Secondo Capitolo come quest'ultime si focalizzino su quelle caratteristiche degli strumenti di raccolta che contribuiscono a definire i profili di: (a) disponibilità; (b) stabilità; (c) remunerazione e (d) capacità di assorbimento delle perdite della provvista raccolta. Nessuna rilevanza assumono invece le prerogative *amministrative* e di governo dell'impresa bancaria che su questi strumenti possono puntualizzarsi (eccezion fatta per l'art. 28, paragrafo 4, CRR, su cui si tornerà ma la cui rilevanza sistematica può ben essere negata), evidenziando allora un sostanziale *disinteresse* della regolamentazione prudenziale europea per le *posizioni corporative* che un determinato strumento può, eventualmente, veicolare.

Ebbene, anche la presente indagine si propone di operare in questa maniera, riconducendo in particolare le caratteristiche e le prerogative giuridiche veicolate dagli strumenti finanziari partecipativi (invero, come si vedrà *infra* nel prossimo Paragrafo, in gran parte “modellabili” per via statutaria) alla premessa maggiore costituita dal diritto bancario dell'Unione.

Si rende però necessario sia (i) un'*avvertenza*, sulle limitazioni intrinseche che pur una metodologia del genere comporta (e da cui non ci si può purtroppo liberare) che (ii) una *presa di posizione*, circa la possibilità di deviare dal percorso tracciato dalla metodologia in questione rispetto a ben individuate fattispecie, e ciò al fine di dare *rilevanza* alle particolarità e ai principi che pur sembrerebbe esprimere la regolamentazione patrimoniale bancaria di derivazione europea, rispetto ai “canoni classici” del diritto azionario nazionale (il substrato teorico dei primi è stato già indagato lungo larghi tratti del Secondo Capitolo – ma si veda in particolare il Paragrafo 6 –, sicché in questo Capitolo si tenterà di darne concreta applicazione e analizzarne i corollari). Più nello specifico:

Rispetto a quanto *sub* (i), un raffronto tra la regolamentazione di fonte legale e/o contrattuale dello strumento di raccolta e le rispettive previsioni di diritto europeo, se è senz'altro una condizione necessaria per esprimere un giudizio circa l'eleggibilità dello strumento nella classe regolamentare di patrimonio di volta in volta rilevante, non è anche una condizione sufficiente. E infatti a vario titolo si sono analizzate sia disposizioni regolamentari, che fattispecie concrete, di natura “relazionale”, *i.e.* che chiamano l'interprete a *non* limitare la sua valutazione alla sola regolamentazione del rapporto sottostante l'emissione, ma ad adottare un approccio olistico, che estenda questa valutazione alla *complessiva* struttura finanziaria dell'ente e al rapporto che i vari strumenti di finanziamento instaurano tra loro. A riguardo, si è ad esempio potuto trattare l'effetto “contagante” che clausole di *c.d. reverse dividend pusher e stopper* contenute in talune emissioni possono avere su *altri* strumenti

di capitale dell'emittente *in sé e per sé* del tutto rispettosi della normativa prudenziale rilevante (v. nel Secondo Capitolo, la nt. 517). Ma più semplicemente, la stessa logica informa il controllo di conformità dei profili di partecipazione alle perdite degli strumenti di raccolta (e in questo contesto, assume valenza emblematica il giudizio circa la subordinazione c.d. *strutturale* degli strumenti di passività ammissibili che, come si è visto – Secondo Capitolo, nt. 666 – non può che essere valutata ed accertata avendo riguardo alla *complessiva* struttura finanziaria della *resolution entity*, non certo alla *sola* documentazione legale – il prospetto di emissione – sottostante lo strumento).

E in tal senso, la necessità di impostare in *questi* termini la valutazione sul trattamento prudenziale di un determinato strumento di raccolta trova anche conferme di diritto positivo nel nuovo, e già menzionato, dettato dell'art. 79a CRR, ai sensi del quale gli enti, nel valutare la conformità dei loro strumenti di capitale alle disposizioni rilevanti della regolamentazione prudenziale, “*shall have regard to the substantial features of instruments and not only their legal form*”, e nello specifico “*the assessment of the substantial features of an instrument shall take into account all arrangements related to the instruments, even where those are not explicitly set out in the terms and conditions of the instruments themselves, for the purpose of determining that the combined economic effects of such arrangements are compliant with the objective of the relevant provisions*”.

Riguardo quanto *sub (ii)*, chi scrive vorrebbe proporre, per ben determinati e limitati casi, una sorta di “*rivoluzione copernicana*”: come già riportato, le analisi “classiche” in punto di trattamento prudenziale di strumenti di raccolta partono – correttamente – dalle previsioni del diritto azionario nazionale per ricondurne le caratteristiche alla “premesse maggiore” costituita dalla regolamentazione europea. Così facendo però sono obbligate a traslare e a *riproporre* al “superiore” livello europeo problematiche ermeneutiche che sorgono a quel livello dell'analisi – *i.e.*, al livello nazionale – e a cui ivi non si riesce a dare soluzione. Il tema emerge in tutta la sua criticità proprio riguardo l'elezione degli strumenti finanziari partecipativi nell'aggregato di fondi propri bancario: così, ad esempio, l'esistenza al livello del diritto azionario nazionale di diverse proposte interpretative in punto di regolamentazione del concorso tra pretese azionarie (ma in generale, la “contesa” delle e nelle varie poste del netto) e pretese titolate in strumenti finanziari partecipativi nella partecipazione alle perdite dell'attività non trova *lì* soluzione, ma viene (*allora*) riproposta al livello europeo del trattamento prudenziale dello strumento, e vengono così prospettate *tante* soluzioni *quante* sono le varie ipotesi ricostruttive che la prospettiva nazionale prefigura e avanza.

Ebbene parrebbe possibile sostenere che, perlomeno rispetto a *questi* limitati ambiti, ci sia la possibilità di riconoscere qualche *valenza* ai principi di sistema che pur la regolamentazione patrimoniale e prudenziale europea sembrerebbe enucleare e dischiudere (v. ancora, nel Secondo Capitolo, in particolare il Paragrafo 6) e saggiarne così l'applicazione ai menzionati problemi

ermeneutici che interessano il diritto azionario nazionale (evidentemente, quando governante la struttura patrimoniale dell'impresa azionaria bancaria). La menzionata "rivoluzione copernicana" sta in ciò, nel *rovesciare* i rapporti tra diritto azionario nazionale e regolamentazione prudenziale patrimoniale europea e riconoscere *dignità ermeneutica* ai principi espressi dalla seconda per la risoluzione di problemi che toccano il primo (e concretamente, per un'applicazione di questo metodo, v. *infra* i Paragrafi 3.2 e 3.3).

Tutto ciò premesso, il prossimo Paragrafo si preoccuperà di inquadrare e ricostruire la fattispecie "strumenti finanziari partecipativi" alla luce dell'intenso dibattito di diritto interno che l'introduzione di questo strumento di finanziamento dell'impresa azionaria ha portato con sé.

2. *Ricostruzione e qualificazione della (o delle) fattispecie "strumenti finanziari" e conseguente natura della categoria "strumenti finanziari partecipativi" ex art. 2346, VI comma, c.c. Inessenzialità, ai fini della regolamentazione prudenziale, delle prerogative amministrative che si accompagnano agli strumenti finanziari partecipativi, ed esclusiva rilevanza della funzione patrimoniale svolta dallo strumento (i.e., strumenti finanziari partecipativi come tecnica di provvista di capitale di rischio ovvero di debito).*

All'indomani della promulgazione del Codice civile del 1942, la struttura finanziaria della società per azioni si caratterizzava per una certa *rigidità* in punto di tecniche dispiegabili per la raccolta di capitali e di strumenti adottabili per il finanziamento dell'impresa. In particolare, *due* erano gli strumenti di cui poteva servirsi la società azionaria per attingere risorse sul mercato e soddisfare il proprio fabbisogno finanziario: l'azione e l'obbligazione.

Si trattava (e si tratta) di fattispecie paradigmatiche da un punto di vista causale (mentre la fattispecie azionaria rispecchia l'operazione societaria e il vincolo associativo *ex art. 2247 c.c.* per eccellenza, il rapporto sottostante la fattispecie obbligazionaria è normalmente ricondotto alla figura del mutuo, o ad altra operazione di tipo creditizio), e che poggiavano su netti profili *differenziali* sia sul versante dei diritti patrimoniali che amministrativi di volta in volta riconosciuti: così, rispetto ai primi, la partecipazione azionaria era costruita sul riconoscimento al rispettivo titolare di un diritto alla partecipazione ai risultati dell'attività di impresa – il cui risultato è in origine *incerto* –, in particolare mediante il diritto *(i)* agli utili; *(ii)* alla distribuzione delle riserve e *(iii)* alla ripartizione del supero attivo di liquidazione<sup>793</sup>. Lo strumento obbligazionario, invece, si caratterizzava per l'*indefettibile* presenza di un diritto al rimborso del capitale mutuato e, eventualmente, per la remunerazione in linea

---

<sup>793</sup> Per questa classificazione v. M. NOTARI, *Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese*, in *Riv. soc.*, 2018, 1137.

di interessi della provvista fornita (peraltro non ammettendosi che, sia il nominale, che, tendenzialmente, il diritto agli interessi, potessero essere intaccati dalle perdite dell'impresa mutuataria – fatto salvo, evidentemente, quelle derivanti dal rischio di insolvenza di questa –). Contabilmente dunque, il rapporto obbligazionario rappresentava un debito della società, collocato nel passivo reale dello stato patrimoniale di questa.

Sul fronte dei diritti amministrativi, le azioni attribuivano tipicamente posizioni *nella* organizzazione sociale (paradigmaticamente attraverso il riconoscimento del diritto di voto nell'assemblea ordinaria e straordinaria dei soci, oltre ad una serie di diritti aggiuntivi di partecipazione al funzionamento dell'organizzazione sociale), mentre di contro le obbligazioni non conferivano ai rispettivi titolari alcuna posizione di tal fatta all'interno dell'organizzazione (né in tal senso possono inquadrarsi i diritti dell'organizzazione degli obbligazionisti, i quali invece “*rappresentano un modo per disciplinare in chiave collettiva le decisioni del gruppo dei creditori caratterizzati dal medesimo credito verso la società emittente*”<sup>794</sup>).

In tale contesto, la progressiva internazionalizzazione dei mercati, in uno con la necessità di garantire alle società azionarie una struttura finanziaria più elastica e concorrenziale rispetto a quella offerta da altri ordinamenti, hanno man mano eroso questa rigida dicotomia e tradizionale distinzione tra azionisti e obbligazionisti.

Note sono le tappe con cui e il legislatore e la prassi han provveduto a rimodulare i confini classici

---

<sup>794</sup> M. NOTARI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 1137 s.

della fattispecie azionaria<sup>795</sup> ed obbligazionaria<sup>796</sup> e non possono essere qui riprese in maniera

---

<sup>795</sup> Rispetto al periodo anteriore la riforma del 2003, è possibile individuare perlomeno due importanti momenti innovatori:

(i) un primo importante momento di ripensamento delle caratteristiche della fattispecie azionaria si è avuto con l'intervento legislativo della c.d. mini-riforma del 1974 (artt. 14 e ss. l. n. 216 del 7 giugno 1974). Il legislatore lì, prendendo atto dell'esistenza, sul piano fenomenologico, di una netta differenza, perlomeno nelle grandi società ad azionariato diffuso, tra gli interessi dei c.d. "azionisti risparmiatori" e "azionisti imprenditori" (i primi maggiormente interessati ai rendimenti dell'affare e della partecipazione azionaria, ma non, a differenza dei secondi, ai profili amministrativi e organizzativi), introduceva nelle sole società quotate le c.d. azioni di risparmio. Queste si caratterizzavano per la totale assenza di diritti di voto, compensata però da un privilegio sul piano patrimoniale, non suscettibile di deroga *in peius*. Nello specifico, l'art. 15 della l. 216/1974 richiedeva che le azioni di risparmio garantissero ai rispettivi titolari: (a) un dividendo prioritario annuo pari al 5% del valore facciale della partecipazione; (b) un dividendo maggiorato del 2% rispetto a quello corrisposto agli azionisti ordinari, a valere sull'eventuale attivo residuo a seguito della distribuzione *sub* (a); (c) la cumulabilità del dividendo, in caso di assenza di utili alla chiusura dell'esercizio, con quello dei due esercizi successivi; (d) la postergazione alle azioni ordinarie in punto di partecipazione alle perdite di gestione e (e) un privilegio rispetto alle azioni ordinarie in sede di distribuzione del supero attivo di liquidazione. Senza pretese di completezza, sulla disciplina e sulle problematiche sollevate da questa prima versione delle azioni di risparmio, v. M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981, 1 ss.; P. SPADA, *Le azioni di risparmio*, in *Primo commento alla legge 7 giugno 1974, n. 216*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, 585 ss.; M. BIONE, *Le azioni di risparmio tra mito e realtà*, in *Giur. comm.*, 1975, 164 ss.; P. FERRO LUZZI, *Le azioni di risparmio, op.cit.*, 192 ss., e U. BELVISO, *Il significato delle azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 1976, 779 ss.

(ii) lo scarso utilizzo nella prassi delle azioni di risparmio sopra brevemente delineate (dovuto, a detta di operatori e commentatori, alla rigidità del loro contenuto, inderogabile pattiziamente e dunque deprimente l'autonomia negoziale e la possibilità di adattare il contenuto agli effettivi bisogni degli investitori, e in argomento cfr. A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 30) portava il legislatore a ripensarne la disciplina. Così nel 1998, in sede di emanazione del T.U.F. – e in particolare, negli artt. 145, 146 e 147 –, il legislatore confermava alcuni elementi tipologici delle azioni di risparmio – così la totale esclusione del diritto di intervento e di voto nell'assemblea ordinaria e straordinaria dei soci –, ma decideva di demandare all'autonomia negoziale, per il tramite dello strumento statutario, la modulazione e conformazione del privilegio patrimoniale, superando così la rigidità legislativa che aveva contraddistinto la "prima versione" delle azioni di risparmio. Proprio tale netta apertura all'autonomia negoziale portò alcuni commentatori a descrivere le azioni di risparmio del T.U.F. come uno strumento ispirato a una "pressoché totale delegificazione dei diritti patrimoniali" (così P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio, op.cit.*, 223), nonché a qualificarle enfaticamente come "titoli tipici dal contenuto atipico" (G.B. PORTALE, *Tra "deregulation" e crisi del diritto azionario*, in *La riforma delle società quotate*, a cura di F. Bonelli, V. Buonocore, F. Corsi, R. Costi, P. Ferro-Luzzi, A. Gambino, P.G. Jaeger e A. Patroni Griffi, Milano, 1998, 373). Per una più dettagliata analisi sulle azioni di risparmio disciplinate dal T.U.F. v., anche qui senza pretesa di completezza, M. SEPE, *Sub art. 145*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria, Commentario*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 761 ss., e M. NOTARI, *Sub art. 145*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della finanza. D.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58. Commentario*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, 1531 ss.

La dottrina del tempo si era poi a lungo interrogata circa la qualificazione giuridica da riconoscersi alle azioni di risparmio, vertendo il dibattito sulla possibilità di ricondurre i titoli in questione nell'alveo causale degli strumenti di debito (e dunque identificando il rapporto sottostante tali emissioni come un finanziamento), sottolineandosi di volta in volta come l'inesistenza di prerogative amministrative, in uno con i privilegi patrimoniali che a queste azioni potevano accompagnarsi, portavano questi strumenti fuori dall'area del rapporto associativo scolpito nell'art. 2247 c.c. e muovevano le relative pretese verso l'area del capitale di debito e del rapporto obbligatorio (in particolare, secondo alcuni, del contratto di associazione in partecipazione, e in tal senso v. P. SPADA, *Le azioni di risparmio, op.cit.*, 590 ss.). A queste posizioni peraltro si contrapponevano quelle di chi riconosceva egualmente agli azionisti di risparmio lo *status socii*, argomentandosi sia – in termini formalistici – sulla base della imputabilità del relativo conferimento al capitale sociale e al relativo regime vincolistico, che osservandosi come il privilegio – in particolare, in punto di postergazione nelle perdite – che tale titolo riconosceva, giamai sfociava in una completa immunizzazione della pretesa dal rischio giuridico del conferimento – e dal risultato dell'attività comune – ma semplicemente in una diversa distribuzione e allocazione interna di questo rischio tra i partecipanti all'intrapresa. La remunerazione dell'investimento poi non si traduceva in un vero e proprio diritto soggettivo dell'azionista (*i.e.*, in un debito della società e in una voce di costo di conto economico), ma era pur sempre subordinata alla sussistenza di utili. In altre parole, l'azione di risparmio non concretizzava alcun salto qualitativo verso il "regno" dei contratti di scambio. Quest'ultime posizioni sono infine risultate prevalenti. Per un'analisi di quest'ultimo dibattito, qui solamente accennato, v. con rimandi alla letteratura di volta in volta rilevante, A. GINEVRI, *Le azioni di risparmio (quarant'anni dopo)*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2015, 23 ss.; A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 30 ss., e F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 29 (nt. 43).



dettagliata, ma valga qui riportare quella che, idealmente, può considerarsi il momento conclusivo di tale percorso: la riforma del diritto societario del 2003. Quest'ultima infatti non solo ha comportato una ancor più marcata ridefinizione dei confini (e dei contenuti) dei due classici strumenti giuridici a cui la S.p.A. può attingere per la raccolta di risorse finanziarie<sup>797 798</sup>, ma anche e soprattutto un

---

<sup>796</sup> L'evoluzione dei confini della fattispecie obbligazionaria in termini "elastici" (mutuando una felice espressione adottata da D. GALLETTI, "elasticità" della fattispecie obbligazionaria, *op.cit.*, 239), ossia al di là di una rigida identificazione del finanziamento obbligazionario con la causa di mutuo, si è avuta, perlomeno a partire dagli anni '70, grazie alla trasposizione di regole e soluzioni germinate nell'area del diritto e della prassi bancaria (e che il lettore non avrà difficoltà a riconoscere, viste le lunghe digressioni storiche che si sono fatte nella Prima Sezione del Secondo Capitolo). Così, la prassi iniziava a conoscere una ampia gamma di obbligazioni, identificabili in dipendenza dei termini e delle condizioni a cui venivano sottoposti il credito al rimborso del capitale nonché il pagamento degli interessi. Così, sul piano del contenuto giuridico, si facevano largo ipotesi di obbligazioni: (i) subordinate (in cui il rimborso del prestito veniva subordinato alla completa e preventiva soddisfazione dei diritti degli altri creditori); (ii) irredimibili (in cui il rimborso della provvista veniva posticipato finanche allo scioglimento e liquidazione della società) e (iii) "partecipanti" (in cui il *quantum* e il *quando* della remunerazione – e finanche del rimborso del capitale – potevano essere indicizzati e legati a parametri di diverso genere). Sul fenomeno di progressiva trasmutazione di regole, soluzioni e modelli per la disciplina del prestito obbligazionario dal diritto e dalla prassi bancaria a quella "ordinaria", v. E. CUSA, *Gli strumenti ibridi*, *op.cit.*, 84 ss., e A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 38 ss. Cfr. anche R. TETI, *Il rapporto partecipativo*, *op.cit.* 1133 s.

<sup>797</sup> Le profonde innovazioni portate dalla riforma del diritto societario del 2003 sul versante del finanziamento (e dell'organizzazione) di impresa richiederebbero ben altro approfondimento. Ai fini del breve *excursus* che in queste pagine si sta tentando, basti sapere che la rimodulazione delle caratteristiche del *capitale azionario* e *obbligazionario* è stata, anche per le società chiuse, così perseguita:

(i) Per quanto riguarda il primo, si è assistito all'introduzione del principio di atipicità del contenuto delle azioni di categoria (art. 2348 c.c.), che riconosce all'autonomia negoziale statutaria la facoltà di creare infinite categorie di azioni (pur all'interno del principio di tipicità dei modelli societari). In quest'ottica, il legislatore ha provveduto a positivizzare alcune fattispecie "tipiche" di categorie speciali di azioni. Così: (a) sul versante patrimoniale, le azioni postergate (art. 2348, II comma, c.c.) garantiscono al titolare una diversa incidenza nella partecipazione alle perdite (rispetto alle azioni non postergate); le azioni correlate (art. 2350, II comma, c.c.) riconoscono al socio un diritto all'utile fondato sui risultati dell'attività sociale in un determinato settore; le azioni riscattabili (art. 2437-*sexies* c.c.) riconoscono in capo alla società o ai soci un potere di riscatto in relazione a dette azioni (v. a riguardo nel Secondo Capitolo, la nt. 508). Inoltre in questo contesto si inserisce ora la possibilità di modulare in maniera non proporzionale (e diversa dall'unità) il rapporto tra quota di capitale sociale sottoscritta dal singolo socio e assegnazione delle azioni (art. 2346, VI comma, c.c.). Inoltre (b) sul versante dei diritti amministrativi, l'art. 2351, II comma, c.c., permette ora l'emissione di azioni, anche non privilegiate, senza diritti di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti e con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Più di recente inoltre, con il d.l. n. 91 del 24 giugno 2014, l'ordinamento ha aperto le sue porte alle azioni a voto plurimo (scardinando così il tradizionale principio "one share-one vote"): l'art. 2351, IV comma, c.c., legittima infatti la S.p.A. ad emettere azioni che diano diritto a più di un voto – con un limite massimo di tre voti per azione –, mentre l'art. 127-*quinquies* T.U.F. liceizza nelle S.p.A. quotate, per il tramite di disposizione statutaria, la maggioranza del voto – fino al massimo di due voti per azione – di quei soci che abbiano posseduto azioni per un periodo continuativo di due anni.

(ii) Per quanto riguarda il secondo, l'art. 2411 c.c. ha provveduto a rimodulare sensibilmente i confini tradizionali della fattispecie obbligazionaria, legittimando l'emittente ad emettere obbligazioni "subordinate" (art. 2411, I comma, c.c.) e "partecipanti" (art. 2411, II comma, c.c.). Si è già potuto dettagliare il contenuto giuridico dei due modelli obbligazionari sia nell'Introduzione al lavoro, alla nt. 7, che soprattutto *supra*, in nt. 796, a cui dunque si rimanda. Si ritornerà invece con maggiore precisione sulla previsione del terzo comma dell'art. 2411 c.c. *infra* nel testo.

<sup>798</sup> Assistendosi così secondo alcuni commentatori ad un *continuum* di posizioni "lungo la linea che mette in comunicazione le azioni con le obbligazioni [tanto che] le stesse nozioni di azioni e obbligazioni, se spinte al confine, arrivano quasi ad avvicinarsi" – così M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statuari*, Milano, 2003, 48.

La possibilità di individuare nella disciplina delle società ordinarie una *continuità* – si sottolinea, da un punto di vista economico ed aziendalistico – tra le figure dell'azionista e dell'obbligazionista è già stata evidenziata varie volte nel presente lavoro (in particolare, v. nell'Introduzione al lavoro, la nt. 8). Qui preme sottolineare come la "linea di confine" che pur esiste tra le due figure (e che pur menziona Notari) parrebbe da individuarsi nella necessità che le pretese dei finanziatori di impresa siano *indefettibilmente* accompagnate da un obbligo di rimborso della provvista (pur variamente condizionato), mentre le pretese restitutorie, ed eventualmente, remunerative, dei soci dipendano *ab origine* dalle vicende

ampliamento di tali strumenti. In particolare, l'articolato codicistico accoglie ora in varie sedi una vasta gamma di "strumenti finanziari", non altrimenti denominati (seppur la distinzione tra queste fattispecie, come già suggerito dalla legge delega, e come subito vedremo, parrebbe correre lungo la "capacità partecipativa" o meno dei medesimi)<sup>799</sup>, in cui le norme di polarizzazione parrebbero essere – perlomeno per la spiccata valenza sistematica che assumono rispetto alle altre numerose *sedes disciplinae* dove la fattispecie "strumento finanziario" compare<sup>800</sup> – da una parte, all'interno del Titolo V della Sezione V del Codice civile (rubricata "delle azioni e di altri strumenti finanziari

---

che interessano il patrimonio sociale, e a riguardo v. quanto si è già detto circa la coppia concettuale "capitale di rischio – capitale di debito" nella nt. 7 in sede di Introduzione al lavoro. Invero, una linea di confine esiste, nell'attuale diritto azionario, anche tra soci e *altri* investitori nel capitale di rischio (esemplarmente, come si vedrà, i titolari di strumenti finanziari partecipativi), ed è da individuarsi in ciò, nella *formale* partecipazione dei primi, ma non dei secondi, al regime del *capitale sociale* – anche questo punto era già stato sottolineato in nt. 8 ma si avrà modo di ritornarci ampiamente *infra* nel Capitolo).

<sup>799</sup> Ai sensi dell'art. 4, comma VI, lett. c, della legge 366/2001, il legislatore delegato avrebbe dovuto "*prevedere, al fine di agevolare il ricorso al mercato dei capitali e salve in ogni caso le riserve di attività previste dalle leggi vigenti, la possibilità, i limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi*".

<sup>800</sup> In particolare si fa qui riferimento a: (i) l'art. 2349, II comma, c.c., che legittima l'assemblea straordinaria a deliberare l'assegnazione ai prestatori di lavoro, dipendenti della società o sue controllate, di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche amministrativi, e ciò in alternativa all'assegnazione di azioni ai sensi del primo comma dello stesso articolo; (ii) l'art. 2351, V comma, c.c., che prevede la possibilità di dotare gli strumenti finanziari di cui agli artt. 2346, VI comma, e 2349, II comma, c.c., del diritto di voto "*su argomenti specificamente indicati e in particolare [...] la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco*"; (iii) l'art. 2376, I comma, c.c., per cui la disciplina delle assemblee speciali deve applicarsi anche ai portatori di strumenti finanziari forniti di diritti amministrativi; (iv) gli artt. 2447-*ter*, lett. e, ed 2447-*octies* c.c., che disciplinano l'emissione di strumenti finanziari emessi per la partecipazione ad uno specifico affare nei patrimoni destinati; (v) l'art. 2449, IV comma, c.c., in materia di società con partecipazioni dello Stato o di enti pubblici, richiama l'art. 2346, VI comma, c.c., in punto di diritti di nomina dei membri degli organi sociali; (vi) l'art. 2506-*ter*, IV comma, c.c., per cui il consenso unanime dei soci e dei possessori di strumenti finanziari dotati di diritto di voto nelle società partecipanti alla scissione può esonerare l'organo amministrativo dall'obbligo di redazione dei documenti previsti dai precedenti commi dell'articolo e (vii) l'art. 2526 c.c. prevede la possibilità di emettere strumenti finanziari anche all'interno della disciplina delle società cooperative. Invero la locuzione "strumento finanziario" compare anche nell'ambito della legislazione speciale, e segnatamente nell'ambito del TUF e del TUB, seppur la comunanza del *nomen iuris* con il sintagma codicistico non parrebbe presupporre alcuna sovrapposizione semantica e normativa tra le figure, e dunque alcuna possibilità di definire i confini dello strumento finanziario codicistico partendo da quelli definiti in sede di legislazione settoriale.

Infatti, l'art. 1, II comma, TUF (articolo recentemente innovato a seguito dell'emanazione del d.lgs. 3 agosto 2017 n. 129, il quale reca attuazione della direttiva 2014/65/UE – c.d. MIFID II – e del Regolamento (UE) 600/2017 – c.d. MIFIR) non enuclea una definizione di "strumento finanziario", ma si limita a ricollegarvi un ampio ed eterogeneo elenco di figure (passibile di ampliamento su impulso del Ministero dell'Economia e delle Finanze), tra le quali figurano i "valori mobiliari"; le "quote di organismi di investimento collettivo del risparmio"; gli "strumenti del mercato monetario" e i contratti derivati. I "valori mobiliari", in particolare, individuati dall'art. 1, comma I-bis, TUF, comprendono una ampia categoria di valori che "possono essere negoziati nel mercato dei capitali", e tra cui figurano le azioni di società "e gli altri titoli equivalenti", nonché le obbligazioni e gli altri titoli di debito. Significativamente poi, l'art. 1, II comma, TUF, non include più come in passato gli "strumenti finanziari previsti nel codice civile". Ebbene, al di là di una dettagliata esegesi dell'articolo in questione, in questa sede non utile, parrebbe da condividersi l'osservazione per cui "*la caratteristica tipizzante degli strumenti finanziari ai sensi della disciplina speciale del t.u.f. consiste nella negoziabilità, ovvero nella loro quantomeno astratta possibilità di essere negoziati sul mercato dei capitali*", con la conseguenza che "*tale requisito non si rivela invece essenziale negli strumenti finanziari del codice civile, in particolar modo per quelli emessi ai sensi dell'art. 2346, ult. co., c.c. [...] per questi strumenti finanziari [...] la negoziabilità costituisce un elemento meramente eventuale e non necessario. Ne consegue, quindi, che la nozione di "strumento finanziario" ai sensi del t.u.f. si rivela allo stesso tempo più ampia e più circoscritta rispetto a quella codicistica: più ampia, poiché si riferisce anche a fattispecie diverse dagli strumenti finanziari codicistici, quali ad esempio i contratti derivati; più circoscritta, in quanto gli strumenti finanziari codicistici sono tali anche ai sensi del t.u.f. ove dotati del requisito della negoziabilità*" – così F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 56 s.

partecipativi”), l’art. 2346, VI comma, c.c., e dall’altra, all’interno della Sezione VII (ove si situa la disciplina della fattispecie obbligazionaria) l’art. 2411, III comma, c.c.. Così, mentre il primo consente alla società per azioni di emettere, a fronte di un apporto anche di opera o servizi dei soci o di terzi, “*strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o di diritti amministrativi*” la cui disciplina è demandata allo statuto, il secondo estende la disciplina prevista per le obbligazioni anche agli “*strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l’entità del rimborso del capitale all’andamento economico della società*”.

Peraltro, a fronte di un quadro normativo in cui è frequente l’emersione della figura dello “strumento finanziario”, l’interprete non ne trova invece alcuna *definizione*: da qui un amplissimo dibattito dottrinale volto dapprima a ricercare la *natura causale* della (o delle) fattispecie “strumento finanziario” e, conseguentemente, quella dello “strumento finanziario partecipativo”, soprattutto in termini *relazionali*, rispetto alle classiche categorie dell’azione e dell’obbligazione. Da qui inoltre ipotesi ricostruttive che hanno a vario titolo configurato e individuato la “partecipatività” dello strumento nella *natura* dei diritti economici o amministrativi che a questo si accompagnavano e che inoltre, a tal proposito, hanno a vario titolo dato rilievo alla causa *de*, e all’operazione sottostante, l’apporto (*i.e.*, strumenti finanziari *partecipativi* come tecnica di raccolta di capitale di rischio e configuranti una partecipazione para-azionaria – o comunque non azionaria – alla S.p.A. e strumenti finanziari *non partecipativi* come tecnica di raccolta di capitale di debito)<sup>801</sup>. E allora, il variegato panorama dottrinale presenta posizioni che si differenziano non solo sul versante del profilo causale dell’operazione (riconducibilità dell’apporto da strumento finanziario partecipativo all’alveo del capitale di rischio o di debito) ma anche sulla possibilità di riconoscere fasci di posizioni amministrative a detti strumenti, *a prescindere* dal substrato economico dell’operazione sottostante. Ora, nel precedente Paragrafo si è visto come la regolamentazione prudenziale europea dedichi pochissima attenzione alle prerogative amministrative degli strumenti di raccolta di fondi propri e di passività ammissibili, concentrando essenzialmente le sue previsioni sul piano (e sulle caratteristiche) patrimoniale/i delle fattispecie di raccolta, sicché un attento utilizzo del rasoio di Occam suggerirebbe di limitare l’indagine di uno studio interessato al trattamento prudenziale dello strumento finanziario partecipativo alle *sole* tesi che hanno di volta in volta ricondotto lo strumento ora nell’area del capitale di rischio ora in quello di debito, disinteressandosi delle posizioni che queste tesi hanno assunto circa la *concorrente* configurabilità di posizioni amministrative nell’organizzazione degli strumenti<sup>802</sup>. Questa considerazione è senz’altro corretta, eppure a chi scrive pare, perlomeno per ragioni di

---

<sup>801</sup> Per la distinzione tra una provvista *causalmente qualificata* a titolo di rischio ovvero di debito, v. in sede di Introduzione al lavoro la nt. 7, oltre a quanto si dirà nel corso del Capitolo.

<sup>802</sup> E v. sul punto, in modo concorde, C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 190 s.

completezza, più corretto presentare ora una essenziale ma completa panoramica delle varie ipotesi ricostruttive delle fattispecie in questione, promettendosi di indirizzare in seguito il lavoro verso i soli profili che effettivamente contribuiscono alla formulazione di un giudizio circa il trattamento prudenziale degli strumenti finanziari partecipativi.

Tutto ciò premesso, di seguito si propone una disamina delle varie posizioni e delle diverse teorie ricostruttive che di volta in volta si sono interrogate sulla natura giuridica degli strumenti finanziari partecipativi<sup>803</sup>:

(i) Una prima teoria ricostruttiva<sup>804</sup> – a vario titolo qualificata come “unitaria”<sup>805</sup> o “monistica”<sup>806</sup> – riconduce *tutti* gli “strumenti finanziari”, ovunque richiamati – e comunque denominati – nell’articolato codicistico, ad un’unica categoria (*i.e.*, quella dei titoli di *debito*), e ciò sia in virtù della portata sistematica da riconoscersi all’art. 2411, III comma, c.c., che, come già si è visto, sottopone alla, e dunque attrae verso la, disciplina delle obbligazioni *tutti* “gli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l’entità del rimborso del capitale all’andamento della società”<sup>807</sup>; che, prima ancora, sulla base dell’assunto per cui ogni strumento finanziario differente dall’azione (*i.e.*, dalla provvista *causa societatis*) rappresenterebbe *ipso facto* e sempre “un credito verso la società, quindi un debito della società nei confronti del finanziatore”<sup>808</sup>. La logica qui sarebbe stringente: o si è soci, e dunque si partecipa *necessariamente* al contratto di società e si assumono posizioni “residuali” verso il patrimonio sociale, o non si è soci (*i.e.*, si è “terzi”), e dunque non si assume – né può assumersi – alcuna posizione partecipativa nell’organizzazione e allora le pretese verso il patrimonio sociale sono (devono essere) caratterizzate dalla “fissità”. Insomma,

---

<sup>803</sup> La tassonomia e le classificazioni che seguono si rifanno all’analogo approfondito studio di F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 63 ss. Una simile tassonomia è adottata da A. VALZER, *Sub art. 2346 co 6, in Le società per azioni. Codice Civile e norme complementari* diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Milano, 2016, 487 ss.

<sup>804</sup> Per cui v. in particolare G. FERRI JR, *Fattispecie societaria*, op.cit., 67 ss., e B. LIBONATI, *I “nuovi” strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, 7 ss.

<sup>805</sup> V. F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 65 ss.

<sup>806</sup> V. A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 97 ss.

<sup>807</sup> E allora, secondo G. FERRI JR, *Fattispecie societaria*, op.cit., 77 s., la norma *de qua* avrebbe comportato una *dilatazione* del concetto *normativo* di obbligazione rispetto al suo concetto *tipologico* ossia, mentre il concetto tipologico di obbligazione indicherebbe “*tutti gli strumenti finanziari, che, forniti o meno di diritti amministrativi, non implicano alcuna partecipazione al rischio della mancata restituzione del capitale, ma solo, eventualmente, a quello della mancata corresponsione degli interessi*”, l’art. 2411, III comma, c.c., compendierebbe un concetto normativo di obbligazione più ampio, “*idoneo ad indicare tutti gli strumenti sottoposti alla relativa disciplina, a sua volta comprensivo tanto delle obbligazioni in senso tipologico [...], quanto degli strumenti finanziari che (dotati o meno di diritti amministrativi) tale rimborso non garantiscono, o che comunque partecipano al rischio della restituzione del capitale*”.

Secondo le posizioni qui in commento, il disegno normativo imporrebbe una lettura dell’articolato codicistico e, in particolare, dell’art. 2346, VI comma, c.c., in termini di parziale complementarietà rispetto a quanto *ex art. 2411 III comma, c.c.*, ove quest’ultimo attrae e assorbe a sé il primo; in termini senz’altro barocchi si è detto come “*il quadro d’insieme delle variegate tipologie di strumenti finanziari pare un labirinto minoico dal quale forse sarebbe impossibile uscire senza il filo di Arianna del comma 3° dell’art. 2411*” – così R. CAVALLO BORGIA, *La tipologia degli strumenti finanziari*, in *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, a cura di F. Galgano e G. Visintini, *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell’economia* diretto da Galgano, vol. XLIII, Padova, 2006, 62.

<sup>808</sup> B. LIBONATI, *I “nuovi” strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 8.

secondo questa impostazione, tutti gli strumenti finanziari *diversi* dalle azioni dovrebbero essere ricondotti sempre e comunque “*alla provvista [...] del capitale di credito*”<sup>809</sup>.

Da qui, gli strumenti finanziari partecipativi in senso stretto – regolati dagli artt. 2346, VI comma, 2351, V comma e 2376 c.c. – rappresenterebbero una sotto-categoria del *genus* strumenti finanziari testé descritti, e non una diversa fattispecie, e riconoscerebbero forme di *partecipazione* all’organizzazione sociale ma pur sempre veicolando pretese sul patrimonio sociale assistite da una *causa creditizia*<sup>810</sup>. Detto altrimenti, entra così nell’ordinamento la figura dell’“ibrido finanziario” (su cui v. quanto si è già detto nel Secondo Capitolo, in nt. 263, oltre che *infra* nel testo).

(ii) Una seconda chiave di lettura<sup>811</sup> – soprannominata “pluralista”<sup>812</sup> –, negando la possibilità di ricondurre ad *unità* il vasto panorama normativo in cui compare lo “strumento finanziario”, e valorizzando invero proprio le numerose e distinte *sedes disciplinae* in cui questo compare, ricostruisce in termini pluralistici – e tendenzialmente autonomi – le fattispecie “strumenti finanziari” di volta in volta normate nel codice (per cui v. già *supra*, in nt. 800): “*secondo questa dottrina, l’isolamento dei corpi normativi sembrerebbe indicare, anche per ragioni di geometria di sistema, il delinearsi di diverse fattispecie, distinte l’una dall’altra sotto il profilo della natura giuridica, seppur contrassegnate dal medesimo nomen*”<sup>813</sup>.

In particolare, due sarebbero le fattispecie – *prima facie* autonome e distinte – che emergerebbero e che si imporrebbero all’attenzione dell’interprete: gli strumenti finanziari “partecipativi”, *ex art.* 2346, VI comma, c.c., caratterizzati “*dalla dotazione di diritti amministrativi o, sul piano patrimoniale, dal fatto di non conferire in alcun modo un diritto al rimborso del capitale e di non*

---

<sup>809</sup> P. SPADA, *Provvista del capitale, op.cit.*, 621, e in particolare 627 ss., ove la riconduzione della giustificazione causale sottesa all’emissione di strumenti finanziari partecipativi al rapporto di associazione in partecipazione. In termini analoghi, sulla riconduzione di tutti gli strumenti finanziari diversi dalle azioni alla categoria dei titoli di debito, v. anche ID, *La provvista finanziaria tra destinazione ed attribuzione*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e Persistenze. Studi in Onore di Giuseppe Zanarone*, Torino, 2011, 14 s.; D. LA LICATA, *La struttura finanziaria, op.cit.*, 249 ss.; A. AUDINO, *Art. 2411*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Milano, 2005, 1241; O. CAPOLINO, *Art. 2411*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D’Alessandro, Padova, 2011, 473 ss.; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale, op.cit.*, 267, e G. MIGNONE, *Gli strumenti finanziari di cui al 6° comma dell’art. 2346*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2009, 302 ss., quest’ultimo autore riconducendo in particolare lo strumento finanziario partecipativo al rapporto obbligatorio di associazione in partecipazione.

<sup>810</sup> V. B. LIBONATI, *I “nuovi” strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 24 ss. e G. FERRI JR, *Fattispecie societaria, op.cit.*, 91 s. In un’ottica sistematica, è emblematico quanto rileva quest’ultimo A., per cui (p. 90): “*è infatti sulla base della partecipazione all’organizzazione e non anche di quella al rischio che appare possibile individuare, nell’ambito degli strumenti finanziari diversi dalle azioni, la categoria degli strumenti finanziari partecipativi*”. Una prospettiva questa del tutto *antitetica* rispetto a quella che ricostruisce la *partecipazione all’organizzazione* sulla base delle caratteristiche *sostanziali* (*i.e.*, causali) della provvista apportata e su cui si tornerà *infra* nel Paragrafo ma a cui si è già potuto esprimere adesione già nel Primo Capitolo, in nt. 224 e nel relativo testo, nonché nel Secondo Capitolo, in nt. 263.

<sup>811</sup> *Ex multibus*, v. M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006, 10 ss.; ID, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella nuova s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, 739 (nt. 11), e N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari, op.cit.*, 18 ss.

<sup>812</sup> Così F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 76 ss.

<sup>813</sup> F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 76 s.

*prevedere una remunerazione in misura fissa*” e gli strumenti finanziari “non partecipativi” *ex art. 2411, III comma, c.c.*, che riconoscerebbero “*il diritto, condizionato nella misura all’andamento economico della società, al rimborso del capitale*”<sup>814</sup>. Peraltro, argomentano i commentatori che sostengono la distinzione appena rassegnata, è possibile ammettersi contaminazioni e sovrapposizioni tra le fattispecie, e ciò al fine di non compromettere e comprimere la sfera di operatività dell’autonomia privata (e soprattutto frustrare una delle finalità della riforma del 2003, ossia l’ampliamento dei canali di drenaggio di risorse finanziarie verso l’impresa)<sup>815</sup>: anche le posizioni in commento giungono allora ad accettare la figura dell’ibrido finanziario, che si traduce nella possibilità di diritto positivo di concepire uno strumento finanziario fornito *sia* di un diritto al rimborso della relativa provvista *che* di poteri di *voice* all’interno dell’organizzazione societaria, e coperto normativamente da un’applicazione selettiva e congiunta<sup>816</sup> delle norme di volta in volta rilevanti (così gli artt. 2346, VI comma, 2351, V comma e 2376 c.c. per quanto riguarda la necessità della previsione e copertura statutaria, dei diritti amministrativi attribuibili e le previsioni dell’assemblea speciale di categoria e gli artt. 2410 ss. c.c., per i richiami alla disciplina delle obbligazioni, particolarmente rilevante in punto di limiti di emissione – seppur inapplicabile, *ex art. 12, III comma, T.U.B.*, al caso in cui l’emittente sia una banca)<sup>817</sup>.

(iii) Perviene a risultati sostanzialmente simili a quelli appena esaminati *sub (ii)*, seppur partendo da un’ipotesi ricostruttiva diversa, la c.d. teoria della “neutralità causale” (o anche detta “anticausalista”)<sup>818</sup>. Così, constatandosi anche in questo caso come le plurime menzioni degli “strumenti finanziari” nell’articolato codicistico siano indice di altrettante “nuove fattispecie

<sup>814</sup> M. CIAN, *Investitori non azionisti, op.cit.*, 739 (nt. 11), ma v. anche N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari, op.cit.*, 37.

<sup>815</sup> V. M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 12.

<sup>816</sup> In termini espressivi M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 17, per cui le varie *sedes disciplinae* ove compare la figura dello strumento finanziario designerebbero “*classi distinte sì, ma il cui insieme di intersezione non è vuoto, esistendo figure di ibridi sussumibili al contempo entro l’una ed entro l’altra fattispecie*”. Posizione ripresa in ID, *Investitori non azionisti, op.cit.*, 739 (nt. 11), per cui: “*la contestuale sussunzione entro due categorie implica non già l’applicazione cumulativa dell’insieme dei corpi normativi concernenti entrambe le fattispecie, bensì l’applicazione selettiva delle disposizioni reciprocamente compatibili: in particolare, lo strumento finanziario al contempo partecipativo (per essere dotato di diritti amministrativi) e quasi-obbligazionario, è soggetto, in punto di emissione, alla regola della previsione statutaria (art. 2346, 6° comma), non a quella che assegna tout court la competenza agli amministratori, ma è insieme soggetto ai limiti quantitativi dettati dall’art. 2412 (in quanto rappresentativo di un’operazione di finanziamento a titolo di capitale di credito)*”.

<sup>817</sup> V. più approfonditamente M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 17 ss.

<sup>818</sup> V. in particolare M. NOTARI-A. GIANNELLI, *Sub art. 2346, comma 6, in Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, *Azioni*, a cura di M. Notari, Milano, 2008, 53 ss.; M. NOTARI, *Le categorie speciali, op.cit.*, 48 ss., e da ultimo ID, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 1134. Si tratta di una posizione che è peraltro stata ampiamente e variamente sostenuta in dottrina, così v. anche, senza nessuna pretesa di completezza, A. STAGNO D’ALCONTRES, *Sub art. 2346, in Aa. Vv. Società di capitali*, a cura di G. Niccolini-A. Stagno D’Alcontres, 263 ss.; F. DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2011, 317; G. FESTA FERRANTE, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. not.*, 2008, 1239 ss. e 1247 ss., in particolare 1251, e A. GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in *Giur. comm.*, 2011, 417. Per una ben più completa ricognizione e sistemazione della dottrina in parola, v. A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 103 ss. (nt. 61).

*tipiche*<sup>819</sup>, si riconosce centralità sistemica alla previsione dell'art. 2346, VI comma, c.c., la quale nell'introdurre la categoria degli strumenti finanziari "partecipativi" introdurrebbe anche una "categoria residuale", un *tertium genus* diverso e dall'azione e dall'obbligazione e contenutisticamente (e aprioristicamente) *neutro*, ossia "una struttura vuota, il cui contenuto e la cui causa debbono essere di volta in volta determinati dalle parti, senza che il legislatore ne abbia fissato a monte i contorni"<sup>820</sup> e "come tale idone[a] a incorporare sia posizioni c.d. di equity sia operazioni di finanziamento in senso stretto"<sup>821</sup>.

Detto altrimenti, "se si volesse cercare una valenza innovativa dell'art. 2346, co. 6 c.c. – non limitandone cioè la funzione ad una mera "tipizzazione dell'atipico" o ad una semplice ricognizione normativa di strumenti finanziari già appannaggio dell'autonomia negoziale – essa dovrebbe essere riconosciuta proprio nella previsione della possibilità di far partecipare al contratto sociale anche soggetti che non assumono la qualifica di soci"<sup>822</sup>. E tale "partecipatività" (nel senso di "partecipatività" idonea a differenziare gli strumenti *ex art. 2346, VI comma, c.c.*, dagli strumenti finanziari non partecipativi *ex art. 2411, III comma, c.c.*) dovrebbe emergere (e dovrebbe essere ricercata) se non sia sul versante dei diritti amministrativi e patrimoniali attribuiti allo strumento (e ciò anche a mente del dettato dell'art. 2346, VI comma, c.c., per cui gli strumenti finanziari partecipativi possono risultare sforniti di diritti patrimoniali), perlomeno e necessariamente su uno dei due fronti, pena l'impossibilità di distinguere questa fattispecie da quella appunto degli strumenti finanziari "non partecipativi"<sup>823</sup>. Ma allora, anche per il tramite di tali argomentazioni, ugualmente le posizioni in esame giungono ad ammettere la possibilità di riconoscere posizioni *nell'organizzazione* indifferentemente sia a chi apporti capitale di rischio sia ai finanziatori della società (peraltro, richiedendosi l'applicazione analogica delle norme in materia di obbligazioni – in particolare, dei limiti quantitativi all'emissione *ex art. 2412 c.c.* – qualora lo strumento finanziario *ex art. 2346, VI comma, c.c.*, incorpori un'operazione di finanziamento con obbligo di rimborso)<sup>824</sup>: gli strumenti finanziari partecipativi sarebbero categorie idonee ad inglobare *tutti* i possibili titoli atipici, nonché

---

<sup>819</sup> M. NOTARI, *Le categorie speciali*, *op.cit.*, 48.

<sup>820</sup> M. NOTARI-A. GIANNELLI, *Sub art. 2346, comma 6, op.cit.*, 77 ss. Peraltro, sulla necessità di applicare un vaglio di meritevolezza *ex art. 1322, II comma, c.c.*, all'operazione economica – neutra, e non riconducibile a una causa tipica – e all'assetto di interessi sottesi all'emissione di strumenti finanziari partecipativi, cosicché "per un verso, non ogni regolamentazione "atipica" è sempre ammessa; per l'altro e simmetricamente, non ogni regolamentazione "atipica" è sempre vietata", v. M. ONZA, "Partecipare", *op.cit.*, 645.

<sup>821</sup> M. NOTARI, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 1139.

<sup>822</sup> M. NOTARI-A. GIANNELLI, *Sub art. 2346, comma 6, op.cit.*, 84.

<sup>823</sup> V. M. NOTARI-A. GIANNELLI, *Sub art. 2346, comma 6, op.cit.*, 83 ss., in particolare 85.

<sup>824</sup> V. M. NOTARI-A. GIANNELLI, *Sub art. 2346, comma 6, op.cit.*, 118 ss. e 132 ss., e M. NOTARI, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 1149. Nella prassi, per il medesimo orientamento, v. la massima n. 163 approvata dal Consiglio Notarile di Milano il 7 novembre 2017 (si legge in [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it) nonché in *Riv. soc.*, 2018, 1149 ss.).

gli “strumenti ibridi”<sup>825</sup>. Da ultimo anche la prassi ormai, nel riconoscere la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi a fronte di apporti *assistiti o meno* da un obbligo di restituzione, pare sposare la tesi della neutralità causale<sup>826</sup>.

(iv) Infine, secondo un’ultima teoria<sup>827</sup> – definita “dicotomica”<sup>828</sup> –, la ricostruzione della fattispecie “strumenti finanziari” ma, più in particolare, la distinzione tra strumenti finanziari “partecipativi” e “non partecipativi” deve correre lungo il *profilo causale* dell’operazione sottostante l’apporto (*i.e.*, deve ancorarsi alla, e coincidere con, la *summa diviso* tra capitale di rischio e capitale di debito, ove al primo si ricollegano forme di investimento *nella* e destinazione di ricchezza verso la società, mentre al secondo forme di finanziamento *della* società, in termini che d’altronde si sono già approfonditi nell’Introduzione al lavoro, in nt. 7). Detto altrimenti, secondo le posizioni in questione, la “partecipatività” lungo cui corre il confine tra le due fattispecie deve avere riguardo al *contenuto dei diritti patrimoniali* che si puntualizzano sugli strumenti (*i.e.*, “partecipatività” come partecipazione al rischio di impresa) e non alle posizioni amministrative da questi riconosciuti (*i.e.*, “partecipatività” come partecipazione all’organizzazione dell’impresa societaria, e che già, secondo il dato testuale, si configura come elemento del tutto accidentale della fattispecie *ex art. 2346, VI comma, c.c.*)<sup>829</sup>, peraltro in linea con quei rilievi che ormai conducono il *proprium* della partecipazione sociale nella società per azioni esattamente alle posizioni patrimoniali e alle prerogative economiche che l’azione incorpora e non può non incorporare (*i.e.*, partecipazione sociale il cui tratto *peculiare* è il diritto a partecipare alla distribuzione degli utili derivanti dalla gestione dell’impresa e dell’attivo netto di liquidazione della società, accompagnato però dall’assenza del diritto alla restituzione di quanto

---

<sup>825</sup> V. le considerazioni di M. NOTARI, *Le categorie speciali*, *op.cit.*, 49 ss.

<sup>826</sup> V. la massima n. 164 approvata dal Consiglio Notarile di Milano il 7 novembre 2017 (si legge in [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it) nonché in *Riv. soc.*, 2018, 1152 ss.), ove viene inoltre espressamente accettata la tesi della “neutralità causale”. La posizione è stata poi recentemente sposata dal Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze Pistoia e Prato, nel documento *Strumenti finanziari partecipativi e disciplina statutaria della incidenza delle perdite (69/2018)*, che si legge su [www.consiglionotarilefirenze.it](http://www.consiglionotarilefirenze.it). Infine v. anche il Trib. Napoli, Sezione Impr., 25 febbraio 2016, in *Società*, 2016, 976 s., per cui: “Il codice rinvia – per gli aspetti che attengono all’emissione degli SFP, all’attribuzione delle prerogative e degli obblighi dei titolari – a quanto dettato in sede statutaria. Proprio il rilievo all’autonomia privata non può che significare dar rilievo alla causa concreta degli apporti, che potrà oscillare tra una funzione di natura tipicamente finanziaria (alla stregua di forme di partecipazione che si collocano nell’ambito del più ambito *genus del capitale di debito*) ed una più vicina a quella tipica dei conferimenti (il *c.d. capitale di rischio*)”.

<sup>827</sup> V. A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 71 ss.; ID, *Sub art. 2346 co 6*, *op.cit.*, 489 ss.; R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 733 ss.; E. SORCI, *Contributo*, *op.cit.*, 423 ss. e 427 ss.; M. TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?*, in *Giur. comm.*, 2007, 457 ss.; F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, 89 ss., e 136 ss. e apparentemente M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, *op.cit.*, 268.

<sup>828</sup> Così F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 84 ss.

<sup>829</sup> *Contra*, per un utilizzo dell’aggettivo “partecipativo” come sinonimo di “amministrativo”, v. *inter alia*, U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria*, *op.cit.*, 1094 e, tra i sostenitori della teoria *c.d. unitaria*, v. G. FERRI JR, *Fattispecie societaria*, *op.cit.*, 90 s. Ma la stessa linea argomentativa, se non ci si inganna, è fatta propria anche dalle teorie della “neutralità causale”, laddove riconoscono la natura “partecipativa” di uno strumento non accompagnato da diritti *patrimoniali* di natura partecipativa *solamente* laddove a questo sia attribuito almeno un diritto amministrativo avente tale natura (e che dunque rappresenta il *proprium* della partecipatività). V. in tal senso, oltre a quanto già nel Paragrafo, da ultimo, M. NOTARI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 1140.



apportato; anche in ragione del fatto per cui “una volta che il diritto di voto cessa di essere il tratto essenziale della partecipazione azionaria [...] è sistematicamente difficile ripristinare tale diritto come criterio discretivo delle altre forme di finanziamento”<sup>830</sup>; ma si v. già le considerazioni proposte nel Primo Capitolo, Paragrafo 5). Così, gli strumenti finanziari “partecipativi” ex art. 2346, VI comma, c.c., sarebbero *solamente* quelli che veicolano un investimento in *capitale di rischio*, mentre strumenti finanziari “non partecipativi” ex art. 2411, III comma, c.c., sarebbero *solamente* quelli che veicolano una *pretesa creditizia* sul patrimonio dell’impresa azionaria.

Tali posizioni poi, nel *negare* l’ammissibilità teorica di quelle posizioni che ammettono forme di strumenti finanziari ibridi (ossia, come già si è detto, di strumenti di finanziamento dell’organizzazione che ciò nonostante riconoscono posizioni di governo all’*interno* di questa, un argomento che invero si è sostenuto si presta ad essere qualificato come una sorta di *petitio principii*, limitandosi ad accettare, senza dimostrare, l’ammissibilità di tali forme di raccolta<sup>831</sup>), fanno leva esattamente sulla preminenza da riconoscersi alle prerogative economiche che si puntualizzano sullo strumento, fungendo queste da *prius* logico e cronologico su cui le posizioni di governo nell’organizzazione dell’impresa azionaria possono – coerentemente – modellarsi; i diritti amministrativi difatti non sono da considerarsi “*un bene finale, ma uno strumento a tutela degli interessi patrimoniali di volta in volta incorporati nello strumento finanziario. Ed è ragionevole pensare che la distinzione basata sugli interessi abbia un ruolo più importante di quella fondata sui*

---

<sup>830</sup> N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, op.cit., 23 s.

<sup>831</sup> In tal senso A. VALZER, *Sub art. 2346 co 6*, op.cit., 489 s., per cui le ricostruzioni che a vario titolo ammettono la configurabilità di forme ibride di finanziamento “*muovano da quanto, invece, dovrebbe essere oggetto di dimostrazione: l’attribuzione di diritti di voto, o di altre pretese corporative ai creditori della società dovrebbe rappresentare, in realtà, un approdo cui eventualmente giungere e non un postulato sul quale basare la ricostruzione degli strumenti finanziari partecipativi*”. Peraltro, a monte di ciò, si è già potuto argomentare nel Secondo Capitolo, in nt. 263, come la costruzione della categoria dell’ibrido finanziario risulti defettiva sia conoscitivamente che concettualmente (*i.e.*, sia in una prospettiva gnoseologica che ontologica), essendo impossibile isolarne un referente tipologico *autonomo* sia dall’operazione di investimento e destinazione di ricchezza all’attività produttiva (il cui referente è rappresentato dalla partecipazione sociale) che dall’operazione di temporanea traslazione di ricchezza, ossia assistita da obbligo di rimborso (il cui referente è rappresentato dalla obbligazione): “*e qui, dunque, l’implosione della categoria dell’“ibrido”, che non può aspirare a rappresentare un’autentica categoria, semplicemente perché non esiste un quid, per l’appunto, di “autonomamente pensabile” nel mezzo tra l’investimento e il finanziamento. [...] In altri termini: o si investe nell’impresa societaria destinando una parte della propria ricchezza alla soggezione alle diverse regole di disposizione sinteticamente descritte dal concetto normativo strumentale di soggettività giuridica, o la si finanzia, mediante una mera traslazione di liquidità, alla quale corrisponda il sorgere nel patrimonio del finanziatore (secondo i termini stabiliti nel negozio) di un diritto di credito alla restituzione di quanto erogato: tertium non datur: non c’è un modo d’essere dello strumento ibrido di “investimento-finanziamento” in sé, che si insinui tra gli estremi dello strumento di investimento e di quello di finanziamento; ma un modo d’esser considerato dell’uno o dell’altro – il che ne predica il genus d’appartenenza: la natura giuridica – in relazione alla presenza di determinati profili contenutistici (ancora) propri dell’uno o (anche) dell’altro” – così ID, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 78 ss. Ma se la categoria dell’“ibrido finanziario” e la natura causale del relativo apporto finiscono per “sciogliersi” o nell’operazione di *investimento* di ricchezza o di *finanziamento*, allora tali operazioni finiranno per segnare e perimetrare anche i limiti di tollerabilità delle prerogative amministrative da riconoscersi all’ibrido, in linea con quanto appena affermato nel testo. E dunque, la stessa categoria dell’“ibrido finanziario” diventa ridondante, un termine che non arricchisce il dibattito e per cui, dunque, può forse farsi a meno.*

*diritti amministrativi*<sup>832</sup>. Gli strumenti finanziari partecipativi, enucleando posizioni economicamente non dissimili – perché “residuali” – da quelle che veicola (sotto il profilo patrimoniale) la sostanza partecipativa della partecipazione azionaria (e della *causa societatis*)<sup>833</sup>, potrebbero riconoscere allora posizioni amministrative non dissimili da quelle che quest’ultima può veicolare (aprendosi allora le porte del diritto societario ad una “*partecipazione non azionaria nella società per azioni*”<sup>834</sup>), ma ciò non è a dirsi degli strumenti finanziari “non partecipativi”, riconducibili nell’alveo del finanziamento di impresa. Una scelta contraria invero – ossia, una scelta che riconoscesse dignità normativa all’ibrido finanziario – finirebbe per trattare *omogeneamente* “proprietà e debito”<sup>835</sup>, in assenza di previsioni in tal senso rilevanti<sup>836</sup>. Detto altrimenti, la teoria de

---

<sup>832</sup> R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 733. Egualmente v. A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 137 ss.

<sup>833</sup> Invero in letteratura non sono mancate discussioni circa il profilo causale della fattispecie “strumenti finanziari partecipativi”, in particolare vertenti sulla possibilità di “*ammettere [...] una partecipazione ai risultati dell’attività sociale (id est, i diritti patrimoniali) che non passi per (il capitale sociale e per la) partecipazione azionaria*” (A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 149 ss.), i principali ostacoli gravitanti attorno al quesito se “*il rendere “comune” un’attività di lucro sia materia disponibile; se, cioè, l’autonomia privata possa avvalersi di schemi negoziali alternativi per coordinare una prestazione di un soggetto con il programma di un’attività governata da un interesse di gruppo*” (M. ONZA, *L’apporto d’opera e di servizi nelle società di capitali. Struttura e funzioni*, Padova, 2009, 58). In termini positivi v. Valzer, nelle pagine testé riportate, e F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 186, per cui quello delineato dagli strumenti finanziari partecipativi “*potrebbe trattarsi di uno schema negoziale alternativo a quello del contratto di società, caratterizzato da una destinazione di beni all’attività comune con efficacia reale (in quanto inserito in una clausola statutaria), che realizza una cooperazione di forze in vista dello svolgimento di un’attività lucrativa. Sembra allora possibile la ricostruzione di una causa “atipica” a fronte dell’emissione degli strumenti finanziari partecipativi, la quale, pur non essendo quella societaria (art. 2247 c.c.), ne ricalca molti aspetti (la contribuzione economica mediante l’apporto, il rischio economico, a cui può unirsi l’esercizio in comune dell’attività); la causa del negozio da cui originano gli strumenti finanziari partecipativi potrebbe essere la partecipazione al risultato di un’attività altrui, senza diventare soci, ma condividendone in pieno il rischio; per questo, anche con importanti prerogative organizzative ed un contributo decisionale*”.

<sup>834</sup> A. VALZER, *Sub art. 2346 co 6*, op.cit., 491. In argomento, v. soprattutto ID, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 145 ss., e, inoltre, quanto già riportato *supra*, in nt. 833. Utilizza l’espressivo termine “non-share shares” L. ENRIQUES, *Quartum non datur*, op.cit., 174, in riferimento a “*strumenti finanziari simil-azionari: [...] strumenti cioè, potenzialmente identici alle azioni sotto il profilo dei diritti patrimoniali, al punto da poter essere perfettamente equiparati alle azioni ordinarie quanto a diritto al dividendo e perfino, secondo taluni, a distribuzione del residuo in sede di liquidazione*”.

<sup>835</sup> Come si è detto, nelle posizioni che a vario titolo sostengono la configurabilità di ibridi finanziari, i.e. di strumenti sorretti da causa creditizia ma veicolanti posizioni endo-societarie “*sembra che resti non adeguatamente vagliata quell’obiezione di fondo che è suscitata dal disagio di dover necessariamente ammettere che operazioni di finanziamento a struttura traslativo-restitutoria [...] possono essere attratte e disciplinate nell’organizzazione societaria, fruendo di e al contempo incidendo su una struttura che si erge e giustifica alla luce di una diversa causa, in modo da trovare tutela nello stesso meccanismo (ex art. 2376 c.c.) posto a presidio delle modifiche degli assetti di potere nella produzione dell’attività sociale tra azionisti e/o anche titolari degli strumenti finanziari di cui agli artt. 2346, comma 6°, e 2349, comma 2°, c.c. In verità, il postulare ciò che, per definizione, dà luogo ad un rapporto con la società (il finanziamento) possa assumere rilievo anche nella società, a prescindere dalla causa prima da cui l’organizzazione si origina e in ragione della quale essa si giustifica (la destinazione patrimoniale operata con l’investimento), finisce, in ultima istanza, per invocare una presa di posizione sul tema basilare della destrutturazione causale del fenomeno societario*” – così A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 122, ma vedi anche 135 ss. e soprattutto 139.

<sup>836</sup> Due critiche ulteriori vengono mosse a quelle ipotesi ricostruttive c.d. “unitarie” o “moniste” analizzate *sub (i)* nel Paragrafo, per cui la natura della fattispecie “strumento finanziario” (e per derivazione, della fattispecie “strumento finanziario partecipativo”) sia da ricondurre sempre all’area concettuale del debito, in virtù (anche) della preminenza sistematica da riconoscersi al terzo comma dell’art. 2411 c.c.

Sotto un primo punto di vista, si argomenta, una interpretazione di tal fatta, oltre ad espandere oltre misura il campo di riferimento dell’art. 2411 c.c., si porrebbe anche in aperto contrasto con l’intento del legislatore della riforma di ampliare i canali di finanziamento disponibili per l’impresa societaria. A livello operativo, infatti, una posizione di tal fatta

quo predicherebbe una ricostruzione delle *species* “strumenti finanziari” capace di valorizzare la *natura causale* (“simil-societaria”, e allora “para-azionaria”) degli apporti sottostanti le emissioni, e la relativa *operazione economica* che questi veicolerebbero, al fine dell’attribuzione di posizioni corporative e endosocietarie.

Ebbene, a fronte di queste chiavi di lettura che si sono sinteticamente riportate, chi scrive trova scientificamente più soddisfacente l’adesione all’ultima di quelle esposte. Peraltro, dato il seguito – sia in letteratura che nella prassi – che ha caratterizzato tutte le ipotesi ricostruttive, si è deciso di impostare il prosieguo dell’indagine del presente Capitolo operando una “divisione” netta: nella Seconda Sezione l’indagine circa il trattamento prudenziale dello strumento finanziario partecipativo (*i.e.*, la sua riconducibilità agli aggregati patrimoniali obbligatori e rilevanti per il diritto bancario europeo) partirà dalla concezione e dall’assunto dello strumento in questione come *tecnica di raccolta di capitale di rischio*. La Terza Sezione invece, poggerà sul presupposto per cui lo strumento finanziario partecipativo identifica una *tecnica di provvista di capitale di debito*. Questo è l’“aut-aut” che non solo si pone “ontologicamente” e *rerum natura* (non potendosi invero pensare e concepire una raccolta *diversa* da queste due coppie concettuali), ma che è, come già si è detto, l’unica alternativa rilevante da cui partire ai fini dell’elezione dello strumento finanziario partecipativo nel capitale regolamentare e negli aggregati MREL-TLAC: dato che questi aggregati si disinteressano completamente (con una piccola eccezione di cui si darà conto) delle prerogative di governo dell’impresa riconosciute dagli strumenti<sup>837</sup>, si può qui soprassedere sulla possibilità di ammettere la figura dell’ibrido finanziario e ricondurla a quella dello strumento finanziario partecipativo. Detto altrimenti, la regolamentazione prudenziale europea è del tutto *indifferente* a che strumenti di raccolta attribuiscono o meno diritti di voto o altre pretese corporative ai creditori.

Ciò detto, non si può qui nascondere come alcune delle argomentazioni, speculazioni e posizioni

---

imporrebbe di sottoporre alla disciplina obbligazionaria – e per quel che qui rileva, agli stringenti e rigidi limiti quantitativi alle emissioni *ex art.* 2412 c.c. – anche gli apporti d’opera e servizi che pur l’art. 2346, VI comma, c.c., permette di porre al servizio di emissioni di strumenti finanziari partecipativi, ma per tale via allora frustrando uno degli obiettivi della riforma, ossia agevolare l’approvvigionamento di utilità non conferibili (e svincolare tale approvvigionamento dal regime del capitale sociale). A riguardo v. A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 111 ss.

Sotto altro punto di vista, si è sottolineato come queste teorie *svalutino* rilevanti frammenti e indicazioni di diritto positivo, che dovrebbero spingere l’interprete a non accettare una interpretazione che postuli l’esclusiva natura obbligazionaria degli strumenti finanziari partecipativi e la conseguente attrazione verso tale disciplina (in punto di competenza e limiti a, e conseguenze organizzative de, l’emissione), ossia: (i) la competenza assembleare (e non gestoria), perché statutaria, all’emissione degli strumenti, che allora valorizza la volontà dei soci; (ii) l’applicabilità, al sorgere di date condizioni, della disciplina dettata in tema di assemblee speciali degli azionisti di categoria (artt. 2351, V comma e 2376 c.c.), la quale sottende la natura endo- e non eso-societaria, delle emissioni in parola (differentemente dall’assemblea degli obbligazionisti); (iii) la fonte statutaria delle regole in punto emissione e circolazione dei titoli e (iv) l’assenza, nel testo dell’art. 2346 c.c., di limiti all’emissione simili a quelli previsti in sede obbligazionaria, che si renderebbero necessari qualora si presupponesse la riconducibilità all’area del debito dello strumento finanziario partecipativo. Anche in questo caso, v. ID, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 93 ss.

<sup>837</sup> Peraltro, per un’indagine sulle concrete prerogative amministrative riconoscibili agli strumenti finanziari partecipativi, v. *inter alia*, A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 267 ss.

maggiormente innovative che si tenderanno e prenderanno nelle prossime pagine, muovono dalla riconducibilità dello strumento finanziario partecipativo all'area concettuale del capitale di rischio (e v. i Paragrafi 3.2 e 3.3).

Infine, valga qui una premessa metodologica: si è già sottolineata la natura fondamentale statutaria degli strumenti finanziari partecipativi, nel senso che *“tutto ciò che è prescritto per le azioni con riguardo alle modalità e condizioni di emissione (art. 2346, co 1-5 c.c.), ai diritti patrimoniali e amministrativi che esse conferiscono (artt. 2344, 2345, 2356 c.c.) e alla legge di circolazione (artt. 2354-2356 c.c.), nel caso degli strumenti finanziari partecipativi deve essere disposto dallo statuto”*<sup>838</sup>. Come si vedrà, e coerentemente con ciò, alcune delle questioni ermeneutiche più rilevanti che emergeranno nei prossimi Paragrafi attengono esattamente a situazioni in cui o l'autonomia statutaria è rimasta silente su quella particolare questione, e dunque la disciplina della stessa, e la conformazione del contenuto giuridico dello strumento, è per definizione lasciata alle regole e ai principi di “default” sul punto espressi dal diritto azionario nazionale, oppure, qualora lo statuto si sia espresso a riguardo<sup>839</sup>, a situazioni in cui la conformazione del contenuto degli strumenti finanziari partecipativi deve aver riguardo ai *limiti* costituiti dai *“connotati organizzativi tipizzanti la società per azioni [...] i parametri di coerenza, cioè, che la disciplina statutaria deve rispettare”*<sup>840</sup>.

## SEZIONE SECONDA

*Gli strumenti finanziari partecipativi come tecnica di provvista di capitale di rischio: trattamento prudenziale.*

3. *Gli strumenti finanziari partecipativi come strumenti di raccolta di fondi propri e passività ammissibili.*

L'attitudine degli strumenti finanziari partecipativi ad esprimere apporti a titolo di capitale di rischio è predicata in termini rigorosi ed esclusivi dalla teoria “dicotomica” e in termini maggiormente

---

<sup>838</sup> A. VALZER, *Sub art. 2346 co 6, op.cit.*, 491.

<sup>839</sup> Correttamente si è sottolineato come la clausola statutaria di copertura degli strumenti finanziari partecipativi debba contenutisticamente, e coerentemente con il dettato dell'art. 2346, VI comma, c.c., presentare degli elementi minimi ed essenziali, la cui definizione non si può pensare di lasciare interamente alle determinazioni dell'organo amministrativo (e ciò in virtù della natura “partecipativa” e organizzativa degli strumenti finanziari), e in tal senso v. M. NOTARI-A. GIANNELLI, *Sub art. 2346, comma 6, op.cit.*, 135 ss.; F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 192; N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari, op.cit.*, 12 e 17, e A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 1276. In realtà ai fini del presente lavoro si può anche sorvolare sulla questione in oggetto: a prescindere dai contenuti minimi della clausola statutaria che copre l'emissione degli strumenti finanziari partecipativi, ci si deve interrogare se tali contenuti, minimali o meno, possano armonizzarsi a quelli richiesti dal CRR ai fini dell'elezione dello strumento nelle varie classi di patrimonio regolamentare.

<sup>840</sup> A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 189. Cfr. anche M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale, op.cit.*, 520, sulla necessaria ricerca dei vincoli di sistema che devono governare la modulazione e conformazione degli strumenti finanziari partecipativi.

liberali dai sostenitori della teoria “pluralista” e della teoria della “neutralità causale” (v. *supra*, Paragrafo 2).

In termini contabili, un’operazione così causata impone la contabilizzazione dell’apporto nel passivo ideale dello stato patrimoniale, quale riserva di patrimonio netto<sup>841</sup> (e nello specifico, come riserva c.d. “targata”<sup>842</sup> – a cui solitamente ci si riferisce con il termine «riserva apporti strumenti finanziari partecipativi» – in virtù del *collegamento* esistente col soggetto apportante, similmente al trattamento che dovrebbe essere riservato ai c.d. versamenti “in conto capitale” – pur con la necessità di distinguere disciplina, causale e rappresentazione contabile espressa da questi apporti rispetto alle affini figure dei versamenti “in conto aumento o futuro aumento capitale” – eseguiti solo da una parte dei soci, o comunque da tutti i soci in modo non proporzionale all’aliquota di partecipazione<sup>843</sup>) e contestualmente comporta un incremento dell’attivo<sup>844</sup>.

---

<sup>841</sup> Peraltro dispute si registrano circa la possibilità di rappresentare contabilmente utilità non conferibili e capitalizzabili, quali le prestazioni d’opera o di servizi (ma si pensi anche all’apporto di obblighi di non fare, o il diritto all’utilizzo del nome), che pur si collocano tra le varie tipologie di apporti che assurgono (e possono assurgere) a contropartita a fronte della sottoscrizione degli strumenti finanziari partecipativi, *ex* 2346, VI comma, c.c. In particolare, la disputa origina dai dubbi che si registrano circa la stessa iscrivibilità e rilevazione in bilancio di una riserva a fronte di apporti consistenti in prestazioni d’opera o servizi: da una parte infatti si è sostenuto come la natura di questi apporti non consenta alla società l’acquisizione di alcuna utilità, non potendovi *disporre* in via autonoma (ossia a prescindere dalle determinazioni personali del sottoscrittore), sicché nessuna rappresentazione in bilancio sarebbe possibile (così v. M. NOTARI-A. GIANNELLI, *Sub art.* 2346, comma 6, *op.cit.*, 111, e M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, *op.cit.*, 279). Da altra parte invece, argomentando prevalentemente sulla possibilità ora riconosciuta al socio d’opera di s.r.l. di capitalizzare il proprio apporto, si è sostenuta la necessità di tale raffigurazione contabile (e a riguardo cfr. M. BUSSOLETTI, *L’iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti dei terzi nei patrimoni destinati)*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, 29 ss. e in particolare 34, e A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 227 ss.). Infine, per un inquadramento ben più dettagliato e critico del tema che qui si è potuto solo presentare, con opportuni rimandi alla letteratura rilevante, v. F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 229 ss.

<sup>842</sup> La locuzione «riserva targata» (ma a cui alle volte ci si riferisce anche con il termine di «riserva dedicata», e in tal senso v. M. ONZA, *L’apporto d’opera e di servizi*, *op.cit.*, 55) sta ad indicare una posta di patrimonio netto di *esclusiva spettanza*, nel caso in esame, dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi. In dottrina, per la sottolineatura che un apporto liberato a fronte della sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi debba necessariamente alimentare una riserva “targata”, v. ID, *L’apporto d’opera e di servizi*, *op.cit.*, 55; M. NOTARI-A. GIANNELLI, *Sub art.* 2346, comma 6, *op.cit.*, 113; R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 733, e A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 236.

In termini generali sulla “targazione” delle riserve v. M.S. SPOLIDORO, *Riserve targate*, in *Società, banche e crisi d’impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, 1346 ss., e ID, *Apologia delle riserve targate e degli accordi di targatura delle riserve*, in *BBTC*, 2017, 1 ss.

<sup>843</sup> Sulla necessità di inquadrare – e distinguere – i versamenti effettuati dai soci *in conto capitale* e *in conto aumento (o futuro aumento) capitale* in termini di più o meno rigida esclusiva spettanza dei soci che tali versamenti hanno effettuato (anche, e soprattutto, per ciò che concerne i profili restitutori, distributori, di copertura delle perdite e il conseguente trattamento contabile), v., per una efficace sintesi, M. LIVA, *Apporti in conto capitale, a fondo perduto e a copertura perdite*, disponibile su [www.ilsocietario.it](http://www.ilsocietario.it), 2018, e più in generale, nella letteratura, G.B. PORTALE, *Appunti in tema di “versamenti in conto futuri aumenti di capitale” eseguiti da un solo socio*, in *BBTC*, 1995, 95 ss.; P. FERRO-LUZZI, *I “versamenti in conto capitale”*, in *Giur. comm.*, 1981, 896 ss.; F. RAGNO, *Versamenti in conto capitale, versamenti in conto futuro aumento di capitale e prestiti subordinati effettuati dai soci di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2000, 776 ss., e, più di recente, A. POSTIGLIONE, *Sull’obbligo di apporto del quasi capitale*, in *Società*, 2018, 606 ss. In giurisprudenza, in tema di versamenti in conto futuro aumento capitale e relativo diritto alla restituzione da parte dei soci, v. Cass. 19 marzo 1996, n. 2314.

<sup>844</sup> In caso in cui l’apporto consista in entità capitalizzabili, si andrà ad incrementare: (i) la cassa, in caso trattasi di apporto in denaro; (ii) le immobilizzazioni (materiali, immateriali, o finanziarie, a seconda del tipo di bene) dello stato patrimoniale, in caso di trasferimento della proprietà di un cespite, di un credito o di un bene immateriale. In caso l’apporto consista di apporti non conferibili, la sua rilevazione tra le poste attive dello stato patrimoniale è strettamente subordinata

Tutto ciò brevemente premesso, l'analisi dei prossimi sotto-Paragrafi, nel vagliare la conformità del contenuto (sostanziale) minimo che deve caratterizzare uno strumento finanziario partecipativo ai fini dell'elezione nei, e nelle categorie di, fondi propri e passività ammissibili di una S.p.A. bancaria, seguirà l'ordine già adoperato nei rispettivi Paragrafi del Secondo Capitolo per esporre il contenuto minimale delle classi di capitale regolamentare e aggregati MREL – TLAC di volta in volta rilevanti. Ciò a dire che ci si concentrerà sui profili di: (a) disponibilità; (b) stabilità; (c) remunerazione e (d) capacità di assorbimento delle perdite della provvista raccolta tramite emissioni di strumenti finanziari partecipativi (*rectius*, della regolamentazione di fonte legale o pattizia – statutaria – sottostante tali emissioni). Come pur si è sottolineato in conclusione del precedente Paragrafo, si vuole qui ancora ricordare come tali profili debbano essere valutati nei confronti di uno strumento di raccolta le cui prerogative economiche (ed amministrative) sono state oggetto di una “scarsa tipizzazione” da parte del legislatore del codice civile.

### 3.1. *L'elezione degli strumenti finanziari partecipativi nel CET1.*

(a) Sul piano delle modalità e del titolo della raccolta, la principale questione che si pone rispetto alle caratteristiche che devono contraddistinguere gli strumenti di CET1 riguarda la necessità che detti strumenti siano considerati “capitale” ai sensi dell'articolo 22 della Direttiva 86/635/CEE (art. 28, paragrafo 1, lett. c, punto (i), CRR). A sua volta, il dettato della Direttiva, che come si era visto (v. nel Secondo Capitolo, la nt. 282) individua un'apposita definizione di “capitale” applicabile alle società bancarie per la disciplina dei conti annuali e dei conti consolidati, richiede che la voce dello stato patrimoniale denominata “capitale sottoscritto”, “*comprend[a] tutti gli importi che, qualunque ne sia la denominazione precisa nella fattispecie, devono essere considerati, in relazione alla forma giuridica dell'ente creditizio in questione, come quote nel capitale proprio dell'ente sottoscritte dai soci e da altri conferenti, conformemente alla legislazione nazionale*”. Ebbene la previsione in questione è stata utilizzata per *negare* in radice la possibilità di ricondurre lo strumento finanziario partecipativo nel CET1: la norma, si è argomentato, sembra richiedere, ai fini della computabilità dello strumento nel CET1, che questo veicoli non solo una provvista raccolta a titolo di capitale di rischio, ma che *attribuisca*, secondo una prospettiva *tecnico-formale*, anche la qualifica di “socio” in capo a colui che tali risorse apporta sicché, si conclude, posto che la qualifica di “socio” spetta esclusivamente a coloro che concorrono alla formazione del capitale sociale, solamente le azioni possono essere elette nella classe regolamentare in questione<sup>845</sup>.

---

e condizionata alla soluzione che vuole darsi al dibattito riportato *supra* in nt. 841, circa la possibilità di procedere ad una rilevazione contabile di prestazioni d'opera e di servizi (o comunque di altre entità non conferibili). Per entrambi gli scenari, v. F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 233 ss.

<sup>845</sup> V. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 196.

Chi scrive non condivide questa conclusione, e ciò sulla base sia di argomenti di carattere *sistematico*, che *letterale*: rispetto ai *primi*, a più riprese si è sottolineato nel Secondo Capitolo come il complessivo approccio adottato dal CRR in sede di regolamentazione della struttura finanziaria bancaria sia volto a *superare* le distinzioni tra strumenti di raccolta che corrono *esclusivamente* lungo *profili formali* e dunque qualificatori, e come le conseguenze di tale approccio si riflettano esattamente sull'*inessenzialità* della qualificazione azionaria ai fini del computo dello strumento nel CET1 (v. in particolare, nel Secondo Capitolo, il Paragrafo 5.7). Come è stato detto, “[...] *l’adozione di una prospettiva circoscritta allo strumento azionario non sembra in effetti coordinarsi con il complesso delle opzioni, anche letterali, e con il generale approccio adottato dal Regolamento CRR e dai documenti esplicativi a suo sostegno emanati dalle autorità europee: [...] tutti chiaramente tesi a escludere la sovrapposibilità del più ampio concetto di “capitale primario di classe I” con quello, più limitato, di “capitale sociale”*”<sup>846</sup>. *Ad abundantiam*, seppur sempre con il rischio di cadere vittima di un *bias* di conferma (oltre che pur sempre nei profondi limiti che un’argomentazione basata sul metodo induttivo presenta<sup>847</sup>), si è sostenuto<sup>848</sup> come anche il legislatore nazionale abbia confermato queste posizioni e impostazione laddove, in sede di recepimento della BRRD e trasposizione del potere dell’autorità di risoluzione di riduzione e conversione<sup>849</sup> ha previsto, all’art. 52, comma 1, lett. a, punto (i), d. lgs. 180/2015, che “*sono ridotti, fino alla concorrenza delle perdite [...] le riserve e il capitale rappresentato da azioni, anche non computate nel capitale regolamentare, nonché dagli altri strumenti finanziari computabili nel capitale primario di classe I*”. Rispetto ai *secondi*, si è già avuto modo di sottolineare come la lettura preferibile della norma del CRR (v. ntt. 282 e 330 nel Secondo Capitolo) sia una che non individui, in termini *formalmente esclusivi*, i sottoscrittori di strumenti di “equity capital” nei soli azionisti (ove tra l’altro il testo inglese della previsione, forse più chiaro di quello italiano, include nei sottoscrittori rilevanti di “equity capital” non solo “the shareholders”, ma anche “other proprietors”), ma che valorizzi la *funzione economica* degli apporti<sup>850</sup>.

---

<sup>846</sup> S. BOATTO, *Strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 41. Ma si veda estensivamente il testo in questione, anche per altre argomentazioni conformi a quanto sostenuto nel testo.

<sup>847</sup> Seppur in termini impressionistici, nelle scienze sociali i *limiti* del metodo induttivo semplice (*i.e.*, non accompagnato ad esempio da forme di *randomized control trial*) sono ben catturati dalla riflessione per cui: “*One single observation can invalidate a general statement derived from millennia of confirmatory sightings of millions of white swans. All you need is one single (and, I am told, quite ugly) black bird*” – così N. TALEB, *The black swan*, *op.cit.*, xvii. Venendo al presente lavoro, quel che si intende dire è che è pur possibile adoperarsi nel presentare un elevato numero di fattispecie e previsioni che *confermano* la posizione di cui nel testo, ma è pur vero che queste mai garantiranno la certezza della propria posizione, la quale invece ben può essere messa in discussione (e eventualmente, risultare destituita di ogni base) da, semplicemente, *una sola* contro-osservazione. Ma prima ancora dell’autore testé citato, l’epistemologia ha a lungo affrontato la questione *de quo* e in tal senso cfr., senza alcuna pretesa di completezza, i lavori di N. GOODMAN, *Fact, fiction, and forecast*. Cambridge, 1955, ove la teorizzazione del celebre “riddle of induction” e K. POPPER, *Logic of scientific discovery*, Londra, 2002, 12 ss. V. anche le considerazioni già svolte nel Secondo Capitolo, in nt. 490.

<sup>848</sup> V. S. BOATTO, *Strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 41.

<sup>849</sup> E per cui, con riferimento alla legislazione europea, v. già nel Secondo Capitolo la nt. 706.

<sup>850</sup> Negli stessi termini cfr. S. BOATTO, *Strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 41.

Non sembrano invece sorgere particolari questioni di (in)compatibilità con i restanti requisiti minimi richiesti alla pretesa incorporata in un titolo da conteggiarsi nel CET1. Così lo strumento deve essere: (i) direttamente emesso dall'ente (art. 28, paragrafo 1, lett. a, CRR); (ii) interamente liberato al momento della sottoscrizione, pena il riconoscimento nel CET1 della sola parte dello strumento che risulta interamente versato (rispettivamente la lettera b e – il nuovo testo de – l'ultimo alinea del paragrafo 1 dell'art. 28 CRR) e (iii) (a) contabilizzato come "patrimonio netto" ("equity", nella tradizione inglese) ai sensi della rilevante disciplina contabile (art. 28, paragrafo 1, lett. c, punto (ii), CRR); (b) classificato come "equity capital", ai fini dell'apertura di una procedura di insolvenza, se ciò è rilevante per il test di solvibilità dell'ente (art. 28, paragrafo 1, lett. c, punto (iii), CRR) e (c) rendicontato chiaramente e in poste separate dello stato patrimoniale nel bilancio dell'ente (art. 28, paragrafo 1, lett. d, CRR).

In particolare, il punto *sub (ii)* potrebbe portare con sé quello dell'ammissibilità, nell'ottica prudenziale, di strumenti finanziari partecipativi liberati con apporti diversi dal denaro<sup>851</sup> (tema che assume rilevanza se si pensa alle possibilità di una patrimonializzazione ottenuta tramite acquisizione di conferimenti atipici – finanche, secondo la prassi notarile, identificabili in "qualsiasi prestazione avente contenuto economico"<sup>852</sup> – che pur si può perseguire tramite emissioni di strumenti finanziari partecipativi): a riguardo peraltro si è già potuto sottolineare (v. nel Secondo Capitolo la nt. 498) come il CRR rimanga silente, sicché la questione dovrebbe essere risolta, caso per caso, dalle autorità competenti in sede di valutazione di ammissibilità degli strumenti di capitale ai fini del

---

<sup>851</sup> E, sulla necessità di applicare, ai fini del rispetto dei principi di effettività e conservazione del capitale finanziario, le analoghe e generali regole previste in punto di formazione, conservazione e rilevazione degli apporti non in contanti per la loro destinazione a capitale sociale (in particolare, il procedimento di stima *ex artt.* 2343 ss. c.c.), v. A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 231 ss.; M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, *op.cit.*, 534; L. ENRIQUES, *Quartum non datur*, *op.cit.*, 176, e C. LIMATOLA, *Strumenti finanziari "ibridi"*, *op.cit.*, 242. *Contra* invece la massima n. 165 approvata dal Consiglio Notarile di Milano il 7 novembre 2017 (si legge in [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it) nonché in *Riv. soc.*, 2018, 1154 ss.) e, in letteratura, F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 165 ss.; E. SORCI, *Contributo*, *op.cit.*, 441 s., e, seppur nell'ottica di una riconduzione dello strumento finanziario partecipativo all'area concettuale dei titoli di debito, B. LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 13, alle cui posizioni sembrerebbe aderire G. MIGNONE, *Gli strumenti finanziari di cui al 6° comma dell'art. 2346*, *op.cit.*, 332. La tematica si interseca parzialmente con, e sotto certi aspetti richiede una preventiva presa di posizione sul, novero di apporti e utilità effettivamente rilevabili, iscrivibili e rappresentabili in bilancio (perlomeno, rispetto a quegli apporti che non sono *anche* capitalizzabili), su cui alcune indicazioni di massima sono state fornite *supra*, in nt. 841.

<sup>852</sup> Così la massima n. 165 approvata dal Consiglio Notarile di Milano il 7 novembre 2017. L'approccio seguito dai notai milanesi è estremamente liberale, e considera ammissibili "oltre naturalmente agli apporti che potrebbero formare oggetto di conferimento a capitale, non solo le opere e i servizi, ma più in generale qualunque prestazione avente contenuto economico. L'emissione di s.f.p., pertanto, potrà seguire, in via esemplificativa, anche all'apporto di obblighi di non fare (si pensi all'impegno di non concorrenza), piuttosto che alla disponibilità a consentire alla società emittente il diritto ad utilizzare il proprio nome, e così via. Il limite, come segnalato, rimane dunque soltanto la necessità che l'apporto abbia per oggetto una prestazione dotata di valore economico, e non semplicemente morale o affettivo, per la società emittente". In letteratura, in termini analoghi, v. F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 146 ss. e 154; N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, *op.cit.*, 117; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 1274; v. M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *BBTC*, 2003, 546, e G. FESTA FERRANTE, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 1236.



riconoscimento nei fondi propri (art. 26, paragrafo 3, CRR). Sul punto poi – lo si è già evidenziato – è stata chiamata ad esprimersi EBA in un’apposita Q&A (“Q&A 2017\_3636”), la quale si è resa possibilista in merito all’ammissibilità dell’operazione solamente laddove l’apporto risulti “(i) [...] *irrevocable*; (ii) [...] *reliably valued*; (iii) [...] *fully under the bank’s control* [and] (iv) *not expose the bank, directly or indirectly, to the credit risk of the investor*”. Ebbene, sembrerebbe possibile esprimere qualche forma di *scetticismo* sulla capacità, perlomeno rispetto ad apporti di opera e di servizi (e a maggior ragione, anche di quegli apporti aventi per oggetto “semplicemente” una prestazione dotata di valore economico, quali obblighi di non fare e impegni di concorrenza), di risultare “*fully under the bank’s control*”. Maggiori aperture invece potrebbero aversi circa la possibilità di conteggiare nel CET1 strumenti finanziari partecipativi (ma evidentemente, anche azioni) liberati a fronte di conferimenti in natura.

Rispetto al punto *sub (iii)*, valgono le considerazioni di cui *supra*, nel Paragrafo 3, circa la necessità di rappresentare contabilmente l’apporto ricevuto a fronte della sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi in un’apposita “riserva targata” di patrimonio netto (evidentemente, anche in questo caso il tema può risultare condizionato da quel dibattito, segnalato *supra* in nt. 841, incentrato sulla effettiva possibilità di iscrivere all’attivo dello stato patrimoniale, e specularmente nel netto, una posta corrispondente a determinati apporti non capitalizzabili). Inoltre, essendo le banche italiane assoggettate inderogabilmente ai principi contabili internazionali, il rispetto di tale criterio deve essere valutato rispetto allo *standard* IAS 32. Non pare che ciò possa creare particolari problemi, essendosi già visto nel Secondo Paragrafo, in nt. 502, come lo *standard* in questione si puntualizzi su caratteristiche “sostanziali” e non “formali” veicolate dallo strumento di raccolta, che ben possono essere riflesse nel regolamento di emissione di uno strumento finanziario partecipativo, come si vedrà *infra* nel Paragrafo.

Si ricorda infine che anche per gli strumenti eletti nel CET1 (e dunque potenzialmente, per gli strumenti finanziari partecipativi) vale un secco divieto di forme di assistenza finanziaria, nonché di forme di acquisto di strumenti di raccolta “propri”.

(b) Non parrebbero porsi criticità rilevanti anche rispetto a quei profili che deve presentare la regolamentazione del rapporto sottostante l’emissione di strumenti finanziari in punto di stabilità della provvista raccolta: sicché ben può lo strumento finanziario partecipativo essere “perpetuo”, ossia privo di una scadenza predeterminata (art. 28, paragrafo 1, lett. e, CRR), o comunque con una scadenza coincidente con la durata della società, essendo peraltro la perpetuità caratteristica che

naturalmente si accompagna (fatto salvo il fenomeno delle azioni riscattabili) ad un apporto acquisito a titolo di rischio<sup>853</sup>.

*Prima facie*, problemi non dovrebbero sorgere nemmeno rispetto la necessità per cui il valore nominale dello strumento di raccolta non possa essere rimborsato ai sottoscrittori del medesimo, se non in ipotesi di liquidazione dell'ente (art. 28, paragrafo 1, lett. f, punto (i), CRR); peraltro eccezionalmente riconoscendosi all'intermediario la facoltà di "riacquistare e ridurre" quote del capitale CET1, a condizione che tale decisione risulti frutto di una *libera* – e dunque, *discrezionale* – *scelta* dell'intermediario (art. 28, paragrafo 1, lett. f, punto (ii), CRR), e subordinatamente all'assoggettamento all'apposito *redemption approval regime* (artt. 77-78 CRR). Eppure, si è già potuto sottolineare (v. nel Secondo Paragrafo la nt. 508 e il Paragrafo 6) come le previsioni *de quo* creino un *conflitto*, all'apparenza insanabile, con quelle fattispecie e discipline di diritto azionario nazionale ai sensi delle quali la società viene messa in condizione di essere *obbligata* a riacquistare lo strumento di CET1 o a dover ridurre il capitale per procedere al rimborso: nello specifico, si fa riferimento alle fattispecie legali di recesso astrattamente applicabili alla S.p.A. (artt. 2437, 2437-*quinquies* e 2497 c.c.) e alla *corrispettiva* attribuzione agli azionisti di un diritto di recesso. Rispetto alla fattispecie azionaria infatti, "*il carattere inderogabile che nel diritto italiano assume siffatta pretesa in tutta una nutrita serie di ipotesi, il quale non rende prospettabile la limitazione o la compressione ex ante di queste prerogative da parte dello statuto [comporterebbe per l'effetto] che qualunque emissione azionaria da parte delle banche italiane potrebbe essere considerata non conteggiabile nella classe di patrimonio di più alta qualità da parte della competente autorità di vigilanza o essere esclusa dall'elenco degli strumenti di common equity redatto dall'EBA*"<sup>854</sup>.

Ebbene, rispetto agli strumenti finanziari partecipativi, il tema verte sulla possibilità di riconoscere *ex lege* ai rispettivi sottoscrittori il diritto di recesso spettante ai soci ai sensi degli artt. 2437, 2437-*quinquies* e 2497 c.c. Così, a riguardo si è sostenuto come "*sebbene possa essere attribuito anche agli strumenti finanziari partecipativi il diritto di recesso – inteso quale diritto di sciogliere il rapporto «partecipativo» che li lega alla società, facendo venire i meno i relativi obblighi e diritti, nonché eventualmente «liquidando» la posizione giuridica attiva del sottoscrittore mediante un versamento in denaro – non si tratterebbe comunque del medesimo diritto di recesso previsto e*

---

<sup>853</sup> Sull'ammissibilità di uno strumento finanziario partecipativo emesso a tempo indeterminato v. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 198, in particolare valutando l'analogo profilo della perpetuità ai fini dell'elezione dello strumento finanziario partecipativo nell'AT1. In generale, sull'ammissibilità di strumenti finanziari "para-azionari" (*i.e.*, partecipativi) per i quali risulti escluso ogni obbligo di rimborso a carico della società v. M. NOTARI-A. GIANNELLI, *Sub art. 2346*, comma 6, *op.cit.*, 79; N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, *op.cit.*, 298, e A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2012, 209.

<sup>854</sup> C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 181 s. In effetti, nel Secondo Capitolo, e in particolare alla nt. 508, si è visto come proprio EBA, nel suo *report* sul monitoraggio degli strumenti di CET1 emessi nell'Unione (documento che accompagna il rispettivo elenco degli strumenti di CET1) sottolinei l'esistenza del problema.

*disciplinato dagli artt. 2437 ss., che appunto si caratterizza per essere il diritto di liquidare la partecipazione azionaria e non altri strumenti finanziari, sia pur partecipativi, emessi dalla società. Ciò non toglie, comunque, che lo statuto, soprattutto allorché il contenuto patrimoniale degli strumenti finanziari ex art. 2346, comma 6, sia caratterizzato da connotati molto «partecipativi», possa disciplinare il diritto di recesso di tali strumenti finanziari facendo ricorso, in quanto applicabili, alle medesime forme che la legge detta per il recesso degli azionisti»<sup>855</sup>. Evidentemente, qualora si aderisse alla tesi appena prospettata, lo strumento finanziario partecipativo – perlomeno rispetto ai profili che delineano la stabilità della relativa provvista nei fondi propri bancari – garantirebbe un livello di conformità alle previsioni del CRR addirittura maggiore rispetto a quello assicurato dallo strumento azionario.*

Infine, la scarsa tipizzazione del contenuto giuridico dello strumento finanziario partecipativo e la conseguente ampia libertà riconosciuta all'autonomia statutaria in punto di modulazione del medesimo dovrebbe garantire la conformità dell'emissione alla previsione dell'art. 28, paragrafo 1, lett. g, CRR, ai sensi del quale il regolamento contrattuale che governa lo strumento non deve presentare clausole che esplicitamente o implicitamente inducano il sottoscrittore a confidare nel rimborso o nel riacquisto del medesimo da parte della banca emittente.

(c) In tema di remunerazione degli strumenti di CET1, nel Paragrafo 1.5.8 del Secondo Capitolo si era evidenziato come, in termini generali, il CRR miri ad assicurare che l'ente detenga il più ampio margine di *libertà* possibile circa le decisioni sulle distribuzioni verso i titolari di tali strumenti, volendosi evitare in particolare che tali operazioni possano mettere a rischio la solvibilità dell'ente. Come buona parte delle previsioni prudenziali in materia di patrimonializzazione bancaria, l'obiettivo è quello di ridurre nei termini più ampi possibili ipotesi di *fuoriuscite* di valori dal patrimonio dell'intermediario. Ebbene, *prima facie*, il diritto di partecipazione all'utile dell'impresa che dovrebbe veicolare lo strumento finanziario partecipativo (*rectius*, che deve necessariamente veicolare, se si accetta l'opinione per cui l'essenza della “partecipatività” risieda esattamente nel diritto a partecipare agli utili dell'impresa azionaria in concorso con i soci)<sup>856</sup> può ben essere

---

<sup>855</sup> M. NOTARI-A. GIANNELLI, *Sub art. 2346, comma 6, op.cit.*, 107. Sulla *non obbligatorietà* del riconoscimento agli strumenti finanziari partecipativi del diritto di recesso negli stessi termini e casi in cui sono previste cause legali inderogabili di recesso v. anche F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 270 e 321, e A. GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 436. *Contra*, sulla *necessità* di riconoscere ai titolari di strumenti finanziari partecipativi il diritto di sciogliersi dal rapporto partecipativo, perlomeno nelle stesse ipotesi e negli stessi termini previsti per la fattispecie azionaria, v. A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 205 ss.

<sup>856</sup> Il tema è stato già trattato nel Primo Capitolo, nel Paragrafo 5 e, con riguardo al referente semantico da riconoscere al profilo partecipativo degli strumenti finanziari ex art. 2346, VI comma, c.c., nel Paragrafo 2 di questo Capitolo. *Ad abundantiam*, identifica l'essenza della «partecipatività» dello strumento finanziario partecipativo esattamente nella partecipazione all'utile di impresa in concorso con i soci M. MIOLA, *I conferimenti in natura, op.cit.*, 280 ss.

modellato dall'autonomia statutaria concordemente con questa previsione di massima, ossia in termini "para-azionari"<sup>857</sup>.

Eppure, problemi potrebbero sorgere rispetto la *determinazione e qualificazione* della remunerazione in questione: così, se da un lato si è sostenuto che questa si atteggia come "*un diritto agli utili in senso proprio spettante, oltre che agli azionisti e in compartecipazione con essi, agli strumenti finanziari partecipativi*"<sup>858</sup> – ove peraltro il concorso sull'utile tra azionisti e titolari di strumenti finanziari partecipativi può essere discrezionalmente modellato in sede statutaria – da altra parte si è ritenuto *non ammissibile* una partecipazione in concorso tra soci e soggetti che soci non sono sul netto attivo di gestione<sup>859</sup>. Il contrasto interpretativo potrebbe assumere rilevanza se sol si tiene conto di come (in termini già rassegnati nel Paragrafo 1.5.8 del Secondo Capitolo ma che si riprenderanno subito *infra*) la necessaria compartecipazione all'utile su basi *paritarie* tra diversi strumenti di capitale è condizione necessaria per il riconoscimento dello strumento nel CET1, sicché la scelta tra l'una ovvero l'altra opzione ricostruttiva proposta segnerebbe la possibilità di eleggere o meno lo strumento finanziario partecipativo nel CET1 (e allora, la diatriba segnerebbe un buon campo per saggiare già qui la possibilità di prediligere un'interpretazione che tenga conto dei principi che il micro-sistema del diritto bancario europeo parrebbe dischiudere, seguendo le coordinate di lettura esposte nel Paragrafo 6 del Secondo Capitolo e *supra* nel Paragrafo 1). Senonché, il contrasto interpretativo si rivela solo *apparente*, se sol si considera come i sostenitori della seconda ipotesi ricostruttiva pongono alla base delle loro argomentazioni l'idea che *tutti* gli strumenti finanziari partecipativi siano rappresentativi di un titolo di debito (si tratta delle c.d. teorie moniste, per cui v. *supra* Paragrafo 2), la cui remunerazione *naturaliter* esprime un costo della gestione da spendere in conto economico – e non un dividendo –, ipotesi ricostruttiva questa che in realtà non appartiene a questa Sezione del Capitolo, ove lo strumento finanziario partecipativo è ricondotto nell'alveo del capitale di rischio.

---

<sup>857</sup> V. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, op.cit., 199, seppur con riferimento ai profili remunerativi che deve rispettare uno strumento finanziario partecipativo da eleggere nell'AT1, ma in realtà considerazioni trasponibili anche al caso in cui l'elezione è da valutarsi rispetto al CET1. Inoltre, la partecipazione all'utile di impresa non è evidentemente l'unico diritto patrimoniale che può essere riconosciuto a uno strumento finanziario partecipativo, ben potendosi assegnare "*diritti di partecipazione alle riserve o ad alcune di esse: ciò potrebbe avvenire, ad esempio, facendo riferimento alle riserve costituite con accantonamenti di utili o, in generale, alle riserve disponibili, oppure alle riserve costituite con l'eventuale destinazione a fondo perduto dell'apporto dei sottoscrittori degli strumenti finanziari partecipativi. Si reputa inoltre che, tra i diritti patrimoniali attribuibili, possa rientrare anche il diritto alla quota di riserva che registra il valore degli apporti riconducibili agli strumenti finanziari partecipativi all'epoca dello scioglimento della società, ovviamente nei limiti della sua consistenza*" – così F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 260.

<sup>858</sup> M. NOTARI-A. GIANNELLI, *Sub art. 2346*, comma 6, op.cit., 88 e 88 ss. V. anche, tra gli altri, G. D'ATTORRE, *Gli strumenti finanziari partecipativi nella crisi d'impresa*, in *Dir. fall.*, 2017, 337, e E. SORCI, *Contributo*, op.cit., 421 s. Nella prassi, v. la massima n. 164 approvata dal Consiglio Notarile di Milano.

<sup>859</sup> V. P. SPADA, *Provvista del capitale*, op.cit., 627 ss.; G. MIGNONE, *Gli strumenti finanziari di cui al 6° comma dell'art. 2346*, op.cit., 326, e, parrebbe, P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma*, op.cit., 708. V. anche G. FERRI JR, *Il sistema e le regole del patrimonio netto*, op.cit., 26 ss. e 33.

Venendo ora ad un puntuale raffronto con i *sette* punti dettagliati dall'art. 28, paragrafo 1, lett. *h*, CRR (per cui v. sempre il Paragrafo 5.8 nel Secondo Capitolo) che contribuiscono a definire la *latitudine* della remunerazione che lo strumento di CET1 può legittimamente vedersi attribuire, pare che l'autonomia statutaria possa modulare in termini *conformi* il contenuto patrimoniale degli strumenti finanziari partecipativi, *i.e.* in modo che questi:

(i) non riconoscano alcuna differenziazione in punto di ordine nelle distribuzioni rispetto alle posizioni di tutti gli altri strumenti di CET1 tali da sostanzarsi in un privilegio di "priorità" (e v. per l'analoga nozione, e per la distinzione che corre con il c.d. privilegio di "preferenza", la nt. 512). Il tema è stato appena trattato, e positivamente risolto in questo in senso;

(ii) possano essere remunerati nei limiti dei soli "elementi distribuibili" (i quali, si è già visto in nt. 513, coincidono essenzialmente con la quota di utile di bilancio e di riserve disponibili). Il tema sembra incrociarsi con quelle discussioni di diritto interno che si interrogano sulla possibilità di riconoscere agli strumenti finanziari partecipativi una partecipazione al solo utile di esercizio o al complessivo utile di bilancio, e risolte riconoscendo, anche in questo caso, competenza all'autonomia statutaria circa i confini del diritto all'utile<sup>860</sup>;

(iii) non presentino limiti o restrizioni o comunque limitazioni all'ammontare massimo distribuibile. E in tal senso, si è sottolineato come il diritto agli utili di impresa riconosciuto agli strumenti finanziari partecipativi possa atteggiarsi in termini para-azionari, ossia in grado di replicare la partecipazione azionaria, rispetto la quale la presenza di tetti o *cap* alle distribuzioni non assurge a caratteristica naturale;

(iv) non risultino destinatari di pagamenti definiti "*sulla base dell'importo per il quale [...] sono stati acquistati all'emissione*". Qui, la possibilità di forme di pagamento fisse è preclusa *in nuce* dal concepire lo strumento finanziario partecipativo, perlomeno in questa Sezione, in termini "para-azionari", ossia come forma di partecipazione non azionaria al capitale di rischio in cui, *per definizione*, il diritto all'utile emerge come *mera aspettativa, ab origine* incerta non solo nel *quantum* ma anche nell' *an*;

(v) non presentino clausole che obblighino l'ente ad effettuare distribuzioni nei loro confronti, e l'intermediario non risulti altrimenti assoggettato a tale obbligo (e qui valga quanto sottolineato nel precedente punto);

(vi) non prevedano la mancata distribuzione dell'utile come un "event of default" dell'intermediario (ma anche qui valgano le considerazioni per cui, una volta ricondotto lo strumento finanziario partecipativo all'area del capitale di rischio, l'impossibilità di far valere il mancato pagamento del

---

<sup>860</sup> Per i termini della questione v. F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 263.

dividendo come una forma di inadempimento contrattuale dovrebbe rappresentarne una conseguenza naturale); e

(vii) non facciano seguire all'annullamento delle distribuzioni alcuna restrizione delle capacità operative dell'ente.

Infine, una breve menzione merita l'art. 28, paragrafo 4, CRR, che ammette il computo nel CET1 di strumenti che riconoscono privilegi nelle distribuzioni (nei limiti dei c.d. privilegi di "preferenza" e non di "priorità"), ma nella misura in cui questi attribuiscono un numero di voti inversamente proporzionale alla quota sottoscritta, se non alcun numero di voti: questa è l'*unica* fattispecie in cui il CRR attribuisce qualche rilevanza alle prerogative amministrative che accompagnano uno strumento da eleggersi nei fondi propri, ma che non pare in alcun modo porre problemi di compatibilità con alcuna delle teorie ricostruttive che considerano la fattispecie "strumento finanziario partecipativo" mezzo di raccolta solamente, o anche, di capitale di rischio.

(d) Le previsioni prudenziali che toccano le caratteristiche che il contenuto degli strumenti finanziari partecipativi devono soddisfare in punto di concorso alla partecipazione alle perdite dell'attività sono quelle che sollevano, rispetto al dibattito nazionale che si registra sul punto, *i maggiori e più interessanti* contrasti interpretativi. Si partirà qui dal passare brevemente in rassegna le previsioni del CRR che non pongono problemi in punto di conformazione (e capacità conformativa) dello strumento finanziario partecipativo, riservando ai prossimi Paragrafi l'analisi delle restanti disposizioni del CRR che invece la capacità conformativa del contenuto giuridico degli strumenti finanziari partecipativi potrebbe non soddisfare.

Così, non sembra che quanto richiesto dall'art. 28, paragrafo 1, lettere *l* e *m*, CRR, ossia che lo strumento di CET1 non debba prevedere nel relativo contratto di emissione garanzie o analoghe pattuizioni cui faccia seguito un aumento del rango del credito incorporato nello strumento, non possa essere raggiunto liberamente dall'autonomia statutaria (che invero, deve semplicemente *astenersi* dal regolamentare in questa direzione le pretese incorporate nel titolo).

Apparentemente, maggiori problemi sembrerebbero derivare dall'art. 28, paragrafo 1, lettere *j* e *k*, CRR, ai sensi dei quali in sede di liquidazione o insolvenza, gli strumenti di CET1 devono: (i) attribuire una pretesa di rango *inferiore* rispetto a tutte le altre che si puntualizzano sul patrimonio dell'ente e (ii) riconoscere ai sottoscrittori una pretesa *residuale* sulla distribuzione del residuo attivo in misura proporzionale alla quota rappresentata, senza che sia possibile fissare anticipatamente l'ammontare o determinare un tetto massimo per tale ripartizione. Posto che quanto *sub (i)* segue le

tematiche e rispecchia le soluzioni che si presenteranno *infra* nel prossimo Paragrafo<sup>861</sup>, ci si dovrà ora soffermare sul secondo punto.

Ebbene, i problemi a cui si è fatto riferimento deriverebbero dalla presenza di tesi *contrastanti* circa la possibilità di riconoscere agli strumenti finanziari partecipativi un diritto a una frazione del patrimonio netto residuo all'esito della liquidazione. Così, mentre da una parte si ammette pacificamente il riconoscimento di tale diritto (e la sua libera modulabilità in sede statutaria)<sup>862</sup>, da altra parte invece, valorizzandosi l'intima ed esclusiva *connessione* ed *identità* che si crea tra la configurabilità di qualsiasi *pretesa* sulla destinazione del saldo attivo di gestione e l'apporto *causa societatis* (i.e., lo *status socii*), si *esclude* l'ammissibilità di una pretesa sul supero attivo di liquidazione esercitabile da parte di soggetti che soci *non sono*, né tantomeno, quindi, possono essere *residual claimants*<sup>863</sup>.

Senonché, in termini non dissimili da quelli che si sono posti *supra sub (c)* per altre diatribe interpretative (i.e., sulla possibilità di riconoscere ai titolari di strumenti finanziari partecipativi il medesimo diritto agli utili spettante ai soci), il dibattito in questione sembra essere condizionato dal fatto che i sostenitori della seconda posizione presentata basino le loro argomentazioni<sup>864</sup> sull'assunto

---

<sup>861</sup> In realtà, e ne dà conto R. TETI, *Il rapporto partecipativo*, op.cit. 1138 ss., attraverso la costituzione di categorie può giungersi ad ottenere una *divergenza* tra il regolamento del concorso *in sede di ripartizione dell'attivo di liquidazione* e lo speculare regolamento del concorso *in sede di partecipazione alle perdite durante societate* (i.e. una pretesa può essere accompagnata da postergazione in punto di assorbimento delle perdite *di gestione* rispetto ad altri strumenti di capitale, ma concorrere con i medesimi strumenti, in sede di ripartizione del supero attivo *di liquidazione* – e dunque, specularmente, in sede di partecipazione alle perdite finali dell'attività – secondo la regola del *pari passu*). Per semplicità si assumerà la *coincidenza* dei due momenti del regolamento del concorso (anche perché probabilmente una deviazione da tale coincidenza richiede un'apposita scelta statutaria).

<sup>862</sup> V. A. VALZER, *Sub art. 2346 co 6*, op.cit., 496; ID, *Strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 150 e 258; M. NOTARI-A. GIANNELLI, *Sub art. 2346, comma 6*, op.cit., 91 ss.; G. D'ATTORRE, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 337; N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, op.cit., 373 ss. e in particolare 379; E. SORCI, *Contributo*, op.cit., 421, e C. LIMATOLA, *Strumenti finanziari "ibridi"*, op.cit., 233. Nella prassi, v. la massima n. 164 approvata dal Consiglio Notarile di Milano e quanto riportato da A. GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 431.

<sup>863</sup> V. P. SPADA, *Provvista del capitale*, op.cit., 627 ss.; G. FERRI JR, *Il sistema e le regole del patrimonio netto*, op.cit., 26 ss. e 33; M. ONZA-L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *BBTC*, 2009, 586, e M. ONZA, *L'apporto d'opera*, op.cit., 58. Ma da ultimo, quest'ultimo Autore sembrerebbe favorevole alla configurabilità di ipotesi di *finanziamenti*, veicolati da strumenti finanziari partecipativi, che abilitano il rispettivo titolare "a *concorrere* con il socio sul risultato dell'attività", di modo che "il diritto patrimoniale rilasciato dagli strumenti finanziari partecipativi si attegga *pari passu* alla *pretesa di liquidazione del residuo*", di guisa che il risultato dell'attività è "condiviso" tra i soci ed i (diversi) finanziatori: *condivisione, per quelli, causa societatis e, per questi, a mezzo altra causa (e titolo) che ne conforma la "pretesa di liquidazione"* – così ID, "Partecipare", op.cit., 651, e v. anche 654 ss. per la possibile riconduzione del finanziamento *de quo* all'area concettuale del debito.

<sup>864</sup> Invero, oltre e contrariamente alle posizioni riportate in nt. 863, vi è anche chi ha sostenuto l'impossibilità per i titolari di strumenti finanziari partecipativi di partecipare al concorso alla ripartizione del patrimonio netto risultante dalla liquidazione *nonostante* l'inquadramento della fattispecie come strumento di *equity*. In particolare si è affermato come l'operazione in questione "sarebbe caratterizzata da una causa atipica, simile a quella della partecipazione azionaria, dalla quale diverge per il fatto di essere priva del diritto di «restituzione del conferimento» al termine della durata della società" – così M. NOTARI-A. GIANNELLI, *Sub art. 2346, comma 6*, op.cit. 80. In questo caso allora, se la posizione in oggetto esprime l'esclusione degli strumenti finanziari partecipativi da qualsiasi possibilità di partecipare alla distribuzione del supero attivo di liquidazione, il contrasto interpretativo che sorgerebbe tra le varie posizioni potrebbe prestarsi ad essere risolto con i criteri e gli strumenti ermeneutici di cui subito si darà conto *infra* nel Paragrafo 3.2. Più nello specifico, la posizione sostenuta dai citati Autori si ricollega al tema della pretesa impossibilità di "replicare" *in toto*

per cui gli strumenti finanziari partecipativi siano *sempre e comunque* espressivi di una raccolta da ricondurre alla *causa debendi* (le c.d. teorie “unitarie” o “monistiche”, per cui v. *supra* il Paragrafo 2), espressione dunque per definizione di posizioni che si esplicano e collocano non nell’organizzazione ma al di fuori di questa, di investimenti che richiedono *ab origine* sempre un risultato (*i.e.*, accompagnati sempre, per quanto condizionati e postergati, da un obbligo di rimborso della relativa provvista). In effetti, se si accettano questi termini, appare del tutto ragionevole postulare l’estraneità dei detentori di strumenti finanziari partecipativi all’impresa societaria e dunque la relativa imputazione dell’eventuale saldo attivo di liquidazione. Eppure, la premessa ricostruttiva da cui parte questa Sezione è esattamente la riconducibilità dello strumento finanziario partecipativo nell’alveo del capitale di rischio e la costruzione della “partecipatività” in termini “para-azionari”: sulla base di questo assunto sembra allora possibile per l’autonomia statutaria (o forse necessario, se si identifica, come già si è detto, il tratto indefettibile della “partecipatività” alla partecipazione al saldo attivo – e negativo – periodico e finale dell’attività) prevedere l’attribuzione ai sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi di un diritto al riparto dell’attivo netto di liquidazione, ma conformato al perimetro ammesso dall’art. 28, paragrafo 1, lett. j, CRR (sicché ad esempio, per quanto in letteratura si ammetta la possibilità di modulare<sup>865</sup>, in sede statutaria, il diritto dei titolari di strumenti finanziari partecipativi ad una parte soltanto del patrimonio netto risultante dalla liquidazione, ecco che optare per tale scelta condurrebbe all’esclusione dello strumento dal CET1, non ammettendo l’articolo *de quo* la possibilità che tale *quantum* possa essere fissato in anticipo o limitato tramite la previsione di un tetto massimo per la ripartizione).

3.2. (Segue). *Le soluzioni ermeneutiche prospettate in materia di regolamentazione del concorso tra azioni e strumenti finanziari partecipativi in punto di esposizione alle perdite dell’attività. Insostenibilità sistematica e inopportunità di alcune delle tradizionali ipotesi ricostruttive ai fini del giudizio di conformità ex art. 28, paragrafo 1, lett. i, CRR, e valorizzazione dei principi dischiusi dalla regolamentazione prudenziale bancaria europea.*

L’art. 28, paragrafo 1, lett. i, CRR, prevede che gli strumenti di CET1 – per essere qualificati come tali – debbano assorbire, rispetto a tutti gli strumenti di capitale emessi dall’ente, la *prima e proporzionalmente maggiore* parte delle perdite, man mano che queste si verificano nel corso della *gestione*, e ciò in *concorso* e in termini *paritari* tra loro. L’articolo in questione dunque regola rapporti, e delinea criteri allocativi delle perdite valevoli, *infra-categorie* e *intra-categoria*.

---

nel regolamento di uno strumento finanziario partecipativo il contenuto patrimoniale della partecipazione azionaria, tema che è oggetto di specifica trattazione *infra* nel Paragrafo 3.3, a cui si rimanda.

<sup>865</sup> V. M. NOTARI-A. GIANNELLI, *Sub art. 2346, comma 6, op.cit.*, 92.



Si tratta di una previsione che suscita, secondo i canoni del diritto azionario nazionale, un immediato raffronto con le regole che presidono al trattamento della riserva «targata» da apporti di strumenti finanziari partecipativi – per cui v. *supra* Paragrafo 3 – rispetto sia alle altre poste del netto che, soprattutto, rispetto al capitale azionario.

In tal senso, già in termini per così dire “naturalistici” prima ancora che normativi, l’interprete può in astratto aspettarsi l’emergere di *tre* differenti scenari, ossia una regolamentazione del concorso tra strumenti finanziari partecipativi e capitale sociale nell’esposizione alle perdite in cui: (i) i primi risultino *antergati* al secondo, ovvero (ii) il secondo risulti *antergato* ai primi ovvero (iii) entrambe le poste si collochino su un piano di *parità*, e l’esposizione alle perdite avvenga in termini sincronici, secondo il regime del *pari passu*. Ebbene, tutti e tre gli scenari sono stati a vario titolo prospettati e dettagliatamente argomentati, sicché si procederà ora nella maniera che segue: si analizzerà di seguito ognuna delle letture che hanno interessato tale dibattito e si valuteranno dunque gli *effetti* e gli esiti che ad ogni ipotesi ricostruttiva conseguono sul piano del trattamento prudenziale dello strumento finanziario partecipativo (in questo Paragrafo, ai fini dell’elezione nel CET1), e, eventualmente, stante la natura relazionale di qualsiasi normativa che regoli l’incidenza di perdite tra due strumenti di raccolta qualitativamente diversi, sugli altri strumenti eletti nei fondi propri dell’ente. Come anticipato *supra* nel Paragrafo 1, l’esistenza in materia di diverse ipotesi ricostruttive può suggerire all’interprete la ricerca di un aiuto – se non di un approdo – ermeneutico nei principi che il diritto bancario dell’Unione analizzato nel Secondo Capitolo dischiuderebbe. Tale esercizio troverà impostazione sempre nel presente Paragrafo.

Ma andando per ordine:

(i) Una prima ipotesi ricostruttiva tenta di risolvere la questione *de quo* facendo applicazione delle unanimemente accettate regole contabili esistenti in materia e, in particolare, del principio della previa imputazione delle perdite agli strati del netto meno vincolati e progressiva erosione e azzeramento di quelli più vincolati (*i.e.*, dalle riserve facoltative e disponibili, passando per quelle per cui vi è un vincolo di utilizzo e per quelle che risultano indisponibili – ove quota “cuscinetto” e “baluardo” del capitale è la riserva legale –, arrivando infine alla quota-parte del netto rappresentata dal capitale sociale)<sup>866</sup>. In questo scenario, la letteratura è concorde nel ritenere che, nel caso in cui l’articolazione del netto della S.p.A. si caratterizzi per la presenza di una riserva «targata», la riserva in questione

---

<sup>866</sup> Si tratta di un principio che può ritenersi consolidato sia in letteratura che in giurisprudenza. Così in dottrina v., in luogo di molti, R. NOBILI-M.S. SPOLIDORO, *La riduzione del capitale per perdite*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 6\*, Torino, 1993, 285 ss.; G.E. COLOMBO, *Il bilancio di esercizio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 7\*, Torino, 1994, 509 ss.; ID., *Il bilancio e le operazioni sul capitale*, *op.cit.*, 867 ss. in particolare 870, e G. FIGÀ TALAMANCA, *Bilanci e organizzazione dei poteri dispositivi*, *op.cit.*, 210 ss. Nella giurisprudenza di legittimità v. Cass. 6 novembre 1999, n. 12347; Cass. 17 novembre 2005, n. 23269 e Cass. 2 aprile 2007, n. 8221.

sopporti le perdite solo *dopo* l'annullamento delle altre poste del netto c.d. comuni – e dunque anche *dopo* la riserva legale – ma subito (e sempre) *prima* del capitale sociale<sup>867</sup>.

Ebbene, secondo alcuni approdi sia dottrinali<sup>868</sup> che giurisprudenziali<sup>869</sup>, la regola allocativa e distributiva in questione troverebbe applicazione anche nel caso in cui la riserva targata sia nient'altro che la posta titolata agli, e alimentata dagli, strumenti finanziari partecipativi.

---

<sup>867</sup> V. G.B. PORTALE, *Appunti in tema di "versamenti in conto futuri aumenti di capitale"*, *op.cit.*, 98; G.E. COLOMBO, *Il bilancio di esercizio*, *op.cit.*, 511 (nt. 80), e M.S. SPOLIDORO, *Riserve targate*, *op.cit.*, 1325 ss. V. anche A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 244, ove si argomenta circa la ragionevolezza e condivisibilità della regola di previa imputazione delle perdite alle riserve comuni e, solo prima di intaccare il capitale, alla riserva «targata».

<sup>868</sup> V. N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, *op.cit.*, 378; M. NOTARI-A. GIANNELLI, *Sub art. 2346*, comma 6, *op.cit.*, 91 (nt. 104) e 92 ss. (in particolare nt. 108), e 113; G. SANDRELLI, *Sub art. 2446*, in M. VENTORUZZO-G. SANDRELLI, *Riduzione del capitale sociale-Artt. 2445-2447*, in *il Codice Civile. Commentario*, fondato da Schlesinger, diretto da F.D. Busnelli, Milano, 2013, 44; sembrerebbe, F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 268 (nt. 182) e infine G. MIGNONE, *Strumenti finanziari partecipativi del genere "mezzanino": se sei riserva, non puoi fare il capita...le*, in *BBTC*, 2017, 496, per il quale il regime dell'antergazione al capitale sociale nella partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari partecipativi sarebbe imperativo, ossia sarebbe preclusa ogni previsione statutaria contraria.

<sup>869</sup> L'unico provvedimento giurisprudenziale edito in materia è la "celebre" ordinanza del Trib. Napoli, Sezione Impr., 25 febbraio 2016: la questione prendeva avvio da una delibera di una S.p.A di emissione di strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni, con correlato aumento di capitale a servizio di detta emissione, e modifica dello statuto sociale (prevedendosi sia che il diritto di conversione, in caso di erosione della "riserva apporti strumenti finanziari", potesse esercitarsi soltanto "per il minore importo risultante al netto delle perdite subite", sia che tale diritto di conversione potesse essere esercitato, ad iniziativa dei sottoscrittori, nell'arco di tempo compreso tra il 1 luglio 2011 e il 31 luglio 2015 – salvo divenire automatico, e quindi forzoso, allo scadere di tale termine).

Ebbene in data 28 luglio 2015, al momento della richiesta di conversione presentata dall'unico socio sottoscrittore gli strumenti finanziari partecipativi, la società registrava il verificarsi di perdite pregresse di gestione, da cui la necessità di verificare se tali perdite dovessero incidere sulla "riserva apporti strumenti finanziari" *prima* dell'eventuale conversione e capitalizzazione degli strumenti finanziari partecipativi. A riguardo il Consiglio di Amministrazione, sulla base di un parere legale commissionato dal sottoscrittore degli strumenti finanziari partecipativi (e nonostante lo stesso C.d.A. avesse acquisito anche un altro parere che prospettava e suggeriva tutt'altra soluzione), deliberava, malgrado le perdite, di prendere atto della conversione in azioni degli strumenti finanziari partecipativi per un ammontare pari a quello della "riserva apporti strumenti finanziari". Il socio di minoranza allora, che in conseguenza di tale conversione subiva un annacquamento della propria partecipazione, impugnava *ex art. 2388, IV comma, c.c.*, la delibera del C.d.A. e ne chiedeva la sospensione. Il Tribunale di Napoli accoglieva il ricorso cautelare e sospendeva l'esecuzione della delibera, giustificando il proprio provvedimento in base alla necessità di verificare, prima di procedere alla conversione degli strumenti finanziari partecipativi, la consistenza della rispettiva riserva rispetto alle perdite maturate. In particolare, e qui il punto rilevante, il Tribunale richiamava il consolidato principio giurisprudenziale (e si v. la giurisprudenza riportata *supra* in nt. 866) in forza del quale "le disponibilità della società devono essere intaccate secondo un ordine che tenga conto del grado di facilità con cui la società potrebbe deliberarne la destinazione ai soci [...] e pertanto, devono essere utilizzate, nell'ordine, prima le riserve facoltative, poi quelle statutarie indi quelle legali e, da ultimo il capitale sociale. Si tratta di una modalità inderogabile, in quanto la sua ratio risiede nella circostanza che i diversi strati del netto, poiché sono progressivamente più vincolati a garanzia dei creditori, possono e devono subire le decisioni dei soci di intaccarli nell'ordine sopra indicato, restando preclusa ai soci la possibilità di far gravare le perdite sul netto più vincolato, sino a quando esistono parti di netto meno vincolate o non vincolate, tant'è che non si potrebbe neppure parlare correttamente di "perdite di capitale" se non nella misura in cui tali perdite eccedano l'ammontare delle riserve che sono destinate a costituire un presidio avanzato del capitale medesimo". Anche l'esposizione alle perdite della riserva da apporti strumenti finanziari partecipativi deve avvenire sulla base del criterio appena esposto sicché, conclude il Tribunale, la conversione degli strumenti finanziari partecipativi "non potrebbe mai avvenire al lordo delle perdite subite dalla società". In realtà la posizione del tribunale, che non si sofferma sulla necessità di riconoscere alla riserva "targata", pur nel rispetto delle superiori regole del netto in materia di distribuzione delle perdite, natura di posta *maggiormente postergata tra quelle antergate al capitale*, è ancora più conservativa e rigida negli approdi rispetto al criterio esposto nel testo.

Il provvedimento *de quo* infine ha raccolto una rilevante schiera di commenti, così v. G. D'ATTORRE, *Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. not.*, 2016, 273 ss.; M. LAMANDINI, *Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità nella partecipazione alle perdite in Società*, 2016, 978 ss.; G. MIGNONE, *Strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 491 ss., e M. PALMIERI, *La partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari ex art. 2346 6 co. convertendi in azioni*, in *Società*, 2016, 981 ss.

Eppure, da più parti si è sottolineato come gli esiti applicativi di questa prima ipotesi ricostruttiva siano sistematicamente inaccettabili, se letti alla luce di quelli che devono essere considerati principi di sistema del diritto azionario: in particolare, si è sottolineato come il criterio *de quo* porterebbe al *ribaltamento* del noto principio per cui l'azionista deve risultare il *residual claimant* dell'impresa societaria (*i.e.*, specularmente, il primo soggetto a cui imputarsi il risultato negativo dell'attività) e, di conseguenza, ingenererebbe effetti *espropriativi* e *redistributivi* della ricchezza investita: i titolari di strumenti finanziari partecipativi infatti, in linea con una coerente applicazione del principio distributivo in oggetto, finirebbero per rispondere del saldo negativo dell'attività sia periodico che complessivo anche *prima* degli, e dunque correrebbero un rischio astrattamente maggiore di quello corso dagli, stessi soci, con la conseguenza che “*assurdamente, last claimant diventerebbe il terzo acquirente e non l'azionista*”<sup>870</sup>. Inoltre, potrebbe argomentarsi (e sul principio argomentativo in questione si tornerà subito *infra*), una applicazione analogica delle regole che governano il rapporto tra posta «targata» e capitale sociale al *diverso* rapporto tra strumenti finanziari e azionari risulterebbe acritica, nella misura in cui non terrebbe conto della *particolarità* (e diversità) di una posta che risulta targata a fronte di apporti di patrimonio effettuati dai soci (in modo non proporzionale alla relativa partecipazione al capitale sociale), apporti che risultano “*priv[i] di una rilevanza disciplinare di rango statutario e, soprattutto, di una specifica destinazione/funzione partecipativa*”<sup>871</sup>.

---

<sup>870</sup> P. SPADA, *Provvista del capitale*, *op.cit.*, 629. Nel pensiero dell'A. il rilievo in questione è posto come indice per ricondurre, conseguentemente, la fattispecie “strumenti finanziari partecipativi” nell'area del capitale di debito. In termini analoghi v. anche, in luogo di molti, M. ONZA, *L'apporto d'opera*, *op.cit.*, 61; M. LAMANDINI, *Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità*, *op.cit.*, 980; M. SCIUTO-P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 1\*, Torino, 2004, 34 (nt. 58); G. D'ATTORRE, *Perdite della società*, *op.cit.*, 277 ss., e L. STANGHELLINI, *La struttura finanziaria della società per azioni al tempo della grande crisi*, in G. CARCANO-C. MOSCA-M. VENTORUZZO (a cura di), *Regole del mercato e mercato delle regole - Il diritto societario e il ruolo del legislatore. Atti del convegno Internazionale di studi. Venezia 13-14 novembre 2015*, Milano, 2016, 268.

Eppure, a chi scrive pare che l'inaccettabilità sistematica che conseguirebbe, secondo taluni commentatori, a una impostazione di tal fatta dei rapporti tra capitale finanziario, capitale sociale e “sistema del netto” (*i.e.*, la sterilizzazione della posizione del socio come *autenticamente* residuale) possa essere in qualche modo minimizzata, e ciò soprattutto se: (i) si valorizza l'omogeneità della sostanza partecipativa sottesa all'investimento azionario e finanziario partecipativo, poiché *entrambi* funzionalizzati alla medesima attività comune (per un'applicazione del criterio, di estrema importanza per alcune delle tesi sostenute nel lavoro, v. subito *infra* nel Paragrafo) e se (ii) si riconosce all'autonomia privata la possibilità di modulare in termini *differenti* l'incidenza delle perdite sui *diversi* investitori nella società. Come si è detto: “*in particolare sembra rientrare nei poteri dell'autonomia privata [...] anche la possibilità che il “capitale finanziario” sia integralmente esposto alle perdite prima del capitale sociale. Del resto, come tra azionisti è possibile che vi siano azionisti postergati e, di riflesso, azionisti che subiscano le perdite prima degli altri; così è ipotizzabile che tra classi di investitori, vi siano soggetti che evitando di sottoporsi alla disciplina più rigida del capitale sociale, accettino, in un certo qual modo, di esporsi con maggior rischio alle perdite, proteggendo addirittura il capitale, a fronte, magari, di un privilegio nella distribuzione degli utili*” – così A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 250. Insomma, si tratterebbe di una questione tutta *interna* ai rapporti (di forza e/o contrattuali) tra gli investitori nell'intrapresa azionaria.

<sup>871</sup> A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.* 237. In termini analoghi cfr. S. BOATTO, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 35, e, sembrerebbe, anche M. LAMANDINI, *Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità*, *op.cit.*, 980, a cui “*non pare che una regola contabile sull'ordine successivo in cui gli strati del netto vengono incisi dalle perdite pensata in relazione all'ipotesi tipica in cui gli azionisti partecipano nella stessa proporzione al netto e al capitale possa essere utilizzata per generare effetti espropriativi della ricchezza*”.

Così, sulla base di queste osservazioni, è possibile individuare il diramarsi di due diversi filoni argomentativi *correttivi*: un primo che accorda perdurante validità alla regola della previa imputazione delle perdite alle riserve del netto, e solo per ultimo al capitale sociale, ma ravvisando la necessità di applicarvi dei correttivi, per evitare di addossare ai sottoscrittori degli strumenti finanziari partecipativi la sopportazione di un rischio pari se non maggiore rispetto a quello corso dagli azionisti (e che dunque verrà analizzato subito *infra*, mantenendo una sorta di continuità con i criteri appena esaminati), e un secondo che suggerisce un *radicale ripensamento* delle regole del netto, perlomeno rispetto alla, e per tenere conto della, problematica in esame (e che verrà esposto nel punto (ii) del presente Paragrafo).

Così, sia in ambito dottrinale<sup>872</sup> che nella prassi notarile<sup>873</sup>, per conciliare gli apparentemente inconciliabili principi della previa imputazione delle perdite alle riserve di patrimonio netto e della prioritaria soggezione dei soci ai risultati negativi dell'attività, si è suggerito di *scindere* il profilo contabile della rappresentazione del valore della posta titolata agli strumenti finanziari partecipativi dal profilo dei *diritti* spettanti agli strumenti stessi, ove i secondi rimarrebbero “quiescenti” e “sopravviverebbero” *nonostante* l'azzeramento della rispettiva posta (evidentemente, in tanto in quanto il *quantum* complessivo di perdite risulti minore della sommatoria del valore della posta “capitale sociale” e “apporti strumenti finanziari partecipativi” o, come anche si è detto, “*l'estinzione dei diritti incorporati negli strumenti finanziari può essere collegata alla erosione per perdite (non già della relativa riserva, ma) del patrimonio sociale*”<sup>874</sup>). Detto altrimenti, “*questi due principi, apparentemente confliggenti, possono essere fra loro conciliati se si ammette: a) che la riserva costituita a fronte dell'emissione di strumenti finanziari partecipativi deve essere intaccata prima del capitale sociale; b) che tuttavia, salva diversa previsione della delibera di emissione, gli strumenti finanziari emessi sopravvivono alla cancellazione della riserva, mantenendo i diritti previsti dalla medesima delibera, in quanto tali diritti, quantunque storicamente collegati ad un apporto, rappresentano un “debito, onere o compressione dei diritti dei soci”*”<sup>875</sup>.

---

<sup>872</sup> V. L. STANGHELLINI, *Sub art. 2446*, in *Le società per azioni, Commentario*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, a cura di M. Campobasso, V. Cariello, U. Tombari, Milano, 2016, 2718; ID, *La struttura finanziaria della società per azioni*, *op.cit.*, 269; N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in N. Abriani, S. Ambrosini, O. Cagnasso e P. Montalenti, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. 4, Padova, 2010, 336 (nt. 366); G. D'ATTORRE, *Perdite della società*, *op.cit.*, 278 ss., e da ultimo G. RESCIO, *Operazioni sul capitale, utilizzo delle riserve e strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2018, 1238 ss.

<sup>873</sup> V. la massima n. 164 approvata dal Consiglio Notarile di Milano il 7 novembre 2017 (si legge in [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it) nonché in *Riv. soc.*, 2018, 1152 ss.). La tesi è stata di recente sposata dal Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze Pistoia e Prato, *Strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 3 ss. In realtà, come anche si vedrà subito *infra* in nt. 888, i notai fiorentini riconoscono allo statuto la possibilità di regolamentare il concorso tra azioni e strumenti finanziari *anche* secondo il regime del *pari passu*.

<sup>874</sup> Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze Pistoia e Prato, *Strumenti finanziari partecipativi*, *op.cit.*, 10.

<sup>875</sup> L. STANGHELLINI, *Sub art. 2446*, *op.cit.*, 2718. L'A. continua argomentando come: “*del resto, l'assenza di una necessaria (e perdurante) correlazione fra strumenti finanziari e una specifica riserva è confermata dalla possibilità che gli strumenti medesimi siano emessi, a favore dei dipendenti della società (e del gruppo), anche in assenza di un*

Ebbene, di fronte a questo scenario, si può ora provare a saggiare l'operatività (e le varianti) della regola in questione (*i.e.*, strumenti finanziari partecipativi come presidio del, o comunque antergati al, capitale sociale, sia che i rispettivi diritti rimangano quiescenti o meno) nel quadro delineato dall'art. 28, paragrafo 1, lett. *i*, CRR.

Lo scenario che emerge è assolutamente non soddisfacente, e condannerebbe gli strumenti finanziari partecipativi a non rappresentare una valida scelta di finanziamento e capitalizzazione della società azionaria bancaria: lo strumento finanziario partecipativo che assorbisse le perdite *prima* del capitale sociale sarebbe invero di per sé eleggibile nel CET1 ma, se emesso in un contesto dove – come è praticamente scontato che sia – il requisito in questione risulti già soddisfatto tramite strumenti azionari, ciò condannerebbe tutte le azioni precedentemente emesse, e appunto elette nell'aggregato di più alta qualità, all'*esclusione* e alla squalifica da questo (ed eventualmente da valutarsi la ri-computabilità delle stesse nel AT1 e nel Tier 2, ma il che vorrebbe dire obbligare l'ente a soddisfare il suo fabbisogno di capitale regolamentare prevalentemente per il tramite di strumenti finanziari partecipativi). Semplicemente, le azioni prima conformi al dettato dell'art. 28, paragrafo 1, lett. *i*, CRR, cesserebbero di essere in linea con questo, perché non rappresenterebbero più lo strumento di raccolta che assorbe *“la prima parte delle perdite, proporzionalmente la più cospicua, man mano che esse si verificano”*. La situazione non cambierebbe qualora la banca emettesse strumenti finanziari partecipativi, ma decidesse di non elegerli nei fondi propri e nel CET1 a fini prudenziali: come si è visto nel Secondo Capitolo (Paragrafo 5.8) il perimetro applicativo dell'art. 28, paragrafo 1, lett. *i*, CRR, copre, e deve essere valutato, avendo riguardo a *qualsiasi* strumento di capitale emesso dall'ente, a *prescindere* dal suo computo nei fondi propri. In quest'ottica poi, dovrà anche valutarsi come il legislatore italiano deciderà di dare concretezza al nuovo art. 48, paragrafo 7, BRRD, ai sensi del quale, come si è già visto, *“Member States shall ensure that, for entities referred to in points (a) to (d) of the first subparagraph of Article 1(1), all claims resulting from own funds items have, in national laws governing normal insolvency proceedings, a lower priority ranking than any claim that does not result from an own funds item”*.

Detto altrimenti, adottando la chiave di lettura in tema di regolamentazione del concorso tra riserva «targata» e capitale sociale di cui in questo punto (*i*), e utilizzando un paradigma di lettura introdotto nel Secondo Capitolo (v. sempre il Paragrafo 5.8), l'emissione di strumenti finanziari partecipativi da

---

*“apporto” o destinazione di utile (art. 2349 co.2 [...]). Sia pure su un altro piano, del resto, anche la riduzione parziale del capitale sociale in conseguenza di perdite non comporta la cancellazione di alcuna delle azioni senza valore nominale già emesse, ma solo la loro diluizione rispetto ad eventuali altre azioni che in futuro la società dovesse emettere. Ne consegue che, in presenza di strumenti finanziari, la relativa riserva assorbe le perdite prima del capitale, ma (salvo diversa espressa previsione) senza alcun impatto sui diritti degli strumenti medesimi, né tantomeno con la loro cancellazione”. Argomenti simili si trovano in Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze Pistoia e Prato, *Strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 3 ss. e in particolare 6.*

parte di una S.p.A. bancaria (anche per volumi minimi) che rispetta, fino a quel momento, il suo requisito CET1 con emissioni azionari, provocherebbe un effetto “contagio” nei confronti di questi strumenti azionari eletti nel CET1 e obbligherebbe l’ente all’applicazione dell’art. 30 CRR, ossia *disconoscere* le azioni da tale aggregato (a riprova che non si tratta di una problematica dai soli risvolti teorici, nel Secondo Capitolo, in nt. 525, si era dato conto di come anche EBA consigliasse alle banche di precauzionarsi e cercare di prevenire il sorgere, nella rispettiva struttura del capitale, di situazioni del genere).

Il tema non pare trovare soluzione e conciliazione con la prospettiva prudenziale neanche qualora si adottasse la seconda ipotesi ricostruttiva ipotizzata in tema di distribuzione e imputazione delle perdite secondo le regole del netto, *i.e.* quella che, pur accettando la tradizionale gerarchia tra riserve – finanche «targate» – e capitale sociale, postula una sopravvivenza e quiescenza dei *diritti* veicolati dagli strumenti finanziari partecipativi, *nonostante* l’erosione della relativa riserva – e dunque postula quella che in termini pratici, ma anche alla luce del lessico adottato dal CRR, si caratterizza come una sorta di “write-up”, a seguito di un “write-down” delle pretese che non è permanente –. In effetti, anche ammettendosi che una ricostruzione di tal fatta sia idonea ad evitare il problema del contagio degli strumenti azionari (e dunque la conformità di entrambe le emissioni al dettato dell’art. 28, paragrafo 1, lett. *i*, CRR, nonostante le perdite siano *pur sempre* – perlomeno, contabilmente e non sostanzialmente – imputate *innanzitutto* in capo ai sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi), vi sono in punto di diritto una serie di argomenti che militano contro la conciliabilità e conformità di questa chiave di lettura con i dettami della regolamentazione prudenziale: in primo luogo, le classi di discipline che contribuiscono a delineare il contenuto minimo di uno strumento di CET1 non menzionano mai la possibilità di riconoscere tale “riviviscenza” agli strumenti ivi eletti. Ciò evidentemente non è un argomento conclusivo (perlomeno nella misura in cui non si vogliono derivare conclusioni “positive” da dati di fatto “negativi”, e ciò in linea con la classica fallacia *ad ignorantiam* e l’adagio per cui “*the absence of evidence is not evidence of absence*”), ma acquista concretezza se sol si considera come l’istituto del “write-up”, ammesso dal CRR rispetto alla regolamentazione enucleata dagli strumenti espressivi di capitale AT1 (per quanto il regime di *default* richiesto a questi strumenti parrebbe essere uno che imponga un “write-down” permanente, e dunque una cancellazione sostanziale delle relative pretese), per essere conforme alla normativa e consentire il computo degli strumenti nei fondi propri, richiede che il “write-down” che lo precede abbia ricadute non solo meramente *contabili* sulla pretesa incorporata nel titolo, bensì *sostanziali* (e si tratta di un profilo che è stato ben sottolineato nel Secondo Capitolo in nt. 555, dove si è provato a menzionare anche talune delle conseguenze applicative che a una impostazione di tal fatta conseguono). Dunque, pur volendosi ammettere la possibilità di forme di sopravvivenza (e/o successivo “write-up”) dei

diritti che si accompagnano agli strumenti finanziari partecipativi quando eletti nel CET1, questi dovrebbero essere soggetti a limiti se non più stringenti, perlomeno *identici* a quelli previsti da un aggregato meno rigidamente regolato quale l'AT1. Ma, come si è visto, e concludendo, le forme di sopravvivenza dei diritti collegati alla provvista raccolta a titolo di strumento finanziario partecipativo ipotizzate da parte della dottrina e consigli notarili non parrebbero garantire la conformità di questo con la regolamentazione del “write-down and write-up” disposta dalla regolamentazione prudenziale già ai fini dell'elezione nell'AT1: come si è osservato, le posizioni in commento postulano la sopravvivenza degli strumenti finanziari partecipativi “*con il corredo di tutti i diritti in specie di natura patrimoniale, alla estinzione della riserva, fatta salva diversa espressa previsione*”<sup>876</sup> sicché, *a fortiori*, ciò non dovrebbe permetterne l'inclusione nel CET1<sup>877</sup>. In effetti, si tratterebbe di una lettura in linea con alcuni dei principi che dischiuderebbe il quadro regolamentare e patrimoniale europeo, dove le esigenze di *celerità, pronta imputazione* delle perdite dell'attività nonché *certezza e definitività* delle stesse (esigenze che in taluni scenari hanno portato il legislatore europeo anche a disinteressarsi di principi quali l'*Absolute Priority Rule*, e si v. nel Secondo Capitolo sempre il Paragrafo 5.8, oltre alle generali considerazioni nel Paragrafo 6) mal si sposerebbero con una situazione “incerta” come quella in cui si postuli una sopravvivenza (e/o successiva reviviscenza) dei diritti – e delle pretese sul patrimonio – di una classe dei finanziatori di impresa.

Se si volesse trovare un ulteriore addentellato normativo, questo parrebbe emergere dalla disciplina della BRRD, la quale dispone che sia gli effetti derivanti dall'esercizio del potere di svalutazione e conversione (il c.d. *bail-in* “debole”) che dall'attuazione del *bail-in* (per entrambi v. nel Secondo Capitolo la nt. 706) “*sono definitivi. Ciò è reso necessario alla luce dell'esigenza di stabilità*

---

<sup>876</sup> S. BOATTO, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 35. In termini analoghi, nella prassi, v. la massima n. 164 approvata dal Consiglio Notarile di Milano, laddove “[...] *i diritti patrimoniali – e non dissimilmente i diritti amministrativi – non vengono meno per effetto dell'erosione, per perdite, della riserva eventualmente costituita in dipendenza dell'apporto. Ciò significa che la riduzione o addirittura l'azzeramento della riserva corrispondente all'apporto non genera diminuzione del diritto patrimoniale riconosciuto allo strumento finanziario partecipativo, salvo che tale decadenza non sia espressamente prevista dallo statuto o dal regolamento degli s.f.p. allegato allo statuto*”.

<sup>877</sup> Un esempio dovrebbe permettere di chiarire questo punto: una qualsiasi operazione di *write-down* degli strumenti di AT1, per quanto temporanea, deve necessariamente comportare una decurtazione *definitiva* della pretesa che il detentore dello strumento potrà far valere nell'insolvenza o nella liquidazione dell'emittente (v. art. 54, paragrafo 1, lett. d, punto (i), CRR), salvo un recupero di valori *durante societate*. Eppure, tra chi sostiene la tesi della “sopravvivenza e reviviscenza” dei diritti veicolati da uno strumento finanziario partecipativo (e v. anche la precedente nota 876, oltre a quanto già nel testo), si è affermato come “*l'erosione della riserva da SFP in conseguenza di perdite in linea di principio non gioca alcun ruolo sulla persistenza degli SFP e dei diritti dagli stessi attribuiti. Ivi incluso l'eventuale diritto a partecipare alla ripartizione del residuo secondo un criterio non dipendente dalla sopravvivenza della riserva realizzata con il valore degli apporti*” – così G. RESCIO, *Operazioni sul capitale*, op.cit., 1241 (peraltro l'a. ha subito cura di precisare come ciò sia vero “*in linea di principio*”, sicché “*nulla esclude che con altrettante regole convenzionali di disciplina degli SFP di una data emissione si stabilisca diversamente: dalla perdita o modifica di alcuni diritti patrimoniali o amministrativi alla stessa estinzione degli SFP come conseguenza dell'incidenza di perdite sulla riserva costituita con il valore degli apporti e/o su altre poste del patrimonio netto*”). Ebbene, una regolamentazione dello strumento finanziario partecipativo che segua il commento appena proposto probabilmente non ne garantirebbe l'ammissione tra i fondi propri dell'ente già secondo le regole che presiedono all'elezione nel AT1. *A fortiori*, ciò dovrebbe valere per il computo del medesimo nel CET1, un aggregato di qualità più elevata.

dell'intervento, fondamentale affinché il mercato possa confidare nell'avvenuto superamento della crisi da parte della banca e, dunque, la stessa possa proseguire la propria attività senza discontinuità. Pertanto, anche qualora il sacrificio degli azionisti e/o dei creditori risulti, dopo l'intervento, eccessivo per effetto di circostanze sopravvenute o già esistenti di cui, però, non si era tenuto conto nella valutazione "precedente", gli azionisti e i creditori possono ottenere soltanto una tutela di tipo risarcitorio. Essi non possono, invece, pretendere il ripristino, rispettivamente, della partecipazione sociale o della propria pretesa creditoria nella misura che sarebbe risultata corretta se il write-down o il bail-in fosse stato disposto sulla base di una stima più corrispondente alla realtà rispetto a quella contenuta nella valutazione "precedente"<sup>878</sup>.

In conclusione, evidenziati gli esiti che conseguono, sul piano prudenziale, ad una impostazione siffatta dei rapporti tra strumenti finanziari partecipativi e capitale azionario, sembrerebbe possibile iniziare ad introdurre e proporre una diversa ipotesi ricostruttiva, con la promessa di svilupparla compiutamente *infra* nel Paragrafo: a chi scrive pare infatti che la regola della previa imputazione delle perdite al capitale finanziario e solo in subordine al capitale sociale risenta di, e si fondi su, un argomento per così dire "formalistico"<sup>879</sup>, ossia sulla possibilità di ricondurre alla tecnica – e alla figura – del capitale sociale determinati strumenti di raccolta e non altri che pur a questi possono affiancarsi, veicolando operazioni economiche del tutto *equivalenti* e "causalmente" *omogenee* ai primi (poiché investimenti entrambi funzionalizzati alla medesima attività comune); un argomento che dunque fa derivare da una differenza del tutto *formale* – e che involge profili *qualificatori* –, una diversità di trattamento che tocca profili ben più *sostanziali* (quali l'imputabilità delle perdite e la cancellazione delle pretese sottostanti), o comunque dà luogo a un contrasto ermeneutico con altre proposte interpretative (che si passeranno subito in rassegna nei punti (ii) e (iii)), che allora richiede una soluzione. Detto altrimenti, tutte le letture riportate qui *sub* (i) non sembrano assegnare rilevanza alla possibilità che strumenti finanziari partecipativi e azioni possano ben veicolare, nonostante un

---

<sup>878</sup> I. DONATI, *La crisi delle società di capitali*, op.cit., 231 s. Il punto è sottolineato anche da L. STANGHELLINI, *La struttura finanziaria*, op.cit., 270. V. anche le considerazioni svolte nel Primo Capitolo, in nt. 221.

Per una posizione analoga a quella assunta nel testo (seppur più cauta) e argomentata in termini parzialmente simili v. S. BOATTO, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 40, laddove: "Resta invece da verificare, necessitando di ben altro approccio e grado di approfondimento, la configurabilità nel sistema delineato dal Regolamento CRR della tesi (che mitiga i rigori della antergazione della riserva da SFP rispetto al capitale) secondo la quale la riserva targata da SFP potrebbe essere erosa prima del capitale e quindi prima delle azioni, salva la sopravvivenza dei diritti espressi dagli strumenti. Si può solo osservare, senza voler prendere posizione in merito, che, al di là del tenore letterale delle disposizioni di cui al Regolamento CRR, una simile opzione non parrebbe coordinarsi con il regime di riduzione forzata imposto, in caso di dissesto o rischio di dissesto, dall'art. 52, comma 1, lett. a) – i) del d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180 adottato in attuazione della Direttiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 in materia di risoluzione e risanamento degli enti creditizi (BRRD). Tale norma prevede infatti che con la riduzione di azioni e strumenti finanziari computati nel CET1 si determina la «conseguente estinzione dei relativi diritti amministrativi e patrimoniali»". La posizione è poi ribadita *infra*, alla pagina 44.

<sup>879</sup> Qualifica l'applicazione della regola degli "strati del netto" al rapporto tra capitale finanziario e azionario come "formalistica" M. LAMANDINI, *Commento ai nuovi orientamenti su strumenti finanziari partecipativi irredimibili e incidenza delle perdite*. Consiglio notarile di Milano novembre 2017 – Massima n. 164, in *Società*, 2018, 478.



diverso *nomen iuris*, pretese e prerogative partecipative *sostanzialmente simili*: “*la posta che contabilizzi gli strumenti finanziari esprime, cioè, non un semplice apporto fuori capitale, ma l’esserci di una differente tecnica di partecipazione, che si affianca a quella azionaria, secondo i termini dettati dallo statuto sociale*”<sup>880</sup>. Ancora, come è stato correttamente sottolineato, occorre pur considerare che “*se, da un lato, tanto una qualsivoglia riserva statutaria quanto la posta che contabilizzi l’esito della previsione contrattuale di un capitale non azionario trovino il proprio referente originario, il “se” del loro esserci, nel programma dell’attività; nondimeno, dall’altro lato, la stessa causa del loro stesso esserci e il loro rapporto con l’attività programmata nello statuto siano profondamente diversi. E infatti, mentre la riserva statutaria – abbia essa una destinazione generica o specifica – si forma normalmente con accantonamenti di utili e in tal caso indica una frazione del risultato parziale dell’iniziativa che viene destinato, già per statuto, a rimanere investito [...] nell’iniziativa stessa; ben diversa è, invece, la causa di una posta che registri gli apporti (effettuati o promessi) sottesi all’emissione di ulteriori titoli di partecipazione all’iniziativa. Questa, invero, si colloca idealmente a monte dell’attività stessa, per trovare nella medesima attività la propria remunerazione. Essa non rappresenta, cioè, una frazione del risultato che venga reinvestito, ma l’entità di un investimento che si radica nel contratto sociale e alla luce del quale calcolare la sussistenza di un risultato: risultato poi appropriabile, sempre secondo i termini del contratto, dai titolari dell’investimento (rectius: dagli investitori così titolati) in concorso con gli azionisti. In definitiva, la posta che si erge dal contratto sociale è votata nella stessa definizione funzionale del capitale e, sotto questo profilo, una volta che i consoci abbiano deciso di sfruttare la possibilità di cui all’art. 2346, ult. comma, c.c., essa acquista, nell’economia della specifica iniziativa collettiva, la medesima connotazione di essenzialità [...] del capitale*”<sup>881</sup>.

Ci si dovrà allora chiedere se il rilievo formale della riconducibilità di alcune pretese al regime organizzativo del capitale sociale ma non di altre, che pur acquista rilievo nel diritto societario ordinario, possa essere “*superato*” – o perlomeno, possano essere superate le conseguenze di disciplina e i problemi interpretativi che su tale rilievo si erigono – in un contesto normativo ove la “*sostanza*” pare prevalere sulla – *rectius, disinteressarsi della* – “*forma*”.

(ii) Una seconda ipotesi di lettura sembrerebbe ricostruire i rapporti tra “*capitale finanziario*” e capitale azionario, in punto di gerarchia nell’imputazione delle perdite, *negando* l’applicabilità delle regole del sistema del netto – in particolare postulando la *previa esposizione* alle perdite del capitale

---

<sup>880</sup> A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 244.

<sup>881</sup> A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 242 s. Posizione ben ribadita anche in ID, *Sub art. 2346 co 6*, op.cit., 507, per cui: “*la posta titolata agli “strumenti finanziari partecipativi” emessi registra non un semplice apporto ulteriore, ma un investimento, che pretende un risultato e che, proprio in quanto tale concorre col capitale sociale, secondo i termini dettati in statuto, (i) nella sopportazione degli esiti, positivi o negativi, intermedi o finali, dell’attività di impresa*”.

sociale rispetto alla riserva «targata» da apporti strumenti finanziari partecipativi –, e ciò anche qui per evitare un ribaltamento del classico principio secondo cui il socio deve rappresentare il creditore di ultimo rango – residuale ed eventuale – della società. In tal senso, si è affermata l’insostenibilità di una “regolamentazione della “partecipazione” che collochi i titolari di strumenti finanziari in una posizione giuridica (ma anche economica) deteriore rispetto ai naturali destinatari del saldo dell’attività”, dovendosi allora escludere “la legittimità di operazioni che istituiscano riserve con un grado di indisponibilità maggiore dello stesso capitale sociale, le quali non potranno essere postergate, nel conteggio delle perdite, al capitale sociale”<sup>882</sup>. Si tratta di un’impostazione che, per quanto sembrerebbe essere stata adottata anche nella prassi<sup>883</sup>, non pare aver goduto di un largo seguito, forse anche perché la radicale messa in discussione delle regole del sistema del netto e della funzione che esse pur sono deputate a svolgere porge il fianco a una serie di critiche<sup>884</sup>.

---

<sup>882</sup> M. ONZA, *L’apporto d’opera*, op.cit., 61. Sul punto v. anche I. CAPELLI, *I nuovi strumenti finanziari dopo la riforma del diritto delle società di capitali*, in *Quaderni di ricerca dell’Università degli Studi dell’Insubria. Dipartimento di Economia*, 2004, 16. La stessa considerazione è proposta (ma diversamente argomentata) anche da M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, op.cit., 534, ove all’interrogativo se si debba ipotizzare “un grado di priorità di questi strumenti rispetto all’ultima delle categorie di azioni postergate nella partecipazione alle perdite”, si risponde come “coerenza di sistema forse lo richiederebbe, nella misura in cui si enfatizzasse il ruolo ordinamentale del principio di correlazione potere e rischio e si potesse assumere che, sotto il profilo del governo, l’ultima delle categorie di azioni ha maggiori diritti amministrativi della prima delle categorie di titoli partecipativi”. In tal senso, cfr. anche G. D’ATTORRE, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 344 ss., e ID, *Perdite della società*, op.cit., 280.

<sup>883</sup> V. il Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze Pistoia e Prato, *Strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 7 ss., per cui il regime di cui nel testo sarebbe una regola di default (v. in particolare la nt. 15), e le osservazioni per cui “[...] nella regolamentazione dei rispettivi rapporti, azionisti e investitori in “quasi capitale” potranno optare tra i due poli opposti i) della postergazione degli strumenti finanziari nella partecipazione alle perdite ovvero ii) della loro antergazione rispetto agli azionisti [...] Se il ventaglio di opzioni è dunque quanto mai ampio, va osservato come, sul piano sistematico, la postergazione nelle perdite degli strumenti finanziari appaia soluzione più coerente rispetto al principio di corrispondenza potere-rischio; da sempre caratterizzante, pur con le possibili deroghe statutarie, l’ordinamento delle società organizzate su base azionaria. [...] in questo quadro è evidente che qualora si esponano i titolari degli strumenti finanziari partecipativi alle perdite prima degli azionisti, i risultati negativi della gestione finirebbero per impattare prima su chi ha effettuato un investimento (bensì di rischio, ma) pur sempre di “quasi capitale” e solo dopo sugli unici titolari del diritto di voto nell’assemblea chiamata a deliberare sulla nomina degli organi di amministrazione e controllo, sulle politiche di remunerazione, sul bilancio e sui dividendi [...]. Si verrebbe così a creare un disallineamento tra l’interesse di cui sono portatori gli azionisti e l’interesse collettivo dell’organizzazione societaria, perché le decisioni degli azionisti ricadrebbero in via prioritaria sui titolari degli strumenti finanziari partecipativi e solo in seconda battuta sugli azionisti stessi, che non sarebbero più i portatori della pretesa “residuale” sul patrimonio sociale [...] Sotto tale profilo, la soluzione che meglio è in grado di garantire la coerenza del sistema rispetto alle proprie opzioni di fondo è rappresentata dalla previsione che le perdite incidano prioritariamente sui soci e, solo successivamente sui soggetti, che, sottoscrivendo strumenti finanziari non azionari, è ragionevole siano posposti nella sopportazione delle perdite rispetto ai soci; e ciò non soltanto in sede di liquidazione, ma anche durante la vita di quella peculiare impresa in forma di s.p.a. la cui gestione la legge affida “in via esclusiva” ad amministratori eletti – quanto meno, in maggioranza – dall’assemblea degli azionisti”. Cfr. anche A. GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 434, dove l’A. dà conto dell’esistenza nella prassi di alcuni regolamenti di emissione di strumenti finanziari partecipativi ove è previsto che la relativa posta contabile possa essere soggetta alle perdite solo successivamente alla riduzione del capitale sociale. L’autore peraltro critica la prospettiva in questione, preferendogli (e proponendo) un meccanismo di imputazione delle perdite tra strumenti finanziari partecipativi e capitale azionario che operi secondo la logica e il regime del *pari passu* (e si tornerà su un’ipotesi ricostruttiva di tal fatta subito *infra* nel testo, al punto (iii)).

<sup>884</sup> E sul punto v., oltre a quanto già sottolineato *supra* in nt. 870, anche l’analisi di A. VALZER, *Strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 247 s., anche per la sottolineatura de “l’incoerenza di un esilio del capitale sociale, da posta principale del netto, «a posta cenerentola», evidenziando sia, all’esterno, i rischi che in tal modo verrebbero a gravare sui creditori, sia, in prospettiva interna, la conseguente sovversione funzionale dei valori espressi dall’organizzazione

Tuttavia, volendo qui accettare la legittimità di una linea ricostruttiva di tal fatta, si può ora tentare di valutarne gli impatti prudenziali: il tema in realtà non presenta complicazioni ed ha uno sviluppo alquanto lineare, poiché una regolamentazione del concorso tra capitale azionario e capitale finanziario ove il primo “torni” a rappresentare il primo presidio contro le perdite dell’attività evidentemente non permetterebbe l’elezione nel CET1 degli strumenti finanziari partecipativi, in quanto pretese al capitale azionario *postergate* (e per l’effetto, non farebbe sorgere quei problemi di “contagio” di cui si è dato conto *supra sub (i)*). Questi potrebbero essere dunque eletti nell’AT1 o eventualmente nel Tier 2 dell’ente, e allora – ma si tratta di una constatazione di mero fatto – vedendo per così dire depotenziata la vantaggiosità di un loro utilizzo ai fini della patrimonializzazione bancaria: come si è visto nel Secondo Capitolo (Paragrafi 5 e ss.), la composizione quantitativa del complessivo requisito di capitale regolamentare riconosce una rilevanza tutto sommato marginale a elementi di fondi propri non eletti nel CET1. Il discorso è invece diverso per il requisito di leva finanziaria, la cui base patrimoniale (su cui parametrare e rapportare il totale di esposizioni non ponderate per il rischio dell’ente) si compone di elementi di Tier 1, e dunque indifferentemente di CET1 o AT1.

Resta però un’ultima considerazione da fare, in linea con l’osservazione con cui si è concluso il precedente punto *sub (i)*: anche la tesi qui riportata, che parrebbe propendere per un’esposizione del capitale sociale antergata alle perdite rispetto agli strumenti finanziari partecipativi, sembrerebbe adottare un approccio *formalistico* – seppur in termini *speculari, uguali e opposti* a quello di cui si è dato conto *sub (i)* – all’analisi dei rapporti che intercorrono tra strumento azionario e finanziario partecipativo: mentre lì la riconducibilità o meno di pretese e programmi di investimento in sé omogenei al regime del capitale sociale serviva ad applicare un certo trattamento – che allora si giustificava per ragioni del tutto “formalistiche” –, lo stesso parrebbe valere in un certo senso – e si ripete, in termini *rovesciati* – anche qui: seppur finalizzato alla tutela di un principio inderogabile dell’impresa societaria (garantire che l’azionista sia il vero creditore residuale dell’impresa societaria), anche qui la riconducibilità o meno di pretese *economicamente omogenee* al regime del capitale sociale è funzionale all’applicazione di discipline *sostanzialmente differenti*. Per dirla altrimenti, anche una ricostruzione di tal fatta pare ignorare la constatazione per cui “*la posta che contabilizz[a] gli strumenti finanziari esprime [...] non un semplice apporto fuori capitale, ma l’esserci di una differente tecnica di partecipazione, che si affianca a quella azionaria, secondo i*

---

*del patrimonio (perché le riserve dovrebbero avere «la funzione di proteggere l’integrità del capitale sociale e non di costituire un’alternativa ad esso»).*

Peraltro, sulla possibilità che una previa incidenza delle perdite su poste più vincolate e solo successivamente su quelle meno vincolate (con pregiudizio delle ragioni dei terzi, dunque), possa essere accortamente *evitata*, anche in virtù dei principi latenti nel sistema, v. quanto si dirà subito *infra*, in nt. 888.

termini [eventualmente] dettati dallo statuto sociale”<sup>885</sup>. Ebbene, proprio questa prospettiva sembra essere colta e valorizzata dall’ultima delle chiavi di lettura che si registrano in argomento.

(iii) Infine, una terza ipotesi ricostruttiva, esattamente valorizzando lo strumento (e il programma) finanziario partecipativo come una tecnica di “partecipazione non azionaria nella società per azioni”<sup>886</sup> (ove la “partecipatività”, lo si ripete, è da intendersi in senso di comunanza dello strumento azionario e finanziario alle risultanze del saldo attivo e negativo di gestione, e allora per essere “entrambe le specie di investimento funzionalizzate alla medesima attività comune”<sup>887</sup>), individua un diverso criterio di sopportazione delle perdite tra titolari di strumenti finanziari partecipativi e azionisti, tale per cui “dovrebbe risultare similmente “naturale” un assetto di base secondo il quale le perdite si abbattano sulle due poste di capitale proporzionalmente e [...] pari passu”<sup>888</sup>.

Ebbene, posto che i fautori di questa lettura riconoscono comunque all’autonomia statutaria la possibilità di diversamente regolamentare tale concorso, ad esempio imponendo egualmente una integrale e prioritaria esposizione alle perdite del capitale finanziario, sicché il regime dell’esposizione *sincronica* opererebbe come una sorta di opzione di *default* da cui è possibile esercitare un *opt-out*, vi è che in un’ottica prudenziale questa è l’unica ricostruzione interpretativa che (i) garantisce la piena conformità dello strumento finanziario partecipativo al dettato dell’art. 28, paragrafo 1, lett. i, CRR, e (ii) evita il “contagio” di altri strumenti azionari eletti nel CET1 e, per

---

<sup>885</sup> A. VALZER, *Strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 244.

<sup>886</sup> A. VALZER, *Sub art. 2346 co 6*, op.cit., 491.

<sup>887</sup> A. VALZER, *Strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 250.

<sup>888</sup> A. VALZER, *Strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 244. E v. anche ID, *Sub art. 2346 co 6*, op.cit., 507 ss. La tesi del concorso *pari passu* alle perdite di impresa tra detentori di strumenti finanziari partecipativi ed azionisti è stata sostenuta anche da M. LAMANDINI, *Strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 979 ss.; A. GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 434 ss., e G. D’ATTORRE, *Perdite della società*, op.cit., 278. Inoltre, la tesi è stata di recente sposata dal Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze Pistoia e Prato, *Strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 7, ove si legittima lo statuto a prevedere anche una regolamentazione di tal fatta e così impostata del rapporto tra azioni e strumenti finanziari partecipativi.

Si tratta di un’opzione ricostruttiva che *prima facie* potrebbe far sorgere alcuni interrogativi circa le conseguenze sulla tutela di cui godrebbero i soggetti esterni all’iniziativa societaria (interrogativi che invero si possono presentare anche rispetto all’opzione ricostruttiva *sub (ii)* appena vagliata nel testo): “la disposta incidenza della perdita con precedenza o con parità proporzionale su poste del netto più vincolate della riserva da SFP potrebbe lasciare perplessi. [...] non può dimenticarsi che la primaria o contestuale erosione di poste più vincolate, nel momento stesso in cui tale erosione si manifesta e viene rilevata, coinvolge gli interessi di terzi e quelli generali, insomma altri rispetto a quelli di soci e portatori di SFP, a causa di ciò che potrebbe avvenire di lì a poco. Basti considerare che la riserva da SFP, salvata totalmente o parzialmente da perdite incidenti su poste più vincolate, potrebbe – almeno a prima vista – essere distribuita con delibera dell’assemblea straordinaria (trattandosi di riserva statutaria), se del caso con il consenso dei portatori di SFP, mentre ciò, ove non fosse alterato l’ordine insito nel sistema, non potrebbe avvenire con riguardo alla riserva legale o postulerebbe la non opposizione dei creditori in ipotesi di riduzione del capitale. Tuttavia il pericolo paventato può evitarsi se si abbia cura di stabilire che, in caso di precedente incidenza della perdita su poste più vincolate, un vincolo analogo a quello che caratterizza queste ultime si trasferisce sulla riserva da SFP. Sembra anzi sostenibile che un effetto di questo genere – trasferimento del vincolo tipico della posta erosa sulla posta sopravvissuta, se inizialmente meno vincolata – derivi dai principi quand’anche non fosse disposto nell’apposita regolamentazione degli SFP, nel momento in cui si stabilisca un diverso ordine di incidenza delle perdite rispetto a quello fondato sulla crescente intensità del vincolo che affetta le poste del netto: e ciò come adeguamento imposto dal sistema, che quell’ordine prescrive a protezione degli interessi generali, al fine di recepire i pur meritevoli interessi che nei loro reciproci rapporti i vari partecipanti compongono su base convenzionale” – così G. RESCIO, *Operazioni sul capitale*, op.cit., 1244 ss.

l'effetto, l'esclusione di questi da tale aggregato. Si tratta dunque dell'interpretazione che meglio assicurerebbe alle banche un ricorso "senza timori" allo strumento finanziario partecipativo ai fini della patrimonializzazione. Si tratta però di capire se questa impostazione, in assenza di diverse scelte statutarie, possa in qualche maniera "imporsi" rispetto alle altre due, che pur sembrerebbero avere, su un piano e in un'ottica di esclusivo diritto azionario interno, *eguale dignità*.

Ebbene, l'interprete che si interroghi sul trattamento prudenziale da riconoscersi allo strumento finanziario partecipativo emesso da S.p.A. bancaria – per il quale non sia possibile rinvenire alcuna scelta statutaria che ne regolamenti il regime di esposizione alle perdite – si trova innanzi a tre differenti scenari, ognuno in grado di condurre a esiti profondamente diversi tra loro, ossia: (a) elezione nel CET1, ma correndo il rischio di "contagio" degli strumenti azionari ivi computati (scenario *sub (i)*); (b) elezione nel AT1 o nel Tier 2, ma impossibilità di computo nel CET1 (scenario *sub (ii)*) e (c) elezione nel CET1 non correndo nessun rischio di contagio degli strumenti azionari ivi computati (scenario *sub (iii)*). Ora, come già si è scritto *supra* nel Paragrafo 1, il *modus operandi* tradizionale, quando chiamato a vagliare l'eleggibilità di uno strumento di raccolta nelle poste del capitale regolamentare, *non* risolve i contrasti interpretativi che possono emergere al livello del diritto azionario interno, ma tende a *rifletterne* i vari esiti riconducendoli ad ognuno degli scenari appena riportati. In queste pagine si vorrebbe invece adottare un metodo differente e cercare di riconoscere un supporto ermeneutico ai principi dischiusi dalla regolamentazione prudenziale europea. Ma andiamo per ordine.

Nel corso di questo Paragrafo si è più volte menzionato come – perlomeno rispetto alle posizioni e agli scenari *sub (i)* e apparentemente *sub (ii)* – il criterio su cui viene disciplinato il trattamento e il rapporto tra capitale azionario e finanziario sembra incardinarsi su una differenza (di fattispecie) tra i due fenomeni essenzialmente *formale*: la riconducibilità della fattispecie azionaria al regime del capitale sociale e alla relativa disciplina organizzativa (essenzialmente, in tema di formazione e conservazione del medesimo). In effetti si tratta di un'affermazione null'affatto *aliena e eterodossa* ad un sistema ordinario di diritto azionario rispetto cui autorevole dottrina ravvisa l'elemento *distintivo* della fattispecie azionaria nell'imputazione del relativo conferimento al capitale sociale e nella sottoposizione alla relativa disciplina (a cui pur si collegano importanti conseguenze sostanziali, in dipendenza della funzione organizzativa attribuita al capitale)<sup>889</sup>, per cui si è concluso, perlomeno rispetto alle società di diritto comune, come proprio "*il riferimento alla disciplina del capitale sociale [rappresenterebbe] il criterio decisivo, forse l'ultimo a residuare, per distinguere in termini formali*

---

<sup>889</sup> Si fa riferimento alle tesi di C. ANGELICI, *La riforma, op.cit.*, 80 ss. e v. quanto già riportato nell'Introduzione al presente lavoro, in nt. 8.

*fra soci e terzi*<sup>890</sup>. La partecipazione rappresentata da azioni dunque, si caratterizzerebbe per essere “*referita al profilo del capitale [...] e quindi caratterizzata sulla base di un suo ruolo organizzativo ed economico-patrimoniale*”<sup>891</sup>. Esattamente sviluppando queste considerazioni si è sottolineato come la distinzione tra le azioni e gli strumenti finanziari partecipativi “*non possa essere rinvenuta sul piano della funzione, se si vuol dire della “causa” [potendo entrambi gli strumenti adempiere funzioni economicamente equivalenti], ma su quello che potremmo definire della forma dei congegni tecnici mediante i quali nei due casi la partecipazione viene organizzata e si realizza: la circostanza in particolare che con le azioni essa è riferita al profilo del capitale ed è quindi organizzata sulla base di un suo ruolo organizzativo ed economico patrimoniale*”<sup>892</sup>; detto altrimenti, si tratterebbe di due figure giuridiche “*a cui sono assegnate funzioni sostanzialmente equivalenti, sia con riferimento alla partecipazione ai risultati economici dell’impresa sociale, sia riguardo ai poteri che ne possono derivare*”<sup>893</sup>.

Eppure, la regolamentazione del patrimonio bancario di cui si è dato conto nel Secondo Capitolo sembra andare decisamente in una direzione *opposta*: la *necessità* di garantire la solidità dell’aggregato patrimoniale, in uno con logiche ed obiettivi macroprudenziali, hanno portato il legislatore europeo (al culmine di un processo “storicamente orientato” in tal senso, e v. nel Secondo Capitolo il Paragrafo 2 e i relativi sotto-Paragrafi) ad adottare una tecnica di capitalizzazione obbligatoria (*i.e.*, di composizione e perimetrazione dei valori per questa rilevanti) per cui: (a) *non* viene dato rilievo alla qualificazione giuridica dello strumento, nella misura in cui tale qualificazione

---

<sup>890</sup> C. ANGELICI, *Introduzione, op.cit.*, 767 s. Cfr. anche G. FERRI JR, *Struttura finanziaria dell’impresa, op.cit.*, 770.

<sup>891</sup> C. ANGELICI, *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società*, liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 1, Torino, 2006, 19. V. anche ID, *La riforma, op.cit.*, 74, ove si sottolinea come “*rileva tecnicamente come conferimento non ogni generico apporto patrimoniale, neppure quando la sua remunerazione e il suo valore stesso per chi lo effettua sono esposti ai rischi dell’andamento dell’attività sociale, ma quello che per le sue forme, e in definitiva a seguito di una scelta statutaria, contribuisce alla formazione del capitale sociale*”.

<sup>892</sup> C. ANGELICI, *Introduzione alla riforma, op.cit.*, 19. Sul punto anche M. TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 460 (nt. 17), e in particolare 462, per cui: “*il “proprium” della partecipazione azionaria è ravvisabile in due elementi, l’uno formale (concorso alla formazione del capitale sociale – rectius: assoggettamento dei valori conferiti alla disciplina del capitale) e l’altro di contenuto (spettanza di diritti patrimoniali “strutturalmente frazionari”). Il dato formale vale a distinguere l’azione dagli altri S[trumenti] F[inanziari] emessi a fronte di apporti “a patrimonio netto”; quello strutturale accomuna (anzi: definisce la fattispecie de)gli strumenti “partecipativi” come classe di genere*”. In argomento cfr. infine M. NOTARI-A. GIANNELLI, *Sub art. 2346, comma 6, op.cit.*, 83 (nt. 80) e 116; M. NOTARI, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 1141; R. TETI, *Il rapporto partecipativo, op.cit.*, 1136; L. ENRIQUES, *Quartum non datur, op.cit.*, 174, e G. FESTA FERRANTE, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 1258.

<sup>893</sup> C. ANGELICI, *Introduzione alla riforma, op.cit.*, 21. In termini simili v. anche F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 187, per cui “[...] *con gli strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, ultimo comma, c.c., il legislatore della riforma sembra aver dotato la s.p.a. di schemi negoziali alternativi al contratto di società per realizzare la medesima funzione economica, ma inediti rispetto alle forme conosciute e storicamente radicate nella tradizione del diritto societario*”. Il tema si riassume, in tutta evidenza, alle problematiche che ineriscono il profilo causale della fattispecie “strumenti finanziari partecipativi”, *i.e.* la riconducibilità di questi alla *causa societatis* o ad altra causa associativa “atipica”, ma nella sostanza analoga alla prima. Sul punto v. già *supra* il Paragrafo 2 (e in particolare la nt. 833).

non sia anche *indice*, e *sintomatica*, di un determinato atteggiarsi del rapporto sottostante (*i.e.*, la *forma* azionaria in sé considerata non assurge né a *condizione necessaria*, né tantomeno *sufficiente* per il riconoscimento di uno strumento di patrimonializzazione nei fondi propri); (*b*) viene invece adottato un approccio *sostanzialistico* al fenomeno – e alle esigenze – dell’adeguatezza patrimoniale, nel senso che a *prescindere* dalla forma assunta dagli strumenti di patrimonializzazione risulta necessario indagare, ai fini della computabilità, la sostanza economica – in un certo senso, la “causa” – dell’operazione sottostante l’emissione, ossia l’attitudine dello strumento (di capitale o di debito) ad assicurare, soprattutto, l’assorbimento delle perdite registrate dall’intermediario – oltre ai noti profili di stabilità e durata della provvista raccolta, e più o meno accentuata flessibilità nelle distribuzioni agli strumenti – (e v. per entrambi questi primi due punti estensivamente il Secondo Capitolo, ma in particolare i Paragrafi, 5.7 e 6 e, con riferimento agli aggregati MREL – TLAC, il Paragrafo 7); e (*c*) conseguentemente, quando vi è da inquadrare normativamente il rapporto che (deve) intercorre(re) tra (somme raccolte a titolo di) capitale sociale e (somme che alimentano) riserve di netto, l’art. 26, paragrafo 1, CRR, colloca le due poste su un piano di assoluta parità – e non ancillarità delle seconde al primo, come pur un inquadramento dei due termini secondo i canoni della disciplina del netto implicherebbe, e v. *supra* nt. 884 – purché, e soltanto se, i relativi apporti “*poss[a]no essere utilizzati senza restrizioni e senza indugio dall’ente per la copertura dei rischi o delle perdite nel momento in cui tali rischi o perdite si verificano*” (e v. sul punto più approfonditamente il Paragrafo 5.2 nel Secondo Capitolo).

E allora, e concludendo, essendo questo il *contesto normativo* in cui maturano i contrasti interpretativi circa il modo di intendere e impostare i rapporti tra capitale azionario e finanziario in punto di esposizione alle perdite (periodiche e finali) dell’attività, a chi scrive pare legittimo chiedersi se tra le ipotesi ricostruttive che tale concorso cercano di inquadrare e disciplinare, non debba essere preferita quella che maggiormente appare *in linea* con i principi dischiusi dalla regolamentazione prudenziale del patrimonio bancario (o, il che è lo stesso, non si debba riconoscere a tali principi un ulteriore *supporto ermeneutico*, in grado di *contestualizzare* il momento interpretativo alla realtà che effettivamente si trova di fronte), e dunque, debba preferirsi l’ipotesi ricostruttiva *sub (iii)* – *i.e.*, concorso proporzionale e improntato al regime del *pari passu* –. E ciò perché tale ipotesi rappresenta l’unica chiave di lettura che: (*i*) pare rifuggire da una valorizzazione meramente formale dei tratti distintivi tra fattispecie azionaria e strumentista (in linea con quando dischiuso dalla regolamentazione prudenziale bancaria, e di cui *sub (a) supra*); (*ii*) pare valorizzare (la sostanziale *omogeneità qualitativa* della causa dell’apporto sottostante a) l’investimento azionario e finanziario partecipativo, e dunque la *sostanza* del programma economico sotteso alle due figure (in linea con

quando dischiuso dalla regolamentazione prudenziale bancaria, e di cui *sub (b) supra*)<sup>894</sup> e (iii) sicuramente imposta i rapporti tra posta del capitale sociale e riserva «targata» da apporti da strumenti finanziari partecipativi, perlomeno in punto di esposizione alle perdite, secondo un regime “naturale” di parità – perlomeno in una situazione, lo si ripete, di *default* e assenza di scelte statutarie – (in linea con quanto dischiuso dalla regolamentazione prudenziale bancaria, e di cui *sub (c) supra*). Ebbene, se si accettano le superiori ricostruzioni, ci si può esprimere positivamente sulla possibilità di riconoscere allo strumento finanziario partecipativo un trattamento prudenziale che ne permette il computo nel CET1 di una S.p.A. bancaria, *congiuntamente* alla partecipazione azionaria.

3.3. (Segue). Sulla (im)possibilità di «replicare» integralmente nel regolamento di uno strumento finanziario partecipativo il contenuto patrimoniale dell'investimento azionario. Sulla rilevanza della tesi per la regolamentazione prudenziale, e opportunità di valorizzare i principi “sostanzialistici” dischiusi dalla regolamentazione prudenziale bancaria in luogo di interpretazioni costruite attorno rilievi tecnico-formali.

Gli approdi raggiunti nel precedente Paragrafo – la possibilità di valorizzare, ai fini interpretativi, i principi che promanano dal corpo normativo prudenziale, in particolare riconoscendo priorità, per la risoluzione di contrasti ermeneutici di diritto interno, a quegli orientamenti che assegnano rilevanza a profili non *formali* e *qualificatori* bensì *causali* e *sostanziali* delle operazioni di finanziamento – possono evidentemente trovare applicazione anche rispetto ad *altre* situazioni controverse.

Si pensi ad esempio a quegli orientamenti dottrinali che, a seguito di una ricognizione delle prerogative e dei diritti patrimoniali che possono essere riconosciute/i agli strumenti finanziari partecipativi, si sono espressi per l'impossibilità di “replicare” *in toto* il contenuto patrimoniale tipico della partecipazione azionaria: “*il confine che non sembra possibile valicare, invero, è quello della totale parificazione del contenuto patrimoniale degli strumenti finanziari partecipativi a quello delle azioni, nel senso che ai primi non pare ammissibile attribuire il medesimo insieme di diritti patrimoniali partecipativi spettante alle partecipazioni azionarie. Similmente a quanto accade per i diritti amministrativi, in altre parole, nel comporre il contenuto patrimoniale degli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, comma 6, si può liberamente scegliere nell'ambito dell'intero catalogo dei diritti sociali e assegnarne agli strumenti medesimi una parte, ma non tutti; con la differenza che, tra i diritti amministrativi è lo stesso legislatore che esclude la «disponibilità» di uno di essi (il diritto di voto), mentre tra i diritti patrimoniali è l'autonomia statutaria che può (e*

---

<sup>894</sup> Detto altrimenti si tratterebbe di una chiave di lettura in grado di accogliere quella “*necessità, da lungo tempo ormai acquisita, di distinguere tra un concetto “nominale” ed un concetto “materiale” di capitale proprio, guardando anche alla sostanza economica e non solo alla forma giuridica [...]*” – così G. D'ATTORRE, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 341.



deve) selezionare quelli da attribuire, oltre che alle azioni, anche agli altri strumenti finanziari partecipativi. La «replica» totale del contenuto patrimoniale delle azioni, invece, sembra preclusa dallo stesso principio di tipicità della società, che si riflette naturalmente anche sulle stesse partecipazioni al contratto sociale, posto che altrimenti si produrrebbe una sostanziale sovrapposizione della medesima causa societatis nell'ambito degli strumenti finanziari partecipativi»<sup>895</sup>. Si tratta invero di un'opinione che non è risultata incontrastata, avendo altri insistito, evidentemente sulla base dell'omogeneità del programma economico sotteso alla partecipazione azionaria e allo strumento finanziario partecipativo (e dunque sulla possibilità di accedere alla *causa societatis* anche per il tramite di modalità distinte da quelle tipiche fino ad oggi conosciute o, comunque, di “partecipare” alla società attraverso altro e diverso titolo, secondo altra e diversa causa”<sup>896</sup>), su l'ampia libertà di cui godrebbe l'autonomia statutaria nel “trasporre i risultati dell'evoluzione normativa che ha caratterizzato la partecipazione azionaria, orientandola [...] nel senso di un'ampia valorizzazione dell'autonomia privata”<sup>897</sup>.

Ebbene, secondo alcuni commentatori, l'impossibilità di una «replica» e trasposizione totale del contenuto patrimoniale tipicamente azionario in quello dello strumento finanziario partecipativo non è evidentemente indifferente ai fini dell'elezione degli strumenti finanziari partecipativi nel CET1: semplicemente, si sostiene, l'impossibilità di conformare in senso completamente “para-azionario” il contenuto dello strumento finanziario partecipativo implica l'impossibilità anche di rispettare tutti i criteri che il CRR impone di rispettare per il computo dello strumento di raccolta nel CET1<sup>898</sup>. Da qui dunque la rilevanza del detto dibattito per l'indagine che si sta qui svolgendo.

Pertanto, chi scrive ritiene che la questione di fondo, brevemente tratteggiata in apertura di Paragrafo, possa trovare soluzione negli stessi termini adottati nel precedente Paragrafo, ossia *valorizzando* il “micro-sistema” costituito dalla regolamentazione prudenziale bancaria (v. sempre nel Secondo Capitolo il Paragrafo 6). E ciò perché la prima delle tesi presentate, valorizzando il principio di tipicità dell'operazione societaria e le prerogative che sole si collegherebbero alla partecipazione *causa societatis* – pena una “destrutturazione” dell'intero fenomeno societario –, pur pare costruirsi attorno al dato *tecnico-formale* determinato dalla partecipazione al capitale sociale in un caso e non nell'altro dello strumento di raccolta; una prospettiva *formalistica* che però la regolamentazione prudenziale sembra *ignorare* e “superare”, e che dunque, secondo chi scrive, potrebbe non dispiegare

---

<sup>895</sup> M. NOTARI-A. GIANNELLI, *Sub art. 2346, comma 6, op.cit.*, 93. In termini adesivi v. G. GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 167; C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 196 e, sembrerebbe, F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.* 321.

<sup>896</sup> M. ONZA, “Partecipare”, *op.cit.*, 644.

<sup>897</sup> A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 257. V. anche nella medesima pagina la nota 230, ove tale posizione è esplicitamente posta in contrasto rispetto a quella di Notari e Giannelli appena riportata nel testo. In termini analoghi cfr. N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari, op.cit.*, 382.

<sup>898</sup> V. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 196.

un'utile valenza ricostruttiva e interpretativa in un contesto, come quello bancario, che valorizza il, e fa discendere rilevanti differenze di trattamento dal, piano per così dire *sostanziale*. Come si è correttamente osservato: “quanto all’obiezione che altrimenti si produrrebbe una sostanziale sovrapposizione tra azioni e strumenti finanziari partecipativi, vale forse constatare che proprio tale sovrapposizione costituisce una delle possibili espressioni di un più ampio rilievo sistematico svolto in dottrina, all’esito della riforma del diritto societario. La constatazione, cioè, che l’individuazione del confine tra partecipazione sociale e strumenti finanziari partecipativi viene ad essere affidata ad una scelta statutaria, che stabilisce quale parte del patrimonio sociale sottoporre alla disciplina del capitale sociale, quindi secondo criteri di tipo tecnico-formale, la cui pregnanza sfugge se invece si guarda al significato economico dell’operazione finanziaria”<sup>899</sup>. Esattamente tale significato economico dell’operazione finanziaria troverebbe valorizzazione nell’ottica della regolamentazione bancaria.

Anche per questo motivo dunque, parrebbe più confortante optare per una chiave ricostruttiva che invece sottolinei, anche per la risoluzione della “diatriba” *de qua*, la legittimità per il fenomeno societario di “posizioni finanziarie che [non] si pongono in un rapporto di alterità rispetto all’organizzazione societaria, bensì che ne rappresentano un momento interno ed in questo senso, appunto di «partecipazione» ad esso”<sup>900</sup>, e che dunque ponga alla base delle sue argomentazioni le caratteristiche così dire finanziarie del, e il significato economico dell’operazione finanziaria sottostante il, momento partecipativo: si tratterebbe infatti di un’ipotesi di lettura *conforme* a una tecnica di patrimonializzazione in cui la capitalizzazione è definita non avendo riguardo alla qualifica della provvista raccolta, e ciò in ossequio a una regolamentazione che miri ad assicurare la stabilità dell’aggregato patrimoniale bancario per assicurare quella del sistema finanziario nel suo complesso.

#### 3.4. L’elezione degli strumenti finanziari partecipativi nel AT1.

Interrogarsi sulla possibilità di eleggere gli strumenti finanziari partecipativi nella categoria del AT1 implica evidentemente che non se ne ritenga ammissibile il computo nel CET1 (e nel Tier 2 e tra le *eligible liabilities*): la possibilità di eleggere strumenti di raccolta in tutto e per tutto simili in due – o più – classi regolamentari è negata in radice già dal testo del CRR<sup>901</sup>, e ciò evidentemente sulla base degli effetti “contagio” tra le varie classi che a tale scelta conseguirebbero: si pensi soltanto alle

---

<sup>899</sup> N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari, op.cit.*, 383.

<sup>900</sup> C. ANGELICI, *La riforma, op.cit.*, 228.

<sup>901</sup> Esattamente rispetto alla regolamentazione del AT1, il CRR, all’art. 51, paragrafo 2, impedisce all’emittente la possibilità di eleggere il *medesimo* strumento e nella classe del CET1 e nella categoria del AT1. Tale identità deve presumibilmente essere valutata sulla base del concreto contenuto giuridico dello strumento, ben potendo emissioni di strumenti con identico *nomen iuris* riconoscere prerogative patrimoniali e amministrative differenti (e gli strumenti finanziari partecipativi sono in tal senso esemplificativi, soprattutto laddove si accetti la possibilità che questi possano assumere caratteristiche ibride e differenti, di volta in volta individuate dall’autonomia privata).

gerarchie concorsuali che devono rispettarsi tra le varie categorie di patrimonio, che “impediscono” ad esempio l’ammissibilità nel AT1 di uno strumento di raccolta pari-ordinato, nella rilevante gerarchia dei crediti, ad altro computato nel CET1. Quest’ultimo infatti violerebbe il disposto dell’art. 28, paragrafo 1, lett. *i*, CRR, e sarebbe condannato all’esclusione dal CET1, in quei termini che ormai si sono imparati a conoscere *supra*, nel Paragrafo 3.2 (ma uno scenario simile si instaura qualora il medesimo strumento venga eletto e nel AT1 e nel Tier 2). E in effetti, come subito si vedrà, soltanto una diversa impostazione del rapporto che deve instaurarsi tra capitale azionario e capitale finanziario in punto di concorso nella sopportazione delle perdite dell’attività può giustificare la riconducibilità degli strumenti finanziari partecipativi nell’alveo del AT1.

Ma si procederà per ordine, seguendo l’ordine di indagine già utilizzato nel Paragrafo 3.1<sup>902</sup>.

(*a*) Per quanto riguarda i criteri e le classi di discipline che contribuiscono a definire le modalità della raccolta dello strumento e disponibilità della relativa provvista, l’art. 52, paragrafo 1, CRR, non esprime scelte differenti da quelle enucleate nell’art. 28, paragrafo 1, CRR, sicché si può qui rimandare il lettore all’analisi già svolta *supra*, nel Paragrafo 3.1 *sub (a)*<sup>903</sup>. Può essere forse significativo soffermarsi sul fatto che, mentre per gli strumenti di CET1 l’art. 28, paragrafo 1, lett. *c*, punti (ii) e (iii), CRR, impone la riconducibilità dello strumento alla nozione di (*i*) “capitale”, *ex art.* 22 Direttiva 86/635/CEE e (*ii*) “patrimonio netto” (“equity capital”, nella versione inglese del CRR), secondo la disciplina contabile applicabile all’ente, non si rinviene nel CRR alcuna analoga disposizione per gli strumenti di AT1, motivo per cui, si era inferito (v. nel Secondo Capitolo il Paragrafo 5.9) come possano computarsi nella categoria in questione *sia* risorse raccolte a titolo di capitale di rischio *che* a titolo di capitale di debito.

(*b*) Anche per quanto riguarda i profili di permanenza e stabilità nei fondi propri bancari delle risorse raccolte a titolo di AT1, l’interprete incontra criteri che non si distanziano da, e soprattutto non sono più rigidi de, gli analoghi criteri di elezione di strumenti di capitale nel CET1. Sicché, anche in questo caso può rimandarsi a quanto scritto *supra*, nel Paragrafo 3.1 *sub (b)*, ove si è affermata la possibilità di conformare il regolamento di emissione di uno strumento finanziario partecipativo coerentemente

---

<sup>902</sup> In termini pratici, l’emittente che voglia *conformare* lo strumento finanziario partecipativo alle caratteristiche prudenziali che devono contraddistinguere gli strumenti di AT1, può trovare un ottimo supporto in EBA, *Standardised templates for Additional Tier 1 (AT1) instruments*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2016. Si tratta di un documento che contiene (§3): “*standardised terms and conditions for AT1 issuances that would cover the prudential parts of the terms and conditions*”, sicché (§6) “*the use of these templates would bring a certain level of security to the issuing banks, as the templates are perceived to reflect the expectations of the supervisory community on the practical implementation of the provisions of the CRR, the regulatory technical standards (RTS) and the Q&As, based on the experience gained with issuances already made*”. In ideale continuità con l’ordine di indagine adottato in queste pagine poi, (§12): “*essential provisions cover provisions relating to flexibility of payments, permanence [and] loss absorbency [...]*”.

<sup>903</sup> Sulla possibilità di adeguare e conformare il contenuto dello strumento finanziario partecipativo rispetto ai profili che contribuiscono a definire la modalità e la disponibilità della provvista raccolta a titolo di AT1, v. anche C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 198.

con le classi di discipline che assumono qui rilevanza<sup>904</sup>. Può essere forse utile rammentare che, anche rispetto agli strumenti di AT1, in virtù dell'art. 52, paragrafo 1, lett. *b*, CRR, potrebbe ripresentarsi il già analizzato dibattito circa la possibilità di riconoscere ai titolari di strumenti finanziari partecipativi gli stessi diritti di recesso che *ex lege* si accompagnano alla partecipazione azionaria. Si tratta comunque di un punto che deve trovare inquadramento, ed eventualmente soluzione, nei termini già prospettati, sicché niente di nuovo può qui essere scritto.

(*c*) *Mutatis mutandis*, anche le prescrizioni comunitarie che toccano i profili di remunerazione degli strumenti eletti nel AT1 non sollevano particolari dubbi circa un adeguamento conforme degli strumenti finanziari partecipativi<sup>905</sup>, non distanziandosi in termini rilevanti da, in particolare non essendo più rigidi de, gli analoghi profili degli strumenti di CET1. Problemi potrebbero aversi qualora si reputasse di, o si optasse per, ricondurre gli strumenti finanziari partecipativi nell'area concettuale del debito, ma si tornerà sul punto *infra* nel Paragrafo 4.2, avendo questa Sezione aderito all'opposta ipotesi ricostruttiva.

(*d*) Maggiori problematiche e opportunità di discussione derivano dalle previsioni che definiscono i profili di assorbimento delle perdite degli strumenti di AT1. Partendo dalle previsioni che non sollevano particolari questioni, qui vi rientrano: (*i*) l'art. 52, paragrafo 1, lett. *o*, CRR (da leggersi in combinato disposto con l'art. 53 CRR e l'art. 23 del Regolamento Delegato 241/2014 – per cui v. rispettivamente nel Secondo Capitolo le nt. 552 e 563), che richiede che gli strumenti di AT1 non contengano clausole che possano ostacolare la ricapitalizzazione dell'ente; (*ii*) l'art. 52, paragrafo 1, lett. *e* e *f*, CRR, che prescrive che gli strumenti di AT1 non siano assistiti da garanzie che abbiano come effetto l'aumento del rango del credito; (*iii*) il nuovo art. 52, paragrafo 1, lett. *r*, CRR, che impone che gli strumenti di AT1 non siano assoggettati ad alcun accordo di *netting* o di compensazione e (*iv*) il nuovo art. 52, paragrafo 1, lettere *p* e *q*, CRR, che impone la presenza di un riconoscimento contrattuale da parte del detentore dello strumento di AT1 dei poteri di svalutazione e conversione attivabili dall'autorità di risoluzione (c.d. *bail-in* “debole”, di cui agli artt. 59-62 BRRD), qualora il contratto sia retto da una legge di una giurisdizione che non riconosce tali poteri. Si tratta infatti – in tutti i casi, a parte l'ultimo, per cui subito *infra* – di previsioni “negative”, che impongono semplicemente all'autonomia negoziale di *astenersi* dal dare una certa conformazione al regolamento di emissione. Per quanto riguarda la fattispecie *sub* (*iv*) invece, essa risulta per definizione rispettata, essendo la presente discussione impostata sull'assunto che lo strumento sia retto dal diritto italiano (che, si perdoni il truismo, ha riconosciuto e trasposto nel d. lgs. 180/2015 i

---

<sup>904</sup> E sulla possibilità di conformare il programma di emissione (e la clausola statutaria di copertura) di strumenti finanziari partecipativi alle prescrizioni comunitarie che toccano il profilo della stabilità degli strumenti di AT1, v. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 198 s.

<sup>905</sup> In termini analoghi v. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 199 s.

poteri di svalutazione e conversione di strumenti di fondi propri da attribuirsi all'autorità di risoluzione).

Come intuibile, le problematiche emergono rispetto alle previsioni del CRR che impongono allo strumento di AT1 un determinato concorso nell'esposizione alle perdite con gli altri strumenti eletti nelle restanti categorie di capitale regolamentare, e segnatamente: (i) quanto alla partecipazione alle perdite *durante societate*, con gli artt. 52, paragrafo 1, lett. n e 54 CRR (invero da leggersi in combinato disposto con l'art. 28, paragrafo 1, lett. i, e paragrafo 2, CRR), ove si prevede l'esposizione *paritaria e proporzionale (i.e., pari passu)* dello strumento di AT1 con gli strumenti di CET1 alla discesa del coefficiente patrimoniale *al di sotto* della soglia fissata dall'art. 54 CRR (soglia che non può attestarsi al di sotto di un valore residuo del CET1 pari al 5.125% dei RWAs); partecipazione che può attuarsi sia tramite *decurtazione* degli elementi principali del "credito" che tramite *conversione* in strumenti di CET1 e (ii) quanto alla partecipazione alle perdite in fase di *liquidazione*, con l'art. 52, paragrafo 1, lett. d, CRR, che richiede che la pretesa incorporata nel titolo sia di rango inferiore a quella veicolata da uno strumento di Tier 2. In sintesi, il CRR è sufficientemente chiaro nell'imporre una postergazione *iniziale* alle perdite dello strumento eletto nel AT1 rispetto a quello eletto nel CET1, salvo un *concorso promiscuo* dei due al verificarsi e attivarsi di un determinato *trigger event* (e allora imponendosi una violazione dell'*absolute priority rule*, come si è visto nei Paragrafi 5.8 e 5.9 del Secondo Capitolo, funzionale ad assicurare una celere e stabile patrimonializzazione dell'intermediario) e una subordinazione dello strumento di AT1 agli strumenti eletti nel Tier 2.

Prima ancora di chiedersi come e con quali modalità assicurare l'operatività dei meccanismi di *svalutazione e conversione* contrattuale che deve incorporare il regolamento di emissione (e la rispettiva clausola statutaria di copertura) dello strumento di AT1, è necessario interrogarsi su quali caratteristiche deve assumere la regolamentazione del concorso tra capitale azionario e strumenti finanziari partecipativi, per poter eleggere quest'ultimi nel AT1. Si dovrà dunque partire dalle tre differenti ipotesi ricostruttive già analizzate *supra* nel Paragrafo 3.2.

Punto di partenza dovrebbe essere rappresentato dall'*inammissibilità* del criterio della partecipazione alle perdite tra strumenti finanziari partecipativi e azioni secondo un regime (perlomeno, di *default*) *pari passu*: in effetti, se si ammettesse questa regola, lo strumento finanziario partecipativo sarebbe, *ceteris paribus*, da eleggersi nel CET1, come già si è potuto argomentare (ma vedremo subito *infra* che non pare possibile escludere *tout court* l'operatività di questo criterio allocativo, se si vuole sostenere l'ammissibilità degli strumenti finanziari partecipativi nel AT1). Se si sostiene la riconducibilità degli strumenti finanziari partecipativi nel AT1 poi, non pare nemmeno possibile sposare il principio, unanimemente accettato in tema di distribuzione delle perdite tra i vari strati del netto, per cui il capitale sociale non può essere intaccato se non *dopo* che siano state azzerate tutte le

riserve. Infatti, come già si è sottolineato sempre nel Paragrafo 3.2, e come anche viene sostenuto da chi pare essere favorevole ad un computo degli strumenti di raccolta *de quo* nel AT1, “*qualora si ritenesse che gli strumenti finanziari partecipativi devono sempre sopportare le perdite prima delle azioni – assegnando valore inderogabile al principio secondo cui il capitale sociale non può essere intaccato se non dopo che siano state erose tutte le riserve – sarebbe difficile affermare che, in presenza di strumenti finanziari “codicistici” di questo tipo, le azioni continuano a rispettare la regola secondo cui gli strumenti di common equity “assorbono la prima parte delle perdite, proporzionalmente la più cospicua, man mano che esse si verificano*”<sup>906</sup>.

Insomma, l’unica soluzione che garantirebbe l’inclusione nel AT1 dello strumento finanziario partecipativo è quella che postuli (i) una *previa imputazione* delle perdite al capitale azionario (dunque non ritenendo applicabile alla regolamentazione del concorso tra «riserva apporti strumenti finanziari partecipativi» e capitale sociale le regole che derivano dal sistema del netto, e permettendo così l’elezione della partecipazione azionaria nel CET1) ma (ii) prevedendo comunque meccanismi di *concorso proporzionale e pari passu* tra partecipazione azionaria (eletta nel CET1) e strumento finanziario partecipativo (eletto nel AT1) alla discesa del coefficiente patrimoniale sotto la soglia fissata dall’art. 54 CRR<sup>907</sup>.

Tutto ciò premesso, si può ora volgere l’indagine ai due meccanismi che, ai sensi del CRR, permettono, alternativamente o congiuntamente, l’attuazione di tale partecipazione alle perdite dello strumento di AT1, ossia la *svalutazione e decurtazione* (temporanea o definitiva) della pretesa e/o la *conversione* in strumenti di CET1. Si badi che trattasi in entrambi i casi di procedimenti “forzosi”, sicché il regolamento di emissione dello strumento finanziario partecipativo (e la relativa clausola statutaria) dovrà con chiarezza indicare la *perentorietà* e *categoricità* dei meccanismi in questione all’attivarsi del *trigger* (anche quest’ultimo, all’evidenza, da riportarsi nel regolamento di emissione). Venendosi all’istituto della svalutazione, qualora il *write-down* sia permanente, esso dovrebbe assumere le forme di un “annullamento” dello strumento finanziario partecipativo a seguito

---

<sup>906</sup> C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 202 s.

<sup>907</sup> Sembra essere esattamente questo il meccanismo teorizzato da C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 203, laddove evidenzia come: “*il problema, forse, potrebbe essere risolto qualora si prevedesse che fino al raggiungimento della soglia di attivazione dei meccanismi di partecipazione alle perdite dell’additional tier 1 capital gli azionisti e i titolari di strumenti finanziari “partecipativi” sopportano le perdite che si verificano pari passu, salvo poi applicare la regola di preventiva sopportazione delle perdite da parte dei secondi alla discesa del coefficiente di patrimonializzazione sotto il livello minimo prescritto*”. L’a. peraltro sembra essere caduto in un piccolo refuso/errore, e invertito i termini della questione rilevante, laddove sostiene che i meccanismi di esposizione paritaria alle perdite tra azioni e strumenti finanziari partecipativi opererebbero fino al raggiungimento della soglia fissata dal *trigger* e, successivamente a tale raggiungimento, le perdite verrebbero assorbite dai soli strumenti finanziari partecipativi e non dagli azionisti. È esattamente il contrario: fino al raggiungimento della soglia i primi strumenti ad assorbire le perdite devono essere strumenti di CET1 (in ipotesi azioni), e ciò in linea con l’art. 28, paragrafo 1, lett. i, CRR, e successivamente all’attivazione del *trigger* scatta il concorso tra strumenti CET1 e AT1 (in ipotesi, strumenti finanziari partecipativi) *pro rata e pari passu*, e ciò in linea con gli artt. 52, paragrafo 1, lett. n e 54 CRR (da leggersi in combinato disposto con l’art. 28, paragrafo 1, lett. i, e paragrafo 2, CRR).

dell'imputazione della perdita sul valore dello stesso<sup>908</sup>. Qualora invece assuma le forme di un *write-down* temporaneo – *i.e.*, a cui seguono forme di *write-up* –, pur ammesso dal CRR (art. 52, paragrafo 1, lett. *n*, CRR), si ricorda qui che la svalutazione della pretesa incorporata nello strumento finanziario partecipativo non potrà essere disciplinata in maniera da “*avere un effetto meramente contabile, ma inciderà sul contenuto sostanziale del diritto attribuito allo strumento, fino al suo eventuale “reintegro”*”<sup>909</sup> (e v. quanto già osservato nel Secondo Capitolo in nt. 555). In effetti, la “sostanzialità” degli effetti di una decurtazione pur temporanea si pone, come già si è visto *supra* nel Paragrafo 3.2, come un elemento impeditivo al riconoscimento di quelle teorie che, in punto di regolamentazione del concorso tra strumenti finanziari partecipativi e azioni, ammettono la previa imputazione delle perdite dell'attività in capo ai primi, salvo garantire la “sopravvivenza” dei diritti che essi incorporano. Esattamente per questo motivo tali teorie non possono essere trasposte allo scenario che qui si sta commentando (e applicate come variante e alternativa alle ipotesi, sopra menzionate, ricostruttive del rapporto tra capitale azionario e finanziario), richiedendo il CRR una forma di decurtazione, ai fini dell'eleggibilità dello strumento, che non abbia un effetto *meramente contabile*.

Venendo all'istituto della conversione degli strumenti finanziari partecipativi (eletti nel AT1) in strumenti azionari (di CET1)<sup>910</sup> della società emittente<sup>911</sup>, l'analisi richiede di partire dalla constatazione generale per cui, per quanto si sia sostenuto come l'autonomia privata goda, *ex art.* 2346, VI comma, c.c., della più ampia libertà in merito alla conformazione del meccanismo di conversione, e ciò contrariamente all'*analoga* e *contigua* fattispecie delle obbligazioni convertibili in azioni di cui all'art. 2420-*bis* c.c., ove il legislatore *inderogabilmente* e rigidamente disciplina il *procedimento*, le *modalità* e la *tempistica* della conversione<sup>912</sup>, come subito si vedrà il CRR impone

---

<sup>908</sup> Sul punto v. anche C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 201 s.

<sup>909</sup> C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 201.

<sup>910</sup> Può forse sembrare un truismo, ma la conversione in strumenti di CET1 implica che gli strumenti finanziari dovranno essere convertiti in strumenti che rispettino *tutti* i requisiti per l'elezione nel CET1. Da questo punto di vista dunque, *non* può essere accettata una clausola statutaria di conversione che ricalchi quella proposta dal Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze Pistoia e Prato, *Strumenti finanziari partecipativi, op.cit.* 13, ove si suggerisce “*la possibile previsione della conversione degli strumenti finanziari in azioni postergate nella partecipazione alle perdite, permettendo ai loro titolari di conservare un rischio del loro investimento comunque inferiore rispetto agli azionisti ordinari*”. Semplicemente, come già si è avuto modo di notare nel Secondo Capitolo, nel Paragrafo 5.8, lo strumento assistito da clausola di postergazione nell'assorbimento delle perdite non può essere computato nel requisito in questione.

<sup>911</sup> La figura dello strumento finanziario partecipativo convertibile in azioni della società emittente è pacificamente ammessa sia in dottrina che nella prassi. Così v. in letteratura F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 325 ss.; G. MIGNONE, *Gli strumenti finanziari di cui al 6° comma dell'art. 2346, op.cit.*, 329 ss.; A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 260, e A. GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 421. Nella prassi, oltre all'ordinanza del Trib. Napoli, 25 febbraio 2016, già analizzata *supra* in nt. 869, riporta casi di regolamenti di emissione di strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni ordinarie dell'emittente, al verificarsi di determinati eventi, M.L. PASSADOR, *Appunti sulla nuova nozione di controllo. Tra principi IAS/IFRS e diritto societario*, in *RDS*, 2016, 229.

<sup>912</sup> In termini chiari sul punto F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 326, la quale, dopo aver evidenziato le caratteristiche principali dell'art. 2420-*bis* c.c., sottolinea come “*al contrario, la possibilità di convertire*

all'autonomia statutaria, ai fini della *conformità* dell'emissione, di replicare nel regolamento dello strumento finanziario partecipativo buona parte delle previsioni contenute nell'art. 2420-*bis* c.c. Nello specifico: (i) ai sensi dell'art. 54, paragrafo 1, lett. c, CRR, le disposizioni che governano lo strumento di AT1 devono indicare espressamente il tasso di conversione in strumenti AT1 da applicarsi al verificarsi del *trigger* (o in alternativa, un intervallo all'interno del quale gli strumenti si convertiranno in strumenti di CET1), sicché la clausola statutaria – e il regolamento di emissione sotteso agli strumenti finanziari partecipativi – dovrà necessariamente adeguarsi a, e “replicare”, l'art. 2420-*bis*, I comma, c.c., laddove si richiede all'assemblea straordinaria che delibera l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni, di determinarne anche il “*rapporto di cambio*”; (ii) come già si è detto, ai sensi dell'art. 54, paragrafo 1, lett. n, CRR, la clausola statutaria sottesa alle emissioni di strumenti finanziari partecipativi deve fare esplicita menzione del *trigger* – e delle conseguenze della sua attivazione –, da qui la necessità che essa dovrà adeguarsi e replicare l'art. 2420-*bis*, I comma, c.c., laddove impone alla delibera di emissione di obbligazioni convertende di indicare il “*periodo [...] della conversione*”; (iii) ai sensi dell'art. 22 del Regolamento Delegato 241/2004 (che prevede a procedimentalizzare l'accertamento del *trigger* e parte dell'*iter* di svalutazione e conversione, e v. a riguardo la nt. 554 nel Secondo Capitolo), la complessiva regolamentazione di uno strumento di AT1 richiede anche l'individuazione de: (a) l'organo competente ad accertare l'attualità del *trigger*; (b) il termine entro cui individuare e determinare l'importo da convertirsi (o svalutarsi), che non può peraltro eccedere il mese dall'accertamento del *trigger* e (c) la possibilità che l'autorità competente, o altro soggetto legittimato, possano richiedere una revisione indipendente dell'importo da convertirsi (o svalutarsi). Conseguentemente, la clausola statutaria di copertura degli strumenti finanziari partecipativi e il rispettivo regolamento di emissione dovranno, anche in questo caso, “replicare” il contenuto dell'art. 2420-*bis*, I comma, c.c., ai sensi del quale la delibera di emissione di obbligazioni convertende deve contenere le “*modalità della conversione*” e infine (iv) ai sensi dell'art. 54, paragrafo 6, CRR, l'emittente deve aver cura a che, al verificarsi di un *trigger event*, detenga un “capitale autorizzato” sufficiente a garantire la conversione dell'ammontare di strumenti AT1 da convertirsi in strumenti CET1, sicché anche in questo caso la clausola statutaria sottesa all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi dovrà replicare il contenuto dell'art. 2420-*bis*, II comma, c.c., laddove si richiede la contestualità alla delibera di emissione delle obbligazioni di un aumento di capitale a servizio della conversione<sup>913</sup>.

---

*in azioni gli strumenti finanziari partecipativi sarebbe determinata pattizamente, in forza dell'autonomia concessa dall'art. 2346, ult.co, c.c., così come il relativo procedimento, le modalità e la tempistica della conversione (la quale potrebbe essere automatica, ad una certa data, ovvero facoltative, entro un determinato range temporale)”*.

<sup>913</sup> Seppur sia in letteratura che nella prassi si ritenga necessario prevedere un contestuale aumento di capitale a servizio della conversione tutte le volte che vengano emessi strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni, per cui in questo caso sarebbe necessario e “naturale” replicare il contenuto dell'art. 2420-*bis* c.c., e sul punto v. A. VALZER, *Gli*



Seppur non appaia doveroso approfondire qui l'argomento, può discutersi se sia anche necessario trasporre nel contenuto del regolamento di emissione degli strumenti finanziari partecipativi – e nella relativa clausola statutaria – le restanti previsioni dell'art. 2420-bis c.c.<sup>914</sup>. Inoltre, gli strumenti finanziari partecipativi sin dall'inizio convertibili dovrebbero essere offerti, *ex art.* 2441, I comma, c.c., prioritariamente ai soci, in osservanza del diritto di opzione a questi riconosciuti<sup>915</sup>. Infine, ma forse è un truismo, il regolamento di emissione degli strumenti finanziari partecipativi convertibili dovrà prevedere l'estinzione di quest'ultimi contestualmente all'acquisto delle azioni<sup>916</sup> (*rectius*, degli strumenti di CET1).

### 3.5. *L'elezione degli strumenti finanziari partecipativi nel Tier 2.*

In termini analoghi a quanto rilevato nel precedente Paragrafo, interrogarsi sulla possibilità di eleggere strumenti finanziari partecipativi nella categoria regolamentare del Tier 2 implica che non se ne ritenga ammissibile il computo né nel CET1 né nel AT1. In realtà, è forse maggiormente probabile che la decisione di eleggere gli strumenti in questione nel Tier 2, e non nel AT1, derivi più

---

*strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 262; F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 326, e la massima n. 166 del Consiglio Notarile di Milano, approvata il 7 novembre 2017, in [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it), nonché in *Riv. soc.*, 2018, 1152 ss., per cui tale aumento di capitale “non può essere superiore (tenuto conto dell'eventuale sovrapprezzo) al debito verso i titolari di strumenti finanziari partecipativi, ove essi abbiano diritto a rimborso, oppure alla riserva da iscriverne in bilancio a fronte dell'emissione degli strumenti finanziari partecipativi, ove essi non abbiano diritto a rimborso”, salvo che “le azioni della società, al momento della delibera di emissione degli strumenti finanziari partecipativi convertibili, siano prive dell'indicazione del valore nominale, [fattispecie in cui] è data la possibilità che la società deliberi l'emissione delle azioni a servizio della conversione senza un corrispondente aumento del capitale sociale, con conseguente incremento del numero delle azioni (al momento della conversione) a valere sul medesimo ammontare nominale del capitale sociale, venendo così meno la correlazione tra l'emissione delle nuove azioni e la sussistenza della riserva da imputare a capitale”.

<sup>914</sup> Si pensi alle preclusioni dettate dall'art. 2420-bis, IV comma, c.c. (ma anche dal comma successivo), che, poste a tutela del rapporto di conversione (a riguardo cfr. M. PALMIERI, *La partecipazione alle perdite, op.cit.*, 985, che identifica nelle preclusioni in oggetto un “principio di tendenziale rigidità del rapporto di cambio, a tutela dell'interesse tanto degli obbligazionisti quanto degli azionisti”), vietano alla società la riduzione volontaria del capitale o una modifica delle regole di ripartizione degli utili, salvo il riconoscimento agli obbligazionisti di un diritto anticipato alla conversione. Ebbene, se si ritiene che queste regole trovino applicazione *naturaliter* anche per l'emissione di strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni, già in una situazione “di diritto comune” (e questa sembra essere ad esempio la posizione di A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 262), nulla *quaestio* circa la loro necessaria replicabilità in statuto. Se invece non si ritiene automatica l'applicazione di queste regole anche agli strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni, ci si potrà interrogare se il principio della tutela del rapporto di conversione, che informa queste previsioni, sia in altra maniera ricavabile dalle previsioni del CRR e del Regolamento Delegato 241/2014 che disciplinano la conversione di strumenti di AT1 in strumenti di CET1, e allora arrivare per questa via all'imposizione delle preclusioni *de quo*.

*Contra*, per l'*inapplicabilità* ai titoli a conversione forzosa delle norme della disciplina delle obbligazioni convertibili che tutelano la conservazione dell'integrità del rapporto di cambio (art. 2420-bis, IV e V comma, c.c.), difettando in queste fattispecie “il carattere originario e facoltativo della convertibilità connaturato alle obbligazioni convertibili”, e dunque difettando l'interesse dei prenditori al mantenimento del valore di conversione, ossia “l'interesse [...] a non perdere la possibilità di lucrare il maggior valore del proprio investimento, attraverso la conversione” v. N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari, op.cit.*, 431 ss.

<sup>915</sup> Per la constatazione per cui gli strumenti finanziari partecipativi convertibili devono essere parificati, ai fini dell'applicazione dell'art. 2441 c.c., alle obbligazioni convertibili, v., nella prassi, la massima 166 (7 novembre 2017) del Consiglio Notarile di Milano e quanto riportato da A. GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 432. Ma *contra*, v. in letteratura N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari, op.cit.*, 432.

<sup>916</sup> V. G. RESCIO, *Operazioni sul capitale, op.cit.*, 1249.

da una scelta *strategica* dell'ente, ad esempio collegata alla volontà di non emettere del tutto strumenti di AT1 (e lo si ricorda, l'AT1 è una classe di capitale non obbligatoria) e soddisfare il relativo fabbisogno di capitale di Tier 1 con emissione di elementi di CET1. Peraltro, si tratta all'evidenza di una situazione in ipotesi difficilmente riscontrabile, essendo *per definizione* il Tier 2 dell'ente demandato ad accogliere soprattutto strumenti di *gone-concern* e assistiti da obblighi di rimborso (e, lo si ricorda, l'assunto della presente Sezione è la ricostruzione dello strumento finanziario partecipativo in termini "para-azionari").

Tutto ciò premesso, l'analisi si soffermerà sui profili ormai noti:

(a) Non sorgono particolari problemi circa la conformità del regolamento sottostante l'emissione di strumenti finanziari partecipativi alle previsioni dell'art. 63 CRR che regolano i profili di disponibilità della raccolta. Esse si adeguano sostanzialmente alle analoghe prescrizioni per il computo di strumenti di raccolta nel AT1 e nel CET1, così può rimandarsi il lettore all'analisi svolta *supra* nel Paragrafo 3.1 *sub (a)* (ribadita, per l'elezione degli strumenti finanziari partecipativi nel AT1, nel Paragrafo 3.4 *sub (a)*). Vale solo qui ricordare che anche per gli strumenti di Tier 2 il CRR ammette *indifferentemente* l'elezione di strumenti di raccolta riconducibili all'area del capitale di rischio o capitale di debito (tant'è che nella prassi è possibile incontrare enti che computano in tale categoria forme di *preference shares*, e v. in generale l'analisi svolta nel Secondo Capitolo, al Paragrafo 5.10), per quanto, come già sottolineato, l'elezione di strumenti di *going-concern* nel Tier 2 potrebbe non assumere per l'ente una particolare attrattività, stante la possibilità di computarvi strumenti di raccolta astrattamente *meno* costosi.

(b) Lo stesso dicasi per la conformazione dello strumento finanziario partecipativo alle regole che presiedono alla definizione del profilo della stabilità dei fondi raccolti a titolo di Tier 2. Qui, come si è visto nel Secondo Capitolo (Paragrafo 5.10), non viene neanche richiesta la *necessaria perpetuità* della provvista raccolta (come invece accade per gli strumenti di CET1 e AT1), e ciò coerentemente con la possibilità di eleggere in questa classe strumenti di debito. L'art. 63, paragrafo 1, lett. g, CRR, richiede soltanto che gli strumenti di Tier 2 abbiano una durata superiore ai cinque anni, motivo per cui la possibilità di conformare lo strumento finanziario partecipativo alle previsioni che governano la stabilità dei fondi raccolti a titolo di CET1 (v. sempre il Paragrafo 3.1 *sub (b)*) e AT1 (v. sempre il Paragrafo 3.4 *sub (b)*) *a fortiori* vale a predicarne la conformazione alle previsioni del Tier 2. Tuttavia, come già si è sottolineato per le categorie patrimoniali superiori, anche in questo caso la possibilità di riconoscere ai sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi gli stessi diritti di recesso legale che il codice civile riconosce agli azionisti potrebbe sollevare problemi di compatibilità con l'art. 63, paragrafo 1, lett. i, CRR, per cui la presenza nello statuto di qualsiasi "early repayment option" è ammissibile solo qualora sia esercitabile *esclusivamente* a discrezione dell'emittente.

(c) Anche per quanto concerne i profili che delineano la retribuzione dello strumento da eleggersi nel Tier 2 l'interprete non incontra classi di discipline più stringenti di quelle che presiedono alla definizione delle analoghe caratteristiche degli strumenti di CET1 e AT1, sicché non sorgono problemi circa la conformazione dello strumento finanziario partecipativo a tali previsioni. Anzi, come si è potuto rilevare nel Secondo Capitolo, la disciplina prudenziale sottesa alle caratteristiche dei pagamenti ammissibili verso gli strumenti di Tier 2 è estremamente "liberale", ammettendosi in questa classe sia strumenti che riconoscono un *incondizionato* diritto alla ricezione di interessi sia strumenti che *condizionano* la retribuzione alla volontà dell'ente (come è d'altronde normale per uno strumento espressivo di capitale di rischio), richiedendosi soltanto che il regolamento dello strumento non preveda c.d. *acceleration clauses* (i.e., ipotesi di decadenza dal beneficio del termine, ex art. 63, paragrafo 1, lett. l, CRR, e si veda quanto già sottolineato nel Secondo Capitolo alla nt. 516) e un'indicizzazione dei pagamenti da corrispondersi al merito creditizio dell'emittente o della capogruppo (art. 63, paragrafo 1, lett. m, CRR).

(d) Come già per l'elezione dello strumento finanziario partecipativo nel CET1 e nel AT1, anche per gli strumenti di Tier 2 i criteri che dischiudono maggiori problemi interpretativi sono quelli che toccano i profili di assorbimento delle perdite. Peraltro, avendosi già diffusamente impostato il problema (v. *supra* i Paragrafi 3.2 e 3.4 *sub* (d)), si tratterà di vagliarne le conseguenze rispetto alle rispettive previsioni, *prima facie*, del solo art. 63 CRR.

In questo contesto, l'unica previsione che appare rilevante (i.e., foriera di dibattito) è quella del nuovo art. 63, paragrafo 1, lett. d, CRR, ai sensi del quale la pretesa al rimborso del valore in *linea capitale* dello strumento deve essere *subordinata* al rimborso di tutti i detentori di passività ammissibili (per cui v. art. 72b CRR, già nel Paragrafo 9.3 del Secondo Capitolo, ma subito *infra* nel Prossimo Paragrafo). La norma peraltro, per evitare ipotesi di "contagio" tra diverse categorie di capitale regolamentare (e avere inoltre un'immagine completa della scala gerarchica imposta dal CRR agli "strati" dei fondi propri dell'ente), deve essere letta in combinato disposto con gli artt. 28, paragrafo 1, lett. j e 52, paragrafo 1, lett. d, CRR, da cui è possibile inferire come lo strumento di Tier 2 debba risultare *sovra-ordinato*, nell'ordine, agli strumenti di AT1 (se emessi) e di CET1.

Quindi, assumendo sempre che l'emittente abbia una struttura del capitale semplice, i.e. composta esclusivamente da azioni ordinarie o comunque da titoli pur diversi, ma agli occhi del CRR "identici" perché ammessi tutti indiscriminatamente ad essere computati nel CET1, dovrà anzitutto sposarsi un'ipotesi che riconosca la postergazione del capitale finanziario al capitale sociale e, tra le ipotesi ricostruttive riportate *supra* nel Paragrafo 3.2, l'unica che perviene a questo risultato è quella che postula, in situazioni in cui sono emessi strumenti finanziari partecipativi, la *postergazione* della «riserva apporti strumenti finanziari partecipativi» al capitale sociale in punto di partecipazione alle

perdite (in questo caso) finali dell'attività. Ciò è necessario e sufficiente qualora l'ente non abbia emesso anche strumenti eletti nel AT1. Qualora questo sia il caso invece, per evitare violazioni dell'art. 52, paragrafo 1, lett. *d*, CRR, e dunque “contagi” degli strumenti eletti nel AT1, ciò è necessario ma non sufficiente, dovendo lo strumento finanziario partecipativo risultare antergato *anche* agli strumenti eletti nel AT1<sup>917</sup>. Ci si può invece domandare se sia possibile un'elezione nel Tier 2 di strumenti finanziari partecipativi (rappresentativi di capitale di rischio) e debito subordinato. In effetti, non si rinvengono nel CRR previsioni che richiedono la *pari-ordinazione* di tutti gli strumenti eletti nel Tier 2, come invece accade per gli strumenti di CET1; e anzi è proprio la disciplina del CRR ad ammettere situazioni del genere, laddove ammette l'elezione nel AT1 di strumenti con *triggers* differenti e prevedendo concordemente che “*la svalutazione del valore nominale si applica su base proporzionale a tutti i possessori di strumenti di capitale primario di classe 1 che comprendono un simile meccanismo di svalutazione e un livello di attivazione identico*”<sup>918</sup>, soluzione che forse (e *a fortiori*), allora, dovrebbe essere trasponibile anche rispetto al Tier 2.

3.6. *L'elezione degli strumenti finanziari partecipativi tra gli strumenti di passività ammissibili.*

Come si è già potuto apprezzare nel Secondo Capitolo (Paragrafo 9.3), le classi di discipline che concorrono a individuare la nozione di *eligible liabilities* (attualmente soprattutto enucleate nell'art. 72b CRR, e rilevanti, assieme agli strumenti di fondi propri, per la perimetrazione degli aggregati MREL–TLAC), non si distanziano eccessivamente da quelle che contribuiscono a definire gli strumenti di Tier 2.

Ciò è particolarmente vero per quei profili che nei precedenti Paragrafi sono stati analizzati *sub (a)* (disponibilità della provvista e modalità della raccolta) e *sub (c)* (remunerazione della provvista), motivo per cui può evitarsi di soffermarsi oltre sulla possibilità di modellare conformemente il regolamento di emissione dello strumento finanziario partecipativo. Qua vale forse solo sottolineare come negli aggregati in questione possano eleggersi *indifferentemente* strumenti raccolti a titolo di capitale di rischio e capitale di debito. Come enfaticamente si è espresso il FSB nel suo TLAC Standard, “*the term “TLAC-eligible instrument” refers to any capital instrument, debt instrument, liability or other item that is eligible as TLAC under the term-sheet*”<sup>919</sup>. Peraltro, anticipando alcune

---

<sup>917</sup> E astrattamente, per quanto l'ipotesi può imporre degli alti costi transattivi, può ben immaginarsi l'esistenza di *due classi* di strumenti finanziari partecipativi, in tutto e per tutto simili se non per i meccanismi di sopportazione delle perdite, per cui una classe venga eletta nel, e sia conforme alle rispettive previsioni del, AT1, e l'altra classe venga eletta nel, e sia conforme alle rispettive previsioni del, Tier 2; anche se forse, rispetto a quest'ultima emissione, dovrebbe aversi una provvista raccolta con obbligo di restituzione. Sembra accennare a questa possibilità anche C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie, op.cit.*, 207.

<sup>918</sup> Art. 21, paragrafo 1, Regolamento Delegato 241/2014.

<sup>919</sup> FSB, *Principles, op.cit.*, § (viii). V. già nel Secondo Capitolo i Paragrafi 7 e 8.

delle conclusioni di questo Paragrafo, l'elezione di strumenti di capitale di rischio nella categoria delle passività ammissibili potrebbe risultare per la S.p.A. bancaria, soggetta al corpo di leggi prudenziali di fonte europea, concretamente *impossibile* o, comunque, rivelarsi una scelta economicamente *inefficiente*.

In realtà non sorge alcun problema di conformazione dello strumento finanziario partecipativo alle prescrizioni dell'art. 72b CRR anche rispetto a quelle di questo che definiscono la necessaria stabilità della provvista raccolta a fronte dell'emissione dello strumento: l'idealtipo di strumento eleggibile negli aggregati MREL–TLAC è una passività che non sia soggetta ad un termine di scadenza troppo breve (in particolare, inferiore all'anno, ai sensi dell'art. 72c, paragrafo 1, CRR) e ciò in linea con il rinnovato ruolo che il debito ha assunto nell'ottica della gestione delle crisi e risoluzioni bancarie, ossia quello di *strumento primariamente preposto all'assorbimento delle perdite dell'attività* – sicché un certo grado di permanenza dei fondi raccolti nell'aggregato patrimoniale deve essere assicurato, e v. già le considerazioni fatte nel Paragrafo 7 del Secondo Capitolo –. Evidentemente, uno strumento finanziario che assume connotati “para-azionari”, presupposto della presente Sezione, non pone problemi di conformazione a queste previsioni.

Astrattamente poi, si è visto, il CRR ammette il computo tra le passività ammissibili anche di strumenti che riconoscono al sottoscrittore delle stesse forme di “holder redemption options” quali, ad esempio, opzioni *put* (artt. 72b, paragrafo 1, lett. *h* e 72c, paragrafo 2, CRR), sicché *prima facie* in questa sede non dovrebbero porsi quei problemi, già ampiamente analizzati nei precedenti Paragrafi, che derivano dalla possibilità di riconoscere ai detentori di strumenti finanziari partecipativi le stesse ipotesi di recesso legale riconosciute ai soci. Eppure il problema non sembra del tutto risolto, se sol si considera come in ipotesi di tal fatta l'art. 72c, paragrafo 2, CRR, impone di allineare la scadenza dello strumento, per i fini del computo del medesimo negli aggregati in oggetto, alla prima data in cui il sottoscrittore può esercitare la propria opzione, previsione evidentemente inapplicabile a casi rispetto i quali il diritto di recesso sorge come conseguenza di eventi che per definizione non rientrano nella sfera di influenza del titolare di strumenti finanziari partecipativi né, soprattutto, possono essere previsti con anticipo (ma forse, proprio il fatto che la legislazione del CRR faccia riferimento ad un momento di esercizio *certo* dell'opzione, ai fini del menzionato allineamento, dovrebbe far supporre una sorta di *disinteresse* per la regolamentazione di tutte le forme di esercizio che certe nel *quando* non possono essere).

Infine, è sempre con riguardo ai profili di assorbimento delle perdite che deve assicurare lo strumento di passività ammissibili che possono registrarsi le maggiori criticità per l'elezione dello strumento finanziario partecipativo tra gli strumenti di passività ammissibili dell'ente. In particolare, problemi derivano dalla collocazione che lo strumento deve assumere nella rilevante gerarchia concorsuale

delineata dal CRR. Infatti gli strumenti di passività ammissibili devono essere (i) *subordinati*, ex art. 72b, paragrafo 1, lett. d, CRR, ad un eterogeneo gruppo di *passività c.d. operative*, delineate dall'art. 72a, paragrafo 2, CRR (per cui v. nel Secondo Capitolo la nt. 780), e che coincidono in larga parte con le passività escluse dalla misura del *bail-in*; (ii) *sovraordinati* agli strumenti eletti nel Tier 2 (*rectius*, sono gli strumenti eletti nel Tier 2 a dover essere subordinati, ex art. 63, paragrafo 1, lett. d, CRR, agli strumenti di passività ammissibili) e (iii) *sovraordinati*, ex art. 48, paragrafo 7, BRRD, a tutti gli strumenti eletti nei fondi propri (ma, come si è visto nel Paragrafo 5.8 del Secondo Capitolo, questo articolo dovrà essere trasposto nelle legislazioni nazionali entro il 28 dicembre 2020 e, allo stato dell'arte, non sembra che il legislatore italiano abbia preso alcuna iniziativa in tal senso).

Nessun problema dovrebbe comportare la conformazione dello strumento finanziario partecipativo a quanto *sub (i)*: semplicemente, qualora si riconduca (come si sta facendo in questa Sezione) lo strumento finanziario partecipativo all'area del capitale di rischio, questo sarà per definizione subordinato a tutte le *passività* incluse nell'art. 72a, paragrafo 2, CRR. Venendo a quanto *sub (ii)*, si ripresentano qui gli ormai noti problemi circa la regolamentazione del concorso tra capitale sociale e capitale finanziario. Accettando, come fatto *supra* nei Paragrafi 3.4 e 3.5, che il capitale sociale sia antergato alle perdite, lo strumento finanziario partecipativo dovrà essere regolamentato dall'autonomia privata in maniera tale da essere *sovra-ordinato* agli strumenti eletti nel Tier 2. Evidentemente anche tale autonomia privata incontra dei limiti sicché, qualora nel Tier 2 siano stati eletti strumenti di debito, tali strumenti dovranno essere esclusi dalla classe regolamentare e dunque dal computo ai fini regolamentari, ciò perché "contagiati" dallo strumento finanziario partecipativo (rappresentativo di capitale di rischio) eletto tra le passività ammissibili. Insomma, l'elezione dello strumento finanziario partecipativo nella categoria in questione irrigidirebbe in termini notevoli la struttura del capitale dell'ente e il relativo *capital planning*. Tali conseguenze, vendendo a quanto *sub (iii)*, sono potenzialmente amplificate alla luce dell'art. 48, paragrafo 7, BRRD, che come si è visto mira a disciplinare i rapporti tra strumenti di *capitale regolamentare (own funds instruments)* e strumenti *non eletti nel capitale regolamentare (non-own funds instruments)*. Qualora lo strumento finanziario partecipativo venga eletto tra le *eligible liabilities*, dovrà risultare sovra-ordinato a tutti gli strumenti eletti nei fondi propri: considerando che tra questi possono figurare strumenti di debito (non solo nel Tier 2, ma potenzialmente anche nel AT1), e sempre presupponendo che lo strumento finanziario partecipativo veicoli una pretesa residuale sul patrimonio dell'ente, l'interprete si avvede di come tale strumento mal si presta, da un punto di vista prudenziale, a contribuire al rispetto dei requisiti MREL-TLAC nella forma di *eligible liabilities*.

## SEZIONE TERZA

*Gli strumenti finanziari partecipativi come tecnica di provvista di capitale di debito: trattamento prudenziale.*

4. *Gli strumenti finanziari partecipativi come strumenti di raccolta di fondi propri e passività ammissibili.*

L'attitudine degli strumenti finanziari partecipativi ad esprimere apporti a titolo di capitale di debito è predicata in termini rigorosi ed esclusivi dalla teoria "unitaria" o "monista" e in termini maggiormente liberali dai sostenitori della teoria "pluralista" e della teoria della "neutralità causale" (v. *supra*, Paragrafo 2).

In termini contabili, un'operazione così causata (*i.e.*, un'operazione di finanziamento con obbligo di rimborso) impone la contabilizzazione dell'apporto nel passivo reale dello stato patrimoniale, in un'apposita voce di debito<sup>920</sup> e, contestualmente, l'incremento della cassa nell'attivo dello stato patrimoniale.

Tale rappresentazione contabile non muta qualora il diritto del finanziatore alla restituzione dell'apporto possa essere condizionato nei tempi e nell'entità "*all'andamento economico della società*" (ex art. 2411, III comma, c.c.). Come si è già avuto modo di rilevare nell'Introduzione al lavoro (v. nt. 7), la possibilità di condizionare il *quantum* e il *quomodo* (e, secondo alcune posizioni, anche l'*an*) del rimborso non vale a mutare la natura obbligazionaria di un di finanziamento che pur giuridicamente nasce come un'operazione destinata ad essere *restituita*, e ciò a differenza dell'operazione *causa societatis*, dove l'attribuzione di ricchezza è *geneticamente* non assistita da un diritto giuridicamente certo alla restituzione della ricchezza apportata. Come si è sottolineato, nel primo caso, ma non nel secondo, pur potendo lo strumento finanziario partecipare alla sopportazione delle perdite correnti, "*il diritto di rimborso resta quiescente, quindi non si estingue del tutto*"<sup>921</sup>.

La metodologia di indagine che si seguirà nei prossimi sotto-Paragrafi per vagliare la conformità del contenuto sostanziale (minimo) che deve caratterizzare uno strumento finanziario partecipativo – *rappresentativo di capitale di debito* – ai fini del computo e nel capitale regolamentare e negli

---

<sup>920</sup> Si tratta di una constatazione su cui si registra in letteratura sostanziale unanimità di vedute. V., in luogo di molti, M. NOTARI-A. GIANNELLI, *Sub art. 2346, comma 6, op.cit.*, 113 ss.; G. FERRI JR, *Fattispecie societaria, op.cit.*, 81, e F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 224 ss. Seppur *contra*, per l'iscrizione in una "*speciale posta di patrimonio netto*" anche del debito di restituzione che partecipi alla sopportazione delle perdite, valorizzando la riconduzione dello strumento finanziario partecipativo all'associazione in partecipazione (il cui apporto tuttavia è comunemente ricondotto contabilmente all'area del passivo reale), v. M. BUSSOLETTI, *L'iscrizione in bilancio, op.cit.*, 35 ss. Analogamente, v. anche B. LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 23, che ammette eccezionalmente l'iscrizione dell'apporto tra le poste del netto "*sub specie di riserva indisponibile*", qualora il diritto al rimborso sia condizionato all'andamento della società. Si tratta peraltro di opinioni che, nel prospettare l'inserimento nel netto di una posta che è da trattarsi come debito, non possono condividersi. Sul punto cfr. A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi, op.cit.*, 243 (nt. 200).

<sup>921</sup> M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni, op.cit.*, 447.

aggregati MREL-TLAC si conformerà a quella adottata nella Seconda Sezione del Capitolo. Il che a dire che ci si concentrerà sui profili di: (a) disponibilità; (b) stabilità; (c) remunerazione e (d) capacità di assorbimento delle perdite della provvista raccolta tramite emissioni di strumenti finanziari partecipativi (*rectius*, della regolamentazione di fonte legale o pattizia sottostante tali emissioni).

#### 4.1. *L'elezione degli strumenti finanziari partecipativi nel CET1.*

La ricostruzione dello strumento finanziario partecipativo come tecnica di provvista di capitale di debito esclude in radice la possibilità di eleggere lo strumento nel CET1.

*Inter alia*, tale soluzione risulta preclusa dalla necessità che lo strumento di CET1: (i) *ex art. 28, paragrafo 1, lett. c, punto (i), CRR*, sia qualificabile come “capitale” ai sensi dell’art. 22 della Direttiva 86/635/CEE e, conseguentemente, i sottoscrittori dello strumento come “azionisti” o “altri conferenti” dell’impresa (per quanto *late* possano essere le nozioni e le qualificazioni in questione, non sembra sistematicamente corretto ritenerle così ampie da esser in grado di abbracciare un apporto assistito da obbligo di restituzione); (ii) *ex art. 28, paragrafo 1, lett. c, punto (ii), CRR*, sia raffigurato contabilmente come “patrimonio netto” – “equity capital”, nella versione inglese del Regolamento – (un apporto acquisito a titolo di debito evidentemente non rappresenta una posta del netto, come si è appena visto *supra* nel Paragrafo 4, né, secondo i principi contabili internazionali, rispetta la nozione di “equity instrument” rinvenibile nello IAS32 – e v. nel Secondo Capitolo la nt. 502); (iii) *ex art. 28, paragrafo 1, lett. h, punto (v), CRR*, non presenti clausole che obblighino l’ente alla remunerazione della provvista (si tornerà sul punto nei prossimi Paragrafi, ma può discutersi se l’ente, anche per quegli strumenti la cui retribuzione in linea di interessi dipenda dalla, e sia condizionata alla, presenza di un’utile, possa *sempre* rifiutarsi di corrispondere tali interessi, anche negli esercizi in cui un’utile sia stato realizzato, e di fatto sottoponendo il pagamento a una condizione sospensiva meramente potestativa, *ex art. 1355 c.c.*, e soprattutto realizzando di fatto una *equiparazione* tra capitale di rischio e di debito), e infine (iv) *ex art. 28, paragrafo 1, lettere j e k, CRR*, attribuisca, in sede liquidatoria e concorsuale, una pretesa *residuale* sul patrimonio dell’ente, di rango *inferiore* a tutte le altre pretese che si puntualizzano sul residuo attivo (per quanto subordinato possa essere uno strumento di debito, esso per definizione gode di preferenza in sede liquidatoria e concorsuale alle pretese dei *residual claimants* dell’impresa azionaria).

#### 4.2. *L'elezione degli strumenti finanziari partecipativi nel AT1.*

Appurato che l’assimilabilità dello strumento finanziario partecipativo all’area concettuale del debito non ne permette l’elezione nel CET1 della S.p.A. bancaria, ci si deve ora chiedere se invece ne sia possibile il computo nella categoria patrimoniale del AT1. Anche in questa ipotesi si presentano



peraltro alcune problematiche, e ciò nonostante si sia più volte rimarcato come la categoria in oggetto non discrimini in linea di principio tra strumenti di *equity* e di *debt*.

(a) *Nulla quaestio* circa la possibilità di modulare il regolamento di emissione dello strumento in termini conformi alle prescrizioni che delineano i profili di disponibilità della provvista e le modalità della raccolta. Valga qui quanto già osservato *supra*, nel Paragrafo 3.4 (che invero a sua volta rimanda al Paragrafo 3.1).

(b) Tra le prescrizioni dell'art. 52 CRR che definiscono i profili di stabilità e permanenza nell'aggregato patrimoniale della provvista raccolta a titolo di AT1, la necessaria *perpetuità* dello strumento di AT1 di cui all'art. 52, paragrafo 1, lett. g, CRR, potrebbe far sorgere dubbi di compatibilità con i *profili tipologici* del debito, laddove si ritenga esuli dall'area concettuale del debito una provvista raccolta *senza* termini di scadenza (*i.e.*, indeterminata). Peraltro, la possibilità di prevedere per i titoli di debito una durata *coincidente* con la durata della società emittente (*i.e.*, con un termine finale di rimborso coincidente con la messa in liquidazione della società) è un approdo su cui ormai vi è unanimità di consensi<sup>922</sup>, motivo per cui non dovrebbero sorgere impedimenti alla possibilità di conformare in tal senso la durata di uno strumento finanziario partecipativo assistito da obbligo di rimborso<sup>923</sup>.

Se inoltre si ammette che lo strumento, qualora assistito da diritti partecipativi-amministrativi nell'organizzazione (e dunque assumendo nominalmente la qualifica di "ibrido finanziario" e v. *supra* Paragrafo 2), non possa essere dotato dei diritti di recesso *ex lege* riconosciuti agli azionisti, allora in questa sede non è neanche destinato a riproporsi l'ormai noto dibattito circa la compatibilità tra le fattispecie legali e codicistiche di recesso e l'art. 52, paragrafo 1, lett. h, CRR.

(c) Problemi di compatibilità parrebbero sorgere con le prescrizioni comunitarie che delineano le caratteristiche della remunerazione degli strumenti di AT1. In particolare, si è sottolineato come<sup>924</sup> la ricostruzione dello strumento finanziario partecipativo come tecnica di provvista di capitale di debito potrebbe non permettere la conformazione dello strumento sia (i) con l'art. 52, paragrafo 1, lett. l, punto (i), CRR, ai sensi del quale le distribuzioni (in questo caso, il pagamento di interessi) verso gli strumenti di AT1 devono essere tratte dagli "elementi distribuibili" dell'ente (ossia da voci e valori di patrimonio netto, come si è visto nel Secondo Capitolo in nt. 513), che (ii) con l'art. 52, paragrafo 1, lett. l, punto (v), CRR, ai sensi del quale lo strumento di AT1 deve riconoscere all'ente *piena*

---

<sup>922</sup> V. già le considerazioni di M. LAMANDINI, *Perpetual notes*, *op.cit.*, 606 ss., oltre a quanto già in nota 542 nel Secondo Capitolo.

<sup>923</sup> E V. N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, *op.cit.*, 316 ss. e in particolare 307 ss., ove si sottolinea come storicamente, le società bancarie sono state interessate da una legislazione che ha validato e ammesso forme di finanziamento *irredimibili*, in cui il momento conclusivo del rapporto (*i.e.*, la scadenza del finanziamento) veniva individuato in occasione della liquidazione della società (ma si tratta di osservazioni già avanzate nel corso del Secondo Capitolo). Cfr. anche C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 199; L. ENRIQUES, *Quartum non datur*, *op.cit.*, 179.

<sup>924</sup> V. C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie*, *op.cit.*, 199 ss.

*discrezionalità* in punto di decisione sulla remunerazione dello strumento (c.d. *full flexibility of payment*).

In effetti, nella misura in cui quanto *sub (i)* identifichi una fattispecie in cui uno strumento assistito da diritto al rimborso presenti una remunerazione che attinga alla quota di, e dunque configurata come forma di prelievo in concorso con i soci del, “utile distribuibile”, questo sarebbe abbastanza, secondo alcune posizioni, per ritenere lo strumento *eccedente* l’area tipologica del debito<sup>925</sup>. Rispetto a quanto *sub (ii)*, osterebbero alla possibilità di riconoscere all’ente piena discrezionalità circa la decisione di riconoscere il pagamento dell’interesse quelle posizioni che, argomentando sulla base dei *confini* tipologici della fattispecie obbligazionaria “partecipante” (art. 2411, II comma, c.c.), in cui la remunerazione risulti indicizzata all’utile di impresa, affermano che tale remunerazione possa essere *parametrata* all’utile e *condizionata* ai risultati dell’impresa, ma non si possa arrivare a riconoscere *ulteriori* margini di discrezionalità all’emittente (in cui ad esempio il rendimento si configuri come condivisione del saldo positivo di gestione spettante ai soci, e allora sottoposto alle rispettive regole organizzative endosocietarie): “*l’accertamento di un utile (o di una perdita), eventualmente al di sopra o al di sotto di determinate soglie individuate nel regolamento di emissione, integra l’evento al cui verificarsi la società deve pagare gli interessi*”<sup>926</sup>. In effetti, potrebbe ulteriormente argomentarsi, riconoscere una discrezionalità di tal fatta finirebbe per *omogeneizzare*, nella sostanza, la remunerazione dello strumento di debito (che pur sempre deve configurarsi come elemento di costo della gestione e come debito per la società, a monte della determinazione dell’utile) alla

---

<sup>925</sup> Sull’estraneità all’area obbligazionaria di strumenti finanziari assistiti da obbligo di rimborso e che assegnino diritti patrimoniali consistenti in una quota degli utili distribuibili, v. P. SPADA, *Provvisa del capitale*, op.cit., 627 ss., e G. FERRI JR, *Fattispecie societaria*, op.cit., 82.

<sup>926</sup> N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, op.cit., 332, e ciò in base alla premessa per cui (p. 279): “*il collegamento con l’andamento economico della società è una modalità di quantificazione della prestazione a carico [della società], ma non esprime una condivisione del profitto tra i soci e i possessori degli strumenti finanziari*” e più specificamente, (p. 331) “*l’esistenza di utili (o di perdite) può incidere astrattamente sulla percezione degli interessi (o del rimborso) secondo due modelli. Gli utili (o le perdite) possono o essere condizione della percezione delle somme, il cui ammontare è determinato fin dall’emissione degli strumenti, oppure costituire la variabile da cui dipende la stessa misura delle somme attese a titolo di interesse o di rimborso. La remunerazione o il rimborso possono quindi essere determinati nel loro ammontare, ma incerti nella loro spettanza, ovvero possono essere incerti nella loro attribuzione perché fin dall’origine variabili nel loro ammontare, e, in entrambi i casi, in funzione dell’accertamento di utili (o di perdite)*”. In termini simili sembrerebbe porsi la ricostruzione di M. TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 464, per cui “*la remunerazione di un investitore (ad es., un associato in partecipazione) può ben essere commisurata, parametrata all’utile; tuttavia il procedimento attraverso il quale si giunge alla qualificazione di tale remunerazione, come è stato osservato, è un mero atto di accertamento dei presupposti dell’insorgere del diritto (di credito), che, appunto, sorge (perfetto) per il semplice verificarsi della fattispecie obiettiva*” e di M. PALMIERI, *La partecipazione alle perdite*, op.cit., 982, il quale, dopo aver ricondotto lo strumento finanziario partecipativo all’area concettuale del debito, sottolinea come “[...] *i portatori degli strumenti finanziari godono – almeno in astratto – del diritto economico alla remunerazione (nelle possibili diverse forme di interesse sul capitale calcolato in percentuale fissa o variabile, in quest’ultimo caso eventualmente collegato a un indice indipendente o connesso all’andamento sociale, quale può essere la partecipazione agli utili conseguiti) sin dal momento dell’emissione*”; in definitiva allora inquadrando la remunerazione dello strumento come un, pur condizionato, *diritto soggettivo*. Cfr. anche A. GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 433, e G. FERRI JR, *Fattispecie societaria*, op.cit., 82.

remunerazione di uno strumento azionario o “para-azionario” (ossia pagabile solo se un utile rimane, dopo che siano stati pagati i debiti e dunque a valle di un risultato già determinato)<sup>927</sup>.

(d) Da ultimo, rispetto ai profili di partecipazione alle perdite, uno strumento finanziario partecipativo rappresentativo di una provvista raccolta a titolo di debito, dovrà presentare (i) meccanismi di *subordinazione* agli eventuali strumenti di Tier 2 (art. 52, paragrafo 1, lett. d, CRR) e, in generale, a tutti gli altri strumenti obbligazionari dell’ente che non risultano eletti nei fondi propri dell’ente (art. 48, paragrafo 7, BRRD) e (ii) meccanismi di *iniziale* postergazione alle perdite correnti rispetto agli strumenti di CET1 (art. 28, paragrafo 1, lett. i, CRR) e successiva esposizione sincronica con questi, all’attivarsi del *trigger* contrattuale (artt. 52, paragrafo 1, lett. n, e 54 CRR).

Rispetto a quanto *sub (ii)*, la postergazione alle perdite rispetto agli strumenti di CET1 dovrebbe essere una naturale conseguenza del rappresentare lo strumento finanziario partecipativo, nella ricostruzione accettata in questa Sezione, uno strumento di debito. La conformazione dei meccanismi di partecipazione alle perdite correnti all’attivarsi del *trigger* non dovrebbe differenziarsi, qualora la partecipazione alle perdite prenda le forme della decurtazione del valore nominale del credito e dei suoi elementi principali, da quella descritta *supra sub (d)* nel Paragrafo 3.4. In questo caso in effetti lo strumento finanziario partecipativo dovrebbe inquadrarsi esattamente nell’art. 2411, III comma, c.c., laddove tanto il rimborso del capitale e la remunerazione (come interessi) vengono parametrati all’andamento economico della società. Peraltro, come si è già avuto modo di osservare più volte, non pare possibile inquadrare l’operazione in parola, qualora il *write-down* non abbia effetti permanenti, come un mero accorgimento contabile, ma la svalutazione dovrà incidere sul contenuto *sostanziale* del diritto attribuito dallo strumento fino al suo *eventuale* “reintegro”<sup>928</sup>.

Anche qualora la partecipazione alle perdite assuma la forma della conversione dello strumento di AT1 in valori di CET1, non paiono sorgere particolari differenze rispetto all’analisi già svolta nel Paragrafo 3.4. In questo caso peraltro, avendo lo strumento per definizione natura obbligazionaria, pare necessario applicare per intero e *de plano* quanto prescritto dall’art. 2420-*bis* c.c. (oltre agli articoli che all’emissione di obbligazioni convertibili in azioni fanno discendere ulteriori conseguenze, quali ad esempio l’art. 2441 c.c.), a meno che non si condividano quelle posizioni che escludono l’applicazione delle norme del codice in questione qualora la conversione si configuri *ab*

---

<sup>927</sup> E sul punto v. N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, op.cit., 347. Cfr. anche M. TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi*, op.cit., 464 s., e G. FERRI JR, *Fattispecie societaria*, op.cit., 82.

<sup>928</sup> E v. N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, op.cit., 359 ss. per l’osservazione per cui l’articolo 2411, III comma, c.c., (p. 361) “*tollera che l’andamento economico della società incida definitivamente sul rimborso degli strumenti in questione, consentendone la decurtazione definitiva dell’ammontare*”, allora ponendosi in termini conformi a quelli imposti dalla regolamentazione prudenziale.

*origine* come “forzosa” e automatica, ossia non frutto della libera e potestativa scelta del portatore dello strumento<sup>929</sup>.

#### 4.3. *L’elezione degli strumenti finanziari partecipativi nel Tier 2.*

La riconducibilità dello strumento finanziario partecipativo all’area concettuale del debito non pare invece presentare problemi con la computabilità di questo nel Tier 2, categoria d’altronde quasi naturalmente preposta a riconoscere l’elezione di strumenti espressivi di capitale di debito. Anzi, il Tier 2 sembrerebbe essere la destinazione naturale in cui eleggere uno strumento finanziario partecipativo di tal fatta.

Nessun problema, come al solito, circa il rispetto delle prescrizioni dell’art. 63 CRR in punto di disponibilità della provvista e modalità della raccolta. Egualmente dicasi per le previsioni che regolano la necessaria permanenza dei fondi nell’aggregato patrimoniale: qui si è visto come la durata minima dello strumento da eleggersi nel Tier 2 non possa essere inferiore ai cinque anni. Problemi potrebbero sorgere al più con l’art. 62, paragrafo 1, lett. *i*, CRR, qualora si ritenga di poter riconoscere allo strumento finanziario partecipativo assistito da obbligo di rimborso e diritti di partecipazione nell’organizzazione anche diritti di recesso del tipo di quelli riconosciuti *ex lege* ai soci, in termini non dissimili da quelli presentatisi nel precedente Paragrafo.

Per quanto riguarda i criteri che toccano il grado di esposizione alle perdite che deve assicurare uno strumento di Tier 2, si è già visto come quest’ultimo debba garantire la subordinazione della pretesa al rimborso del capitale incorporato nello strumento alle analoghe pretese incorporate negli strumenti di passività ammissibili (art. 52, paragrafo 1, lett. *d*, CRR), motivo per cui il regolamento di emissione dello strumento finanziario partecipativo dovrà essere assistito da un’apposita clausola di subordinazione.

#### 4.4. *L’elezione degli strumenti finanziari partecipativi tra gli strumenti di passività ammissibili.*

Così come per la compatibilità di uno strumento finanziario partecipativo con obbligo di rimborso alle classi di discipline del Tier 2, egualmente non sembrano sorgere problemi circa la possibilità di eleggere tale strumento tra le passività ammissibili dell’ente, e dunque valere ai fini del rispetto del requisito TLAC-MREL.

In particolare, per i profili che riguardano la (*a*) disponibilità; (*b*) stabilità; e (*c*) remunerazione della provvista raccolta tramite emissioni di strumenti finanziari partecipativi, valgono le considerazioni

---

<sup>929</sup> E v. *supra*, nt. 914.

già svolte *supra*, nel Paragrafo 3.6 (con l'unica precisazione che, ai fini del rispetto dei termini di durata minima prevista dall'art. 72c CRR, lo strumento finanziario partecipativo non potrà riconoscere un diritto al rimborso della provvista prima dell'anno dalla conclusione dell'operazione di finanziamento).

Infine, per quanto riguarda i profili che riguardano l'esposizione alle perdite dello strumento finanziario partecipativo, il relativo regolamento di emissione dovrà prevedere: (i) la *subordinazione*, ex art. 72b, paragrafo 1, lett. d, CRR, a quelle passività c.d. operative, elencate nell'art. 72a, paragrafo 2, CRR, per cui è vietato il computo tra le passività ammissibili, e (ii) in generale, ex art. 48, paragrafo 7, BRRD, essere *sovra-ordinato* a tutti gli strumenti eletti nei fondi propri (pertanto, qualora risulti già un'emissione di strumenti finanziari partecipativi eletti nel Tier 2, dovrà regolamentarsi il concorso con l'emissione di strumenti finanziari partecipativi da eleggersi tra le passività ammissibili – ma tale necessità è già inclusa nel dettato dell'art. 52, paragrafo 1, lett. d, CRR).



## INDICE DELLE OPERE CITATE

- Aa. Vv., *Dal testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia No. 75*, Roma, 2013.
- Aa. Vv., *L'interesse sociale, tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Milano, 2010.
- Aa. Vv., *L'Unione Bancaria Europea*, Pisa, 2016.
- Aa. Vv., *Principles of financial regulation*, Oxford, 2016.
- ATTI, *Commercial papers*, in *Contratto e impresa*, 1988, 626 ss.
- N. ABRIANI, *Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari*, in *Giust. civ.*, 2016, 365 ss.
- N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in N. Abriani, S. Ambrosini, O. Cagnasso e P. Montalenti, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. 4, Padova, 2010, 231 ss.
- F. ACCETTELLA, *L'accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'UE*, in *BBTC*, 2013, 462 ss.
- V. ACHARYA, *Understanding financial crisis: theory and evidence from the crisis of 2007-08*, disponibile su [www.nyu.edu](http://www.nyu.edu), 2013.
- V. ACHARYA, *Is the International Convergence of Capital Adequacy Regulation Desirable?* in *Journal of Finance*, 2003, 2745 ss.
- V. ACHARYA-I. GUJRAL- N. KULKARNI- H. SHIN, *Dividends and bank capital in the financial crisis of 2007-2009*, in *NBER Working Paper No 16896*, 2011.
- V. ACHARYA-M. RICHARDSON, *Causes of the financial crisis*, in *Critical Review No 21*, 2009, 195 ss.
- V. ACHARYA-O. MERROUCHE, *Precautionary hoarding of liquidity and interbank markets: evidence from the subprime crisis*, in *Review of Finance vol. 17(1)*, 2013, 107 ss.
- V. ACHARYA-P. SCHNABL-G. SUAREZ, *Securitization without risk transfer*, in *Journal of Financial Economics*, 2013, 515 ss.
- D. AIKMAN, *Would macroprudential regulation have prevented the last crisis?* In *Bank of England Working Paper No. 747*, 2018.
- G. AKERLOF-R. SHILLER, *Animal spirits. How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*, Princeton, 2009.
- P. ALESSANDRINI, *Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza*, Bologna, 2015.
- W. ALLEN- G. WOOD, *Defining and achieving financial stability*, in *Journal of financial stability*, 2006, 152 ss.
- F. ALLEN-D. GALE, *financial fragility, liquidity and asset price*, in *Journal of the European Economic Association*, 2004, 1015 ss.

- F. ALLEN-X. GU, *The Interplay between Regulations and Financial Stability*, in *Journal of Financial Services Research*, 2018, 233 ss.
- L. AMORELLO, *Bail-in or bail-out? A survey on the ECB's role of "bank-loss-absorber of last resort"*, in *Dir. comm. Int.*, 2018, 307 ss.
- D. ANDREEVA-P. BOCHMANN-C. COUAILLIER, *Financial market pressure as an impediment to the usability of regulatory capital buffers*, in *ECB Macroprudential Bulletin – issue 11*, 2020.
- C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2016.
- C. ANGELICI, *Introduzione*, in *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2016, 758 ss.
- C. ANGELICI, *le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni, diretto da Colombo e Portale, 1\**, Torino, 2004, 101 ss.
- C. ANGELICI, *Note sul «contrattualismo societario»: a proposito del pensiero di Francesco Denozza*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 191 ss.
- C. ANGELICI, *Profili dell'impresa nel diritto delle società*, in *Riv. soc.*, 2015, 237 ss.
- C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, Milano, 2012.
- C. ANGELICI, *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società, liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 1, Torino, 2006, 5 ss.
- P. ANGELINI-G. GRANDE-F. PANETTA, *The negative feedback loop between banks and sovereigns*, in *Banca d'Italia Occasional Paper (questioni di economia e finanza) No. 213*, 2014.
- F. ANNUNZIATA, *Fostering centralization of EU banking supervision through case-law*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper Series*, 2018.
- F. ANNUNZIATA, *i "postumi" del caso Landesbank vs. BCE*, in *AGE*, 2018, 409 ss.
- F. ANNUNZIATA, *European banking supervision in the age of the ECB. Landeskreditbank baden-wuerttemberg v. ECB*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper Series*, 2018.
- J. ARMOUR-J. GORDON, *Systemic harms and shareholder value*, in *Journal of legal analysis*, 2014, 35 ss.
- B. ARNOLD-C. BORIO-L. ELLIS-F. MOSHIRIAN, *Systemic risk, macroprudential policy frameworks, monitoring financial systems and the evolution of capital adequacy*, in *Journal of Banking & Finance*, 2012, 3125 ss.
- T. ASCARELLI, *Sviluppo storico del diritto commerciale e significato dell'unificazione*, in *Saggi di diritto commerciale*, 1955, 7 ss.
- F. ASCARELLI, *Commercial paper*, in *Digesto Comm.*, III, Torino, 1988, 157 ss.
- T. ASCARELLI, *interesse sociale e interesse comuni dei soci*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1951, 1145 ss.
- T. ASCARELLI, *Le funzioni del diritto speciale e le trasformazioni del diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, 1 ss.
- T. ASCARELLI, *Funzioni economiche e istituti giuridici nella tecnica dell'interpretazione*, in *Saggi giuridici*, Milano, 1949.



- T. ASCARELLI, *L'idea di codice nel diritto privato e la funzione dell'interpretazione*, in *Studi di diritto comparato e in tema di interpretazione*, 1952.
- T. ASCARELLI, *Antigone e Porzia*, in *Riv. int. fil. dir.*, 1955, 756 ss.
- P. ATHANASSIOU, *On the Legal and Economic Treatment of Bank Deposits as Investments: Some Reflections*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2014, 715 ss.
- A. AUDINO, *Art. 2411*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Milano, 2005, 1241 ss.
- S. AVDJIEV-A. KARTASHEVA-B. BOGDANOVA, *CoCos: a primer*, in *BIS Quarterly review*, 2013, 43 ss.
- E. AVGOULEAS-C. GOODHART, *Critical reflections on bank bail-ins*, in *Journal of financial regulation*, 2015, 3 ss.
- A. BAGLIONI, *La rete bucata*, Milano, 2018.
- C. BALTALI-J. TANEGA, *Basel III: Dehybridization of capital*, in *NYU Journal of Law & Business*, 2011, 1 ss.
- C. BARBAGALLO, *Crisi e regolamentazione finanziaria: cambiamenti e prospettive*, intervento al convegno “un decennio di regole finanziarie anticrisi, come la gestione delle banche italiane ha risposto alle domande dell'economia”, 2019.
- C. BARBAGALLO, *Il rapporto tra BCE e autorità nazionali nell'esercizio della vigilanza*, intervento al Convegno “Unione bancaria: istituti, poteri e impatti economici”, 2014.
- V. BARBANTI-P. BENCIVENGA-C. TOMMASI, *I nuovi strumenti di debito chirografari di secondo livello: novità e prospettive*, in *Società*, 2018, 823 ss.
- A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2012.
- S. BATTISTON-J. FARMER-A. FLACHE-D. GARLASCHELLI-A. HALDANE-H. HEESTERBEEK-C. HOMMES-C. JAEGER-R. MAY-M. SCHEFFER, *Complexity theory and financial regulation*, in *Science*, 2016, 818 ss.
- M. BEHN-E. RANCOITA-C. RODRIGUEZ D'ACRI, *Macroprudential capital buffers – objectives and usability*, in *ECB Macroprudential Bulletin – issue 11*, 2020.
- U. BELVISO, *Il significato delle azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 1976, 779 ss.
- P. BENAZZO, *Crisi d'impresa, soluzioni concordate e capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2016, 241 ss.
- L. BENEDETTI, *La posizione dei soci nel risanamento della società in crisi: dal potere di veto al dovere di sacrificarsi (o di sopportare) (Aufopferungs o Duldungspflicht)?*, in *RDS*, 2017, 725 ss.
- B. BERGER-P. HUTTL-S. MERLER, *“Total Assets” versus “Risk Weighted Assets”: does it matter for MREL requirements?*, disponibile su [www.europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu), 2016.
- A. BERGER-R. HERRING-G. SZEGO, *The role of capital in financial institutions*, in *Journal of Banking and Finance*, 1995, 577 ss.
- B. BERNANKE, *Causes of the recent financial and economic crisis*, testimonianza difronte la *Financial Crisis Inquiry Commission*, disponibile su [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov), 2010.

- B. BERNANKE, *Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the great depression*, in *NBER Working Papers*, 1983, 259 ss.
- B. BERNANKE, *Monitoring the financial system*, discorso tenuto alla 49ma Conferenza Annuale in materia di “Bank structure and competition”, Chicago, 2013.
- M. BEVILACQUA-F. CANNATA-S. CARDARELLI-R. CRISTIANO-S. GALLINA-M. PETRONZI, *The evolution of the Pillar 2 framework for banks: some thoughts after the financial crisis*, in *Banca d’Italia – Questioni di Economia e Finanza. Occasional Paper No 494*, 2019.
- V BEVIVINO, *Capitale e struttura finanziaria delle società bancarie europee per azioni*, disponibile su [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it), 2018.
- D. BHOLAT-R. LASTRA-S. MARKOSE-A. MIGLIONICO-K. SEN, *Non-performing loans at the dawn of IFRS 9: regulatory and accounting treatment of asset quality*, in *Journal of Banking Regulation*, 2018, 33 ss.
- B. BILJANOVSKA, *Aligning market discipline and financial stability: a more gradual shift from contingent convertible capital to bail-in measures*, in *European Business Organization Law Review*, 2016, 125 ss.
- J. BINDER, *Proportionality at the resolution stage: calibration of resolution measures and the public interest test*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2017.
- J. BINDER, *Resolution: concepts, requirements and tools*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2014.
- J. BINDER, *Resolution regimes in the financial sector: in need of cross-sectoral regulation?*, in *EBI Working Paper series No 33*, 2019.
- J. BINDER, *The position of creditors under the BRRD*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2016.
- M. BIONE, *Le azioni di risparmio tra mito e realtà*, in *Giur. comm.*, 1975, 164 ss.
- O. BLANCHARD, *the crisis: basic mechanisms, and appropriate policies*, disponibile su [www.imf.org](http://www.imf.org), 2008.
- S. BOATTO, *Strumenti finanziari partecipativi emessi da s.p.a. bancarie: loro computabilità tra i «fondi propri», capacità di assorbimento delle perdite e ordine di esposizione al procedimento di «riduzione o conversione» ai sensi degli artt. 27 e ss. d.lgs. 180/2015*, disponibile su [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it), 2017.
- S. BOATTO, *Brevi note in materia di subordinazione volontaria dei crediti e crisi d’impresa*, in *La ristrutturazione dei debiti civili e commerciali*, a cura di Bonfatti-Falcone, Milano, 2011, 211 ss.
- G. BOCCUZZI, *La risoluzione e le altre procedure di gestione della crisi di banche insolventi*, in *Aa. Vv. Trattato delle procedure concorsuali - Volume V*, Milano, 929 ss.
- G. BOCCUZZI, *Un nuovo framework internazionale di gestione delle crisi bancarie: verso quale modello?*, in *Trattato delle procedure concorsuali, volume V: l’amministrazione straordinaria e la liquidazione coatta amministrativa*, a cura di Ghia Lucio, Piccininni Carlo, Severini Fausto, Torino, 2011.
- G. BOCCUZZI-F. GARRONE, *Il ruolo del capitale nella regolamentazione bancaria e la disciplina degli strumenti innovativi di patrimonializzazione*, in *Aa. Vv. L’innovazione finanziaria*, Milano, 2003, 257 ss.
- P. BOLOGNA-A. MIGLIETTA-A. SEGURA, *Contagion in the CoCos market? A case study of two stress events*, in *Banca d’Italia working papers*, 2018.

- S. BONFATTI, *Strumenti «ibridi» di patrimonializzazione, prestiti subordinati e crisi dell'impresa bancaria*, in *L'innovazione finanziaria*, 2003.
- C. BORIO, *Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation*, in *BIS Working Papers 128*, 2003.
- C. BORIO-M. DREHMANN, *Towards an operational framework for financial stability: "fuzzy" measurement and its consequences*, in *BIS Working papers No 284*, 2009.
- M. BORSUK-K. BUDNIK-M. VOLK, *Buffer use and lending impact*, in *ECB Macprudential Bulletin – issue 11*, 2020.
- C. BRESCIA MORRA, *Strumenti finanziari innovativi e patrimonio di vigilanza delle banche. Legislazione speciale e disciplina societaria*, in *Scritti in onore di Marcello Foschini*, Padova, 2011, 458 ss.
- C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, Bologna, 2016.
- C. BRESCIA MORRA, *La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa*, in *Banca impresa soc.*, 2015, 73 ss.
- C. BRESCIA MORRA, *Nuove regole per la gestione delle crisi bancarie: risparmiatori vs contribuenti*, in *AGE*, 2016, 279 ss.
- C. BRESCIA MORRA, *Gestione delle crisi bancarie e aiuti di Stato. Alla ricerca di un difficile equilibrio*, in *Banca impresa soc.*, 2020, 191 ss.
- J. BRYANT, *A model of reserves, bank runs, and deposit insurance*, in *Journal of Banking & Finance*, 1980, 335 ss.
- M. BUSSOLETTI, *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti dei terzi nei patrimoni destinati)*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, 29 ss.
- A. CAHN-P. KENADJIAN, *Contingent Convertible Securities: from theory to CRDIV*, in *Institute for Law and Finance Working Paper Series No. 143*, 2014.
- V. CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria dell'impresa in crisi*, in *Il diritto dell'impresa in crisi fra contratto, società e procedure concorsuali*, a cura di F. Barachini, Torino, 2014, 2593 ss.
- V. CALANDRA BUONAURA, *L'attività degli intermediari finanziari nella regolamentazione sovranazionale*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale – Rivista online*, 2013.
- V. CALANDRA BUONAURA, *La disciplina del risanamento e della risoluzione delle banche*, in *Riv. Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2017.
- G. CAMPOBASSO, *I prestiti postergati nel diritto italiano*, in *Giur. comm.*, 1983, 121 ss.
- F. CANNATA-M. QUAGLIARIELLO, *The role of Basel II in the subprime financial crisis: guilty or not guilty?*, in *Carefin Working Papers*, 2009.
- I. CAPELLI, *I nuovi strumenti finanziari dopo la riforma del diritto delle società di capitali*, in *Quaderni di ricerca dell'Università degli Studi dell'Insubria. Dipartimento di Economia*, 2004.
- A. CAPIZZI-S. CAPPIELLO, *Prime considerazioni sullo strumento del bail-in: la conversione forzata di debito in capitale*, disponibile su <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it>, 2014.

- O. CAPOLINO, *Art. 2411*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'Alessandro, Padova, 2011, 473 ss.
- S. CAPPIELLO-A. TARANTOLA RONCHI, *La «governance delle banche: vincoli e opportunità*, in AA.VV., *Banche e sistema finanziario. Saggi in onore di Francesco Cesarini*, Bologna, 2009, 30 ss.
- F. CAPRIGLIONE-R. MASERA, *La corporate governance delle banche: per un paradigma diverso*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2016, 296 ss.
- F. CAPRIGLIONE, *La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato*, in *Contr. e Impr.*, 2017, 772 ss.
- F. CAPRIGLIONE, *La governance bancaria tra interessi d'impresa e regole prudenziali (disciplina europea e specificità della normativa italiana)*, in *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni*, Padova, 2015, 92 ss.
- L. CAROTA, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Aa. Vv. I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2004, 1502 ss.
- G. CARRIERO, *Crisi bancarie, tutela del risparmio, rischio sistemico*, in *AGE*, 2016, 369 ss.
- CANNATA-S. CASELLINA-G. GUIDI, *Inside the labyrinth of Basel risk-weighted assets: how not to get lost*, in *Banca d'Italia. Questioni di Economia e Finanza (occasional papers)*, 2012.
- R. CAVALLO BORGIA, *La tipologia degli strumenti finanziari*, in *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, a cura di F. Galgano e G. Visintini, *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia* diretto da Galgano, vol. XLIII, Padova, 2006, 62 ss.
- M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, 2005, in *BBTC*, 51 ss.
- M. CERA, *Il depositante bancario tra processo economico e mercati*, in *AGE*, 2016, 271 ss.
- I. CHIU, *Corporate governance: the missing paradigm in the mandatory bail-in regime for creditors of banks and financial institution* in *Journal of business law*, 2014.
- M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006.
- M. CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella nuova s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società*, *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, 735 ss.
- C. CINCOTTI-F. NIEDDU ARRICA, *Le preferred shares nel diritto italiano: proprietà della società per azioni e strumenti finanziari ibridi*, in *Giur. comm.*, 2003, 675 ss.
- N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012.
- N. CIOCCA, *Depositi e obbligazioni bancari: disciplina privatistica e strumenti contrattuali di tutela*, in *AGE*, 2016, 411 ss.
- S. CLAESSENS-M. KOSE, *Financial Crises: explanations, types and implications*, in *IMF working Papers*, 2013.
- M. CLARICH, *La disciplina del settore bancario in Italia: dalla legge bancaria del 1936 all'Unione bancaria europea*, in *Giur. comm.*, 2019, 32 ss.

- P. CLAROTTI, *Il problema dei mezzi propri esteri nelle direttive europee*, in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, 262 ss.
- J. COFFEE JR., *Bail-ins versus bail-outs: using contingent capital to mitigate systemic risk*, in *Columbia Law & Economics Working Paper No. 380*, 2010, 33 ss.
- G.E. COLOMBO, *Il bilancio e le operazioni sul capitale*, in *Giur. comm.*, 1984, 865 ss.
- G.E. COLOMBO, *Il bilancio di esercizio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 7\*, Torino, 1994, 509 ss.
- C. COSTA, *Le regole di Basilea II tra tutela del capitale delle banche e comportamenti virtuosi delle imprese*, in *Le fonti private del diritto commerciale*, Milano, 2008.
- R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, 2006, 733 ss.
- R. COSTI, *Le trasformazioni dell'ordinamento bancario*, in *Banca impresa soc.*, 2019, 183 ss.
- R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2012.
- A. CROCKETT, *Marrying the Micro- and Macro- prudential dimensions of financial stability*, discorso all'undicesima *International Conference of Banking supervisors*, Basilea, 2000.
- E. CUSA, *Gli strumenti ibridi delle banche*, in *Banca impresa soc.*, 2010, 81 ss.
- R. D'AMBROSIO, *La stabilità finanziaria tra gli obiettivi della legislazione dell'Unione su mercati finanziari, SEVIF e Unione Bancaria*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2017, 1469 ss.
- R. D'AMBROSIO, *Meccanismo di vigilanza unico*, voce in *Enciclopedia del Diritto*, Annali IX, 2016, 589 ss.
- R. D'AMBROSIO, *The ECB and NCA liability within the Single Supervisory Mechanism*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale numero 78*, 2015, 71 ss.
- G. D'ATTORRE, *Gli strumenti finanziari partecipativi nella crisi d'impresa*, in *Dir. fall.*, 2017, 329 ss.
- G. D'ATTORRE, *Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. not.*, 2016, 273 ss.
- F. D'URSO, *Funzione economica e struttura giuridica nell'opera di Tullio Ascarelli*, disponibile su <http://www.i-lex.it>, 2013
- F. DAGNINO, *“Capitale versato” e “strumenti innovativi di capitale” nella disciplina di vigilanza delle banche italiane: il principio di prevalenza della sostanza sulla forma*, in *Banca impresa soc.*, 2009, 421 ss.
- P. DAVIES, *The Fall and Rise of Debt: bank capital regulation after the crisis* in *EBOR*, 2015, 492 ss.
- V. DE STASIO, *A proposito di uno scritto in materia di ristrutturazioni bancarie*, in *BBTC*, 2017, 164 ss.
- R. DE WEIJS, *Too big to fail as a game of chicken with the State: what insolvency law theory has to say about TBTF and vice versa*, in *European Business Organization Law Review*, 2013, 201 ss.
- P. DE BIASI, *note sull'attualità della querelle tra banca-impresa e banca-funzione*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2019, 275 ss.
- V. DE STASIO, *La seconda direttiva europea sul capitale sociale e la deroga nella crisi sistemica bancaria*, in *BBTC*, 2017, 14 ss.
- A. DE ALDISIO, *La gestione delle crisi nell'Unione Bancaria*, in *Banca impresa soc.*, 2015, 397 ss.

- M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981.
- H. DEANGELO-R. STULZ, *Liquid-Claim Production, Risk Management, and Bank Capital Structure: Why High Leverage is Optimal for Banks*, in *NBER Working Papers*, 2013, 1 ss.
- F. DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: “contratto, impresa e società” nel pensiero di Carlo Angelici*, in *Giur. comm.*, 2013, 480 ss.
- F. DENOZZA, *Logica dello scambio e “contrattualità”: la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, 5 ss.
- F. DENOZZA, *Verso il tramonto dell’“interesse sociale”?* in *La dialettica degli interessi nella disciplina della società per azioni*, Napoli, 2011, 77 ss.
- L. DESIDERIO-P. ZAMBONI, *Brevi note sui prestiti subordinati*, in *Aa. Vv., Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, a cura di G.B. PORTALE, Milano, 1983, 567 ss.
- J. DEVRIESE–M. DEWATRIPONT–D. HEREMEANS–G. NGUYEN, *Corporate governance, regulation and supervision of banks*, in *Financial Stability Review*, 2004, 95 ss.
- A. DI CLEMENTE, *Rischio sistemico e intermediari bancari*, in *Stabilità finanziaria e rischio sistemico*, 2016, 45 ss.
- L. DI BRINA, *Il Bail-in (l’influenza del diritto europeo sulle crisi bancarie e sul mercato del credito)*, disponibile su <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it>, 2016.
- F. DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2011.
- D. DIAMOND- R. RAJAN, *Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking*, in *Journal of Political Economy*, 2001, 287 ss.
- D. DIAMOND-P. DYBVIIG, *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, in *The Journal of Political Economy*, 1983, 401 ss.
- I. DONATI, *L’incerto bilanciamento dei diritti degli azionisti e dei creditori nella capitalizzazione forzata dei crediti (nota a Corte di Giustizia UE, Grande Sezione, 19 luglio 2016, 20 settembre 2016 e 8 novembre 2016)*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, 1104 ss.
- I. DONATI, *La crisi delle società di capitali al tempo del bail-in*, disponibile su <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it>, 2016.
- J. DONATI, *La ricapitalizzazione interna delle banche mediante bail-in*, in *AGE*, 2016, 597 ss.
- L. DONATO, *La specialità della società bancaria ai tempi della Banking Union*, in *Riv. dir. imp.*, 2017, 113 ss.
- I. DRUMOND, *Bank capital requirements, business cycle fluctuations and the Basel accords: a synthesis*, in *Journal of Economic Surveys*, 2009, 798 ss.
- F. EASTERBOOK D. FISCHER, *The economic structure of corporate law*, Harvard, 1996
- L. ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di «strumenti finanziari partecipativi» in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *BBTC*, 2005, 166 ss.
- E. FERRAN, *European Banking Union: imperfect, but it can work*, in *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 30/2014*, 2014.

- G. FERRARINI, *Understanding the role of corporate governance in financial institutions: A research agenda*, in *ECGI Law Working Paper*, 2017, 5 ss.
- C. FERREIRA-N. JENKINSON-C. WILSON, *From Basel I to Basel III: sequencing implementation in developing economies*, in *IMF Working Papers*, 2019.
- G. FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Atti del convegno di Cassino, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004, 67 ss.
- G. FERRI JR, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001.
- G. FERRI JR, *Il sistema e le regole del patrimonio netto*, in *RDS*, 2010, 26 ss.
- G. FERRI JR, *La posizione dei soci di società bancaria*, in *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, in *Dir. Banc. Merc. Fin.*, 2016, 757 ss.
- G. FERRI JR, *Situazioni giuridiche soggettive e disciplina societaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 393 ss.
- G. FERRI JR, *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, 741 ss.
- G. FERRI JR, *Il ruolo dei soci nella ristrutturazione finanziaria dell'impresa alla luce di una recente proposta di Direttiva europea*, in *Dir. fall.*, 2018, 531 ss.
- G. FERRI JR, *La struttura finanziaria della società in crisi*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 477 ss.
- G. FERRI JR, *Ristrutturazioni societarie e competenze organizzative*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 233 ss.
- P. FERRO LUZZI, *Lezioni di diritto bancario. Vol. 1: Parte generale*, Torino, 2012.
- P. FERRO LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1975.
- P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, 673 ss.
- P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, in AA.VV. *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 231 ss.
- P. FERRO-LUZZI, *I “versamenti in conto capitale”*, in *Giur. comm.*, 1981, 896 ss.
- G. FESTA FERRANTE, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. not.*, 2008, 1239 ss.
- G. FIGÀ TALAMANCA, *Bilanci e organizzazione dei poteri dispositivi sul patrimonio sociale*, Milano, 1997.
- F. FORTUNA, *Effetti di Basilea 2 sull'economia di banche e imprese*, Milano, 2005.
- S. FORTUNATO, *Capitale e bilanci nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 1991, 125 ss.
- X FREIXAS-J. ROCHET, *Microeconomics of Banking*, Cambridge, 2008.
- M. FRIEDMAN-A. SCHWARTZ, *A monetary history of the United States, 1867-1960*, Princeton, 1963.
- C. FRIGENI, *Le S.p.A. bancarie dopo Basilea III. Struttura patrimoniale e finanziaria*, Milano 2013.
- C. FRIGENI, *Natura e funzione del «capitale» delle banche nella nuova regolamentazione*, in *Banca impresa soc.*, 2015, 53 ss.
- C. FRIGENI, *Prime considerazioni sulla normativa bancaria in materia di “organo con funzioni di supervisione strategica”* in *Aa. Vv. Il governo delle banche*, Milano, 2015.
- E. GALANTI, *La nuova normativa comunitaria in materia di fondi propri degli enti creditizi*, in *BBTC*, 1990, 433 ss.



- G. GALATI-R. MOESSNER, *Macroprudential policy – a literature review*, in *BIS Working Papers Series*, 2011.
- D. GALLETTI, “Elasticità” della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie, in *BBTC*, 1997, 239 ss.
- A. GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2002, 641 ss.
- P. GARBER, *Famous first bubbles: the fundamentals of early manias*, Cambridge, 2000.
- A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in *BBTC*, 2015, 587 ss.
- T. GEITHER, *Liquidity and financial markets*, in *BIS Review no. 19*, 2007.
- P. GEORG-C. MINOIU, *Seven questions on financial interconnectedness*, in *IMF research bulletin*, 2014.
- E. GEORGE, *Are banks still special?*, in *Bank of England quarterly bulletin*, 1997, 113 ss.
- A. GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in *Giur. comm.*, 2011, 412 ss.
- M. GIANNANTONIO-C. MUTTI, *I crediti deteriorate fra la prospettiva regolamentare e contabile: un'evidenza empirica*, in *Riv. dott. comm.*, 2018, 443 ss.
- G. GIANNELLI, *Gli accordi di Basilea 2 tra soft law e autonomia organizzativa delle banche*, in *Aa. Vv. Le fonti private del diritto commerciale*, Milano, 2008, 219 ss.
- G. GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 163 ss.
- A. GINEVRI, *Le azioni di risparmio (quarant'anni dopo)*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2015, 23 ss.
- S. GLEESON, *Legal aspects of bank bail-ins*, disponibile su <http://www.lse.ac.uk>, 2012.
- F. GOMEZ-Q. VO, *Liquidity management, fire sale and liquidity crises in banking: the role of leverage*, in *Bank of England Staff Working Paper No. 894*, 2020, 1 ss.
- C. GOODHART-E. AVGOULEAS, *A critical evaluation of bail-ins as bank recapitalization mechanisms*, in *Centre for Economic Policy Research Discussion Paper*, 2014.
- N. GOODMAN, *Fact, fiction, and forecast*. Cambridge, 1955.
- G. GORTON, *Banking panics and business cycles*, in *Oxford Economic Paper*, 1988, 751 ss.
- G. GORTON–A. METRICK, *Securitized banking and the run on repo*, in *NBER Working Paper No. 15223*, 2009.
- F. GUERRERA-M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di “riorganizzazione”*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 60 ss.
- G. GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e governance nelle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, 241 ss.
- C. HADJEMMANUIL, *Bank stakeholders' mandatory contribution to resolution financing: principle and ambiguities of bail-in*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2016.



- M. HAENTJENS, *National Insolvency Law in International bank Insolvencies*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2014
- M. HAENTJENS-B. WESSELS, *Three paradigm shifts in recent bank insolvency law*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2016, 396 ss.
- J. HAIDT, *The righteous mind. Why good people are divided by politics and religion*, Londra, 2013.
- A. HALDANE-V. MADOUROS, *The dog and the frisbee*, relazione per il convegno annuale della *Federal Reserve Bank of Kansas City*, disponibile su <https://www.bis.org/>, 2012.
- S. HANSON-A. KASHYAP-J.C. STEIN, *A macroprudential approach to financial regulation*, in *Journal of economic perspectives*, 2011.
- M. HELLWIG, *Systemic risk, macro-shocks*, disponibile su [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu). 2018.
- M. HELLWIG, *Systemic risk in the financial sector: an analysis of the sub-prime mortgage financial crisis*, in *Max Plank Institute Collective Goods Preprint*, 2008.
- B. HOLMSTROM, *Understanding the role of debt in the financial system*, in *BIS Working Papers No 479*, 2015.
- K.J. HOPT, *Better governance of financial institutions*, in *ECGI Working Papers Paper Series*, 2013.
- E. HUPKES, *Insolvency – why a special regime for banks*, disponibile su [www.imf.org](http://www.imf.org), 2002.
- E. HUPKES, *Special bank resolution and shareholders' rights: balancing competing interests*, in *Journal of financial regulation and compliance*, 2009, 277 ss.
- A. HUSER, *Too Interconnected to Fail: A Survey of the Interbank Networks Literature*, in *SAFE Working Paper Series*, 2015.
- F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, Napoli, 2017.
- B. INZITARI, *BRRD, bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. 180/2015)*, in *Dir. banc.*, 2016, 55 ss.
- N. IRTI, *L'età della decodificazione*, Milano, 1979.
- P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964.
- P.G. JAEGER, *Par condicio creditorum*, in *Giur. comm.*, 1984, 104 ss.
- L. JANSSEN, *Bail-In from an Insolvency Law Perspective*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2017.
- M. JENSEN-W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 305 ss.
- B. JOOSEN, *Regulatory capital requirements and bail-in mechanisms*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2015.
- B. JOOSEN, *Bail in mechanisms in the bank recovery and resolution directive*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2014.
- M. KACPERCZYK, *When safe proved risky: commercial paper during the financial crisis of 2007 – 2009*, in *NBER Working Paper No. 15538*, 2009.
- D. KAHNEMAN, *Thinking fast and slow*, Londra, 2011.
- A. KASHYAP-R. RAJAN-J. STEIN, *Banks as liquidity providers: an explanation for the coexistence of lending and deposit-taking*, in *The Journal of Finance*, 2002, 33 ss.

- G. KAUFMAN, *Bank failures, systemic risk, and bank regulation*, in *Working Papers Series. Issues in Financial Regulation. Research Department Federal Reserve Bank of Chicago*, 1996.
- S. KILAPAKKAM-N. KLEFTOURI, *The “bail-in” clause: purpose, effects and potential treatment in the UK after Brexit*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2019, 3 ss.
- E. KONIG, *Real defragmentation of the Banking Union: the way forward*, disponibile su [www.srb.europa.eu](http://www.srb.europa.eu), 2019.
- D. LA LICATA, *La struttura finanziaria della società bancaria: patrimonio, patrimonio netto, patrimonio di vigilanza*, Torino, 2008.
- M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nell’emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *BBTC*, 2003, 520 ss.
- M. LAMANDINI, *Governance dell’impresa bancaria: un (piccolo) interrogativo sulle prospettive evolutive*, in Aa. Vv. *Il governo delle banche*, Milano, 2015, 107 ss.
- M. LAMANDINI, *Il diritto bancario dell’Unione*, in *BBTC*, 2015, 423 ss.
- M. LAMANDINI, *Perpetual notes e titoli obbligazionari a lunga o lunghissima scadenza*, in *BBTC*, 1991, 606 ss.
- M. LAMANDINI, *Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità nella partecipazione alle perdite in Società*, 2016, 978 ss.
- M. LAMANDINI, *Commento ai nuovi orientamenti su strumenti finanziari partecipativi irredimibili e incidenza delle perdite. Consiglio notarile di Milano novembre 2017 – Massima n. 164*, in *Società*, 2018, 469 ss.
- M. LAMANDINI-D. MUNOZ-J. ALVAREZ, *depicting the limits to the SSM’s supervisory powers: the role of constitutional mandates and of fundamental rights’ protection*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale numero 79*, 2015.
- M. LAMANDINI-D. MUNOZ, *Minimum requirement for own capital and eligible liabilities (MREL)*, disponibile su [www.lamandini.org](http://www.lamandini.org), 2016.
- M. LAMANDINI-R. D’AMBROSIO, *la “prima volta” del Tribunale dell’Unione europea in materia di Meccanismo di Vigilanza Unico*, in *Giur. Comm.*, 2017, 594 ss.
- S. LAVIOLA-G. LOIACONO-P. SANTELLA, *Il nuovo regime europeo di risoluzione delle crisi bancarie: un’analisi comparata dell’applicazione del bail-in*, in *Bancaria*, 2015, 46 ss.
- V. LE LESLÈ -S. AVRAMOVA, *Revisiting Risk-Weighted Assets*, in *IMF Working Paper*, 2012.
- M. LEHMANN, *Why soft law dominates international finance and not trade in International law in financial regulation and monetary affairs*, Oxford, 2012, 98 ss.
- R. LENER, *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *BBTC*, 2016, 287 ss.
- R. LENER, *Profili problematici del bail-in*, intervento al convegno “La gestione delle crisi bancarie e l’assicurazione dei depositi nel quadro dell’unione bancaria europea”, organizzato da FITD, 2016.
- M. LIBERTINI, *Interventi: L’uso alternativo delle procedure concorsuali*, in *Giur. comm.*, 1979, 296 ss.

- B. LIBONATI, *Contratto bancario e attività bancaria*, Milano, 1965.
- B. LIBONATI, *I “nuovi” strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, 7 ss.
- C. LIMATOLA, *Strumenti finanziari “ibridi” e risanamento dell’impresa*, in *BBTC*, 2019, 230 ss.
- Z. LIU-S. QUIET-B. ROTH, *Banking sector interconnectedness: what is it, how can we measure it and why does it matter?* in *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2015.
- M. LIVA, *Apporti in conto capitale, a fondo perduto e a copertura perdite*, disponibile su [www.ilsocietario.it](http://www.ilsocietario.it), 2018.
- S. LONGHOFER-C. CARLSTROM, *Absolute priority rule violations in bankruptcy*, in *Economic Review*, 1995, 21 ss.
- M. LUBERTI, *Secondo e Terzo Pilastro dell’Accordo di Basilea: un’opportunità di cambiamento per il sistema di vigilanza bancaria in Italia*, in *Banca impresa soc.*, 2007, 259 ss.
- J. MACEY-G. MILLER, *Double liability of bank shareholders: history and implications*, in *Wake Forest law review*, 1992, 31 ss.
- J. MACEY-M. O’HARA, *Bank corporate governance: a proposal for the post-crisis world*, in *FRBNY Economic policy review*, 2016, 87 ss.
- R. MACEY-M. O’HARA, *The corporate governance of banks*, in *FRBNY Economic Policy Review*, 2013
- N. MARAGOPOULOS, *Minimum requirements for own funds and eligible liabilities (MREL): a comprehensive analysis of the new prudential requirement for credit institutions*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2016.
- P. MARCHETTI, *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *BBTC*, 1994, 485 ss.
- C. MARCHETTI, *La Nexus of contracts theory*, Milano, 2000.
- M. MARINIC-R. VLAHU, *The economic perspective of bank bankruptcy law*, in *DNB Working Paper*; 2011, 1 ss.
- E. MARTINO, *Law & Economics of Banks Corporate Governance in the Bail-In Era*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2018.
- A. MARTIN-OLIVER, *The leveraging process of bank capital during the pre-crisis period*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2012.
- R. MASERA, *CRR/CRD IV: the trees and the forest*, in *PSL Quarterly Review No. 271*, 2014.
- R. MASERA, *Verso Basilea 4: le criticità per le banche e l’economia*, in *Bancaria*, 2016, 2 ss.
- M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010.
- S. McPHILEMY-R. VAUGHAN, *The levels of application of prudential requirements: a comparative perspective*, in *Bank of England Staff Working Papers*, 2016.
- A. MELIS-K. WEISSENBERG, *EU banks’ journey towards an enhanced capital framework*, in *EBA Staff Paper Series*, 2019.
- S. MERLER, *Bank liquidation in the European Union: clarification needed*, disponibile su [www.brueger.org](http://www.brueger.org), 2017.

- C. MERTON–Z. BODIE, *A conceptual framework for analyzing the financial system*, *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Cambridge, 1995.
- F. MERUSI, art. 47, voce in *Commentario della Costituzione*, Roma, 1980, 153 ss.
- F. METELLI, *Basilea 2. Che cosa cambia*, Milano, 2003.
- A. MIGNOLI, *l'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958, 725 ss.
- G. MIGNONE, *Gli strumenti finanziari di cui al 6° comma dell'art. 2346*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2009, 302 ss.
- G. MIGNONE, *Strumenti finanziari partecipativi del genere "mezzanino": se sei riserva, non puoi fare il capita...le*, in *BBTC*, 2017, 491 ss.
- H. MINSKY, *The financial instability hypothesis*, in *The Jerome Levy Economics Institute Working paper No. 74*, 1992.
- M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 1\*\*\*, Torino, 2004, 568 ss.
- M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, 433 ss.
- A. MIRONE, *Temi e problemi in materia di governo societario delle banche*, in *Banca impresa soc.*, 2017, 3 ss.
- E. MONTANARO-M. TONVERONACHI, *Il secondo pilastro di Basilea 2. Prove di stress per le banche o per la vigilanza?*, in *Banca impresa soc.*, 2009, 73 ss.
- A. NIGRO, *Considerazioni conclusive*, in *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2016, 835 ss.
- A. NIGRO, *La società per azioni nelle procedure concorsuali*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1993, 209 ss.
- A. NIGRO, *Il "diritto societario della crisi": nuovi orizzonti?*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, 1207 ss.
- K. NIKOLAU, *Liquidity (risk) concepts: definitions and interactions*, in *ECB Working Paper No. 1008*, 2009, 1 ss.
- R. NOBILI-M.S. SPOLIDORO, *La riduzione del capitale per perdite*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 6\*, Torino, 1993, 285 ss.
- M. NOTARI, *Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese*, in *Riv. soc.*, 2018, 1134 ss.
- M. NOTARI, Sub art. 145, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della finanza. D.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58. Commentario*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, 1531 ss.
- M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003, 51 ss.
- M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *BBTC*, 2003, 542 ss.

- M. NOTARI-A. GIANNELLI, *Sub art. 2346*, comma 6, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, *Azioni*, a cura di M. Notari, Milano, 2008, 53 ss.
- G. NUZZO, *L'abuso del diritto di voto nel concordato preventivo. Interessi protetti e regole di correttezza*, Roma, 2018.
- S. OKEDARA, *Basel accords and international financial regulation: the journey so far*, disponibile su [www.icr.stakescapital.com](http://www.icr.stakescapital.com), 2011.
- M. ONADO, *La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori*, in *Banca impresa soc.*, 2009, 5 ss.
- M. ONADO, *Aspetti economici e tecnici del capitale proprio delle banche*, in *Aa. Vv. Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, 78 ss.
- M. ONZA, “partecipare”: significati e ipotesi nel diritto delle società azionarie” (note preliminari sulla “partecipazione del non socio”), in *Riv. dir. comm.*, 2018, 113 ss.
- M. ONZA, *Il bail-in: tra esercizio di potere e “proprietà” dell’impresa*, relazione tenuta presso l’Università degli Studi di Macerata al convegno “Verso un nuovo diritto della crisi di impresa e dell’insolvenza”, 2016.
- M. ONZA, *L’apporto d’opera e di servizi nelle società di capitali. Struttura e funzioni*, Padova, 2009.
- M. ONZA-L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *BBTC*, 2009, 567 ss.
- T. PADOA-SCHIOPPA, *Central banks and financial stability: exploring the land in between*, in *The transmission of the European Financial System*, Francoforte, 2003, 269 ss.
- M. PALMIERI, *La partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari ex art. 2346 6 co. convertendi in azioni*, in *Società*, 2016, 981 ss.
- M. PANTALEONI, *Scritti vari di economia*, Roma, 1910.
- M.L. PASSADOR, *Appunti sulla nuova nozione di controllo. Tra principi IAS/IFRS e diritto societario*, in *RDS*, 2016, 201 ss.
- T. PELTONEN-M. RANCAN-P. SARLIN, *Interconnectedness of the banking sector as a vulnerability to crises*, in *ECB Working paper series No 1866*, 2015.
- A. PERONA-S. SEPE, *cartolarizzazione: riflessioni critiche e crisi finanziaria*, in *Aa. Vv. I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2004, 1471 ss.
- M. PERRINO, *Il diritto societario della crisi delle imprese bancarie nella prospettiva europea: un quadro d’insieme*, in *Aa. Vv. L’Unione Bancaria Europea*, Pisa, 2016, 355 ss.
- A. PERSAUD, *Why bail-in securities are fool’s good*, disponibile su <https://papers.ssrn.com>, 2014.
- V. PINTO, *Concordato preventivo e organizzazione sociale*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, 725 ss.
- A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1268 ss.
- L. PITT-A. HIDLIAN-S. LAWSON, *Contingent capital Possibilities, problems and opportunities*, disponibile su <https://www.goldmansachs.com/>, 2011.
- K. POPPER, *Logic of scientific discovery*, Londra, 2002.
- G.B. PORTALE, *Finanziamento dell’impresa bancaria e raccolta del risparmio (ricordo di Gian Franco Campobasso)*, in *BBTC*, 2004, 421 ss.

- G.B. PORTALE, *La ricapitalizzazione delle aziende di credito (problemi e ipotesi)*, in Aa. Vv., *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, a cura di G.B. PORTALE, Milano, 1983, 16 ss.
- G.B. PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, 60 ss.
- G.B. PORTALE, «*Prestiti subordinati*» e «*prestiti irredimibili*» (appunti), in *BBTC*, 1996, 1 ss.
- G.B. PORTALE, *Dalla “pietra del vituperio” al “bail-in”*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, 21 ss.
- G.B. PORTALE, *Tra “deregulation” e crisi del diritto azionario*, in *La riforma delle società quotate*, a cura di F. Bonelli, V. Buonocore, F. Corsi, R. Costi, P. Ferro-Luzzi, A. Gambino, P.G. Jaeger e A. Patroni Griffi, Milano, 1998, 374 ss.
- G.B. PORTALE, *Appunti in tema di “versamenti in conto futuri aumenti di capitale” eseguiti da un solo socio*, in *BBTC*, 1995, 95 ss.
- M. PORZIO, *La sana e prudente gestione*, in *Studi per Franco Di Sabato*, Napoli, 2009.
- A. POSTIGLIONE, *Sull’obbligo di apporto del quasi capitale*, in *Società*, 2018, 606 ss.
- Z. POZSNAR-T. ADRIAN-A. ASHCRAFT, *Shadow Banking*, in *FRBY Economic Policy review*, 2013, 1 ss.
- G. PRESTI, *Il Bail-in*, in *Banca impresa soc.*, 2015, 339 ss.
- F. RAGNO, *Versamenti in conto capitale, versamenti in conto futuro aumento di capitale e prestiti subordinati effettuati dai soci di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2000, 776 ss.
- R. REPULLO-J. SUAREZ, *The procyclical effects of bank capital regulation*, disponibile su [www.cemfi.es](http://www.cemfi.es), 2013.
- G. RESCIO, *Operazioni sul capitale, utilizzo delle riserve e strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2018, 1238 ss.
- A. RESTI, *Banks’ internal rating models – time for a change? The “system of floors” as proposed by the Basel Committee*, studio preparato per il Parlamento Europeo, 2016.
- A. RESTI, *Review of the 2017 SREP results*, disponibile su [www.europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu), 2018, 6 ss.
- A. RESTI-A. SIRONI, *La crisi finanziaria e Basilea 3*, in *Rischio e valore nelle banche. Misura, regolamentazione e gestione*, disponibile su [www.egeaonline.it](http://www.egeaonline.it), 2008.
- F. RESTOY-R. VRBASKI-R. WALTERS, *Bank failure management in the European banking union: what’s wrong and how to fix it*, in *Financial Stability Institute Occasional Paper No 15*, 2020, 1 ss.
- J. RICHARDON-M. STEPHENSON, *Some aspects of regulatory capital*, in *FSA Occasional Paper Series*, 2000.
- M. RICHTER, *A proposito di bank government, corporate governance e Single Supervisory Mechanism governance*, in *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2016, 772 ss.
- G. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, Milano, 1982.
- A. ROMANO-L. ENRIQUES- J. MACEY, *Extended shareholder liability for systemically important financial institutions*, in *European Banking Institute Working Paper Series – no. 52*, 2019.



- E. RULLI, *Contributo allo studio della disciplina della risoluzione bancaria. L'armonizzazione europea del diritto delle crisi bancarie*, Torino, 2017.
- E. RULLI, *Dal salvataggio pubblico alla risoluzione bancaria: rapporti con i principi della concorsualità e prime esperienze applicative*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2015, 285 ss.
- E. RULLI-P. BAUDINO-A. GAGLIANO-R. WALTERS, *How to manage failures of non-systemic banks? A review of country practices*, in *Financial Stability Institute Insights on policy implementation*, 2018.
- R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, in *Giur. comm.*, 2014, 304 ss.
- A. SACCO GINEVRI, *Il gruppo bancario nella Direttiva BRRD*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2017, 418 ss.
- A. SACCO GINEVRI, *Il problema dell'interesse sociale nelle banche*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2017, 1550 ss.
- N. SALANITRO, *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *BBTC*, 2004, 283 ss.
- C. SANDEI, *Il bail-in tra diritto dell'insolvenza e diritto dell'impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 2017, 880 ss.
- G. SANDRELLI, *Sub art. 2446*, in M. VENTORUZZO-G. SANDRELLI, *Riduzione del capitale sociale-Artt. 2445-2447*, in *il Codice Civile. Commentario*, fondato da Schlesinger, diretto da F.D. Busnelli, Milano, 2013.
- G. SANTONI, *La disciplina del bail-in, lo stato di dissesto e la dichiarazione dello stato di insolvenza*, in *AGE*, 2016, 517 ss.
- A. SANTONI, *Gli azionisti e i detentori di strumenti di capitale nella proposta di Direttiva in materia di crisi d'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 335 ss.
- V. SANTORO, *Prevenzione e "risoluzione" delle crisi bancarie*, disponibile su [www.regolazionedeimercati.it](http://www.regolazionedeimercati.it), 2016.
- A. SANTOS JOAO, *Bank capital regulation in contemporary banking theory: a review of the literature*, in *BIS Working Paper No 90*, 2005.
- P. SARACENO, *La gestione della banca di credito ordinario*, Milano, 1948.
- F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della "sana e prudente gestione"*, in *BBTC*, 2017, 681 ss.
- D. SCHOENMAKER-P. WIERTS, *Macroprudential supervision: from theory to policy*, in *ESRB Working Papers Series*, 2016.
- S. SCHWARCZ, *Systemic risk*, in *The Georgetown law journal*, 2008, 193 ss.
- S. SCHWARCZ, *Rethinking corporate governance for a bondholder financed, systemically risky world*, in *William & Mary Law review*, 2017, 1363 ss.
- L. SCIPIONE, *L'affaire "popolari venete" e il modello italico di gestione delle crisi bancarie. Ricadute applicative e profili di incoerenza sistemica*, in *Dir. fall.*, 2018, 569 ss.
- M. SCIUTO-P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 1\*, Torino, 2004, 4 ss.
- G. SCOGNAMIGLIO, *Tutela del socio e ragioni dell'impresa nel pensiero di Oppo*, in *BBTC*, 2012, 1 ss.

- H. SCOTT, *Reducing systemic risk through the reform of capital regulation*, in *Journal of International Economic Law*, 2010, 763 ss.
- M. SEPE, *Sub art. 145*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria, Commentario*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 761 ss.
- J. SHENKER-A. COLLETTA, *Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers*, in *Texas Law Review*, 1991, 1369 ss.
- R. SHILLER, *Irrational exuberance*, Princeton, 2000.
- B. SHORT, *Capital requirements for commercial banks: a survey of the issues*, in *Staff paper – International Monetary Fund*, 1978, 528 ss.
- H. SIMON, *Models of man. Social and rational. Mathematical essays on rational human behavior in a social setting*, New Jersey, 1957.
- E. SORCI, *Contributo alla ricostruzione della fattispecie “strumenti finanziari partecipativi” (uno nessuno centomila)*, in *BBTC*, 2009, 403 ss.
- S. SORRENTINO, *Basilea III e contingent capital: occasione mancata o falsa panacea?*, in *Banca impresa soc.*, 2012, 25 ss.
- P. SPADA, *Un numero che detta regole – ovvero il ruolo del capitale sociale nel diritto azionario italiano*, in *Riv. not.*, 2014, 437 ss.
- P. SPADA, *Obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari non partecipativi (impresa-corporation e provvista del capitale di credito)*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, 259 ss.
- P. SPADA, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *BBTC*, 2009, 621 ss.
- P. SPADA, *La provvista finanziaria tra destinazione ed attribuzione*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e Persistenze. Studi in Onore di Giuseppe Zanarone*, Torino, 2011.
- P. SPADA, *Le azioni di risparmio*, in *Primo commento alla legge 7 giugno 1974, n. 216*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, 585 ss.
- M.S. SPOLIDORO, voce *Capitale sociale*, in *Enc. dir.*, IV aggiornamento, Milano, 200 ss.
- M.S. SPOLIDORO, *Riserve targate*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, 1346 ss.
- M.S. SPOLIDORO, *Apologia delle riserve targate e degli accordi di targatura delle riserve*, in *BBTC*, 2017, 1 ss.
- A. STAGNO D'ALCONTRES, *Sub art. 2346*, in *Aa. Vv. Società di capitali*, a cura di G. Niccolini-A. Stagno D'Alcontres, 263 ss.
- L. STANGHELLINI, *Risoluzione, bail-in e liquidazione coatta: il processo decisionale*, in *AGE*, 2016, 567 ss.
- L. STANGHELLINI, *Tutela dell'impresa bancaria e tutela dei risparmiatori*, in *Banca impresa soc.*, 2018, 1120 ss.
- L. STANGHELLINI, *La gestione delle crisi bancarie. La tradizione italiana e le nuove regole europee*, in *Ricerche Giuridiche*, 2015, 315 ss.



- L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, Roma, 2014, 149 ss.
- L. STANGHELLINI, *La struttura finanziaria della società per azioni al tempo della grande crisi*, in G. CARCANO-C. MOSCA-M. VENTORUZZO (a cura di), *Regole del mercato e mercato delle regole - Il diritto societario e il ruolo del legislatore. Atti del convegno Internazionale di studi. Venezia 13-14 novembre 2015*, Milano, 2016, 257 ss.
- L. STANGHELLINI, *Sub art. 2446*, in *Le società per azioni, Commentario*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, a cura di M. Campobasso, V. Cariello, U. Tombari, Milano, 2016, 2718 ss.
- P. STRAHAN, *Liquidity production in 21st century banking*, in *NBER Working paper series*, 2008, 1 ss.
- M. SEPE, *supervisione bancaria e risoluzione delle crisi: separatezza e contiguità*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2018, 302 ss.
- N. TALEB, *Antifragility: things that gain from disorder*, Londra, 2012.
- N. TALEB, *Skin in the game*, Londra, 2018.
- N. TALEB, *The black swan*, New York, 2007.
- N. TALEB-E. CANETTI-T. KINDA- E. LOUKOIANOVA-C. SCHMIEDER, *A new heuristic measure of fragility and tail risks: application to stress testing*, in *IMF Working papers*, 2012.
- M. TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?*, in *Giur. comm.*, 2007, 457 ss.
- G. TERRANOVA, *Diritti soggettivi senza sovranità (a proposito di bail-in, cram-down e altro)*, in *Dir. fall.*, 2018, 491 ss.
- R. TETI, *Il rapporto partecipativo fra passato e presente: riflessioni a margine di un libro recente*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, 1125 ss.
- P.E. TETLOCK, *Expert political judgement. How good is it? How can we know?*, Princeton, 2005.
- P.E. TETLOCK-A. BELKIN, *Counterfactual thought experiments in world politics: logical, methodological, and psychological perspectives*, Princeton, 1996.
- M. THIEMANN-M. ALDEGWY-E. IBROCEVIC, *Understanding the shift from micro- to macro-prudential thinking: a discursive analysis*, in *SAFE Working paper no. 136*, 2016.
- C. THOLE, *Bank crisis management and resolution*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2014.
- U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1082 ss.
- U. TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 1138 ss.
- T. TROGER, *Regulatory influence on market conditions in the Banking Union. The case of macroprudential instruments and the bail-in tool*, in *SAFE Working paper No. 109*, 2015.
- T. TROGER, *Why MREL won't help much*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2017.
- D. VALIANTE, *Harmonising insolvency laws in the Euro area: rationale, stocktaking and challenges*, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2017.
- A. VALZER, *Lineamenti di diritto dell'impresa bancaria. Appunti dalle lezioni*, Milano, 2018,ù.

- A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nella società per azioni*, Torino, 2012.
- A. VALZER, *Sub art. 2346 co 6, in Le società per azioni. Codice Civile e norme complementari* diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Milano, 2016, 487 ss.
- S. VANONI, *I crediti subordinati*, Torino, 2000.
- D. VATTERMOLI, *Il bail-in*, Aa. Vv. *L'Unione Bancaria Europea*, Pisa, 2016, 517 ss.
- D. VATTERMOLI, «*strumenti di credito chirografario di secondo livello*». *Alchimie linguistiche e tutela del mercato bancario*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2018, 207 ss.
- D. VATTERMOLI, *La posizione dei soci nelle ristrutturazioni. Dal principio di neutralità organizzativa alla residual owner doctrine?*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, 858 ss.
- F. VELLA, *Banche che guardano lontano*, in *Banca impresa soc.*, 2016, 377 ss.
- F. VELLA, *L'esercizio del credito*, Milano, 1990.
- F. VELLA, *La "qualità" del governo delle banche*, in *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni*, Milano, 2014, 37 ss.
- A. VICARI, *Amministratori di banche e gestione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 2018, 557 ss.
- M. VITALI, *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013.
- J. WU, *Investors' trash, taxpayers' treasure: the Banco Popular wipeout and contingent convertible bonds*, in *North Carolina Banking Institute*, 2018, 405 ss.
- E. WYMEERSCH, *Financial regulation: its objectives and their implementation in the European Union*, in *EBI Working paper series No. 36*, 2019.
- J. ZHOU-V. RUTLEDGE-W. BOSSU-M. DOBLER-N. JASSAUD-M. MOORE, *From bail-out to bail-in: mandatory debt restructuring of systemic financial institutions*, in *IMF staff discussion note*, 2012.

## INDICE DELLA GIURISPRUDENZA

Cass. 19 marzo 1996, n. 2314, in *Riv. dir. comm.*, 1996, 329 ss.

Cass. 6 novembre 1999, n. 12347, in *Società*, 2000, 943 ss.

Cass. 17 novembre 2005, n. 23269, in *Foro it.*, 2007, 919 ss.

Cass. 2 aprile 2007, n. 8221, in *Giur. comm.*, 2008, 963 ss.

Cass., 5 febbraio 2013, nn. 2737, 2738 e 2739, in *Riv. dir. comm.*, 2014, 133 ss.

Cass., 9 novembre 2015, n. 22848, disponibile su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

Corte di Giustizia, 19 luglio 2016, C-526/14 *Tadej Kotnik e altri c./Drzavni zbor Republike Slovenije*, disponibile su [www.curia.europa.eu](http://www.curia.europa.eu).

Corte di Giustizia, 8 novembre 2016, C-41/15 *Gerard Dowling e a. c./Minister for Finance*, disponibile su [www.curia.europa.eu](http://www.curia.europa.eu).

Corte di Giustizia, 20 settembre 2016, C-8/15 *Ledra Advertising Ltd e altri c./Commissione Europea e BCE*, disponibile su [www.curia.europa.eu](http://www.curia.europa.eu).

Corte di Giustizia 9 maggio 2019, C-2019/372 *Landeskreditbank Baden-Württemberg contro BCE*, disponibile su [www.curia.europa.eu](http://www.curia.europa.eu).

Trib. Rimini, 12 novembre 2014, in *BBTC*, 2016, 596 ss.

Trib. Arezzo, 11 febbraio 2016, disponibile su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

Trib. Napoli, 25 febbraio 2016, in *Società*, 2016, 974 ss.

Tribunale UE, 16 maggio 2017, T-122/15 *Landeskreditbank Baden-Württemberg – Förderbank contro Banca Centrale Europea*, disponibile su [www.curia.europa.eu](http://www.curia.europa.eu).

## INDICE DEI DOCUMENTI

- BANK OF ENGLAND, *The measurement of Capital*, in *Bank of England Quarterly Bulletin*, 1980.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *A new capital adequacy framework, Consultative Paper*, disponibile su [www.bis.com](http://www.bis.com), 1999.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *A new capital adequacy framework – consultative paper*, disponibile su [www.bis.org](http://www.bis.org), 2000.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Amendment to the capital accord to incorporate market risks*, disponibile su [www.bis.com](http://www.bis.com), 1996.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Basel Capital Accord. International convergence of capital measurement and capital standards*, disponibile su [www.bis.com](http://www.bis.com), 1988.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Basel II: International convergence of capital measurement and capital standards: a revised framework*, disponibile su [www.bis.com](http://www.bis.com), 2006.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, 2011.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Definition of capital in Basel III – Executive summary*, disponibile su [www.bis.org](http://www.bis.org), 2019.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Definition of capital*, disponibile su [https://www.bis.org/basel\\_framework/index.html](https://www.bis.org/basel_framework/index.html), 2019.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Enhancements to the Basel II framework*, disponibile su [www.bis.org](http://www.bis.org), 2009.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Instruments eligible for inclusion in Tier 1 capital, press release*, disponibile su [www.bis.com](http://www.bis.com), 1998.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *LCR. Liquidity Coverage Ratio*, disponibile su [https://www.bis.org/basel\\_framework/index.htm](https://www.bis.org/basel_framework/index.htm), 2019.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Leverage ratio*, disponibile su [https://www.bis.org/basel\\_framework/index.htm](https://www.bis.org/basel_framework/index.htm), 2019.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *NSF. Net Stable Funding Ratio*, disponibile su [https://www.bis.org/basel\\_framework/index.htm](https://www.bis.org/basel_framework/index.htm), 2019.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Overview of Pillar 2 supervisory review practices and approaches*, disponibile su <https://www.bis.org>, 2019.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Principles for sound liquidity risk management and supervision*, disponibile su [www.bis.org](http://www.bis.org), 2008.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Proposal to ensure the loss absorbency of regulatory capital at the point of non viability*, disponibile su [www.bis.org](http://www.bis.org), 2010.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Proposal to ensure the loss absorbency of regulatory capital at the point of non-viability*, disponibile su [www.bis.org](http://www.bis.org), 2010.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Regulatory adjustments*, disponibile su [https://www.bis.org/basel\\_framework/index.htm](https://www.bis.org/basel_framework/index.htm), 2019.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Scope and definition*, disponibile su [https://www.bis.org/basel\\_framework/index.htm](https://www.bis.org/basel_framework/index.htm), 2019.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Strengthening the resilience of the banking sector*, disponibile su [www.bis.org](http://www.bis.org), 2009.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Supervisory review process*, disponibile su [https://www.bis.org/basel\\_framework/index.htm](https://www.bis.org/basel_framework/index.htm), 2019.

COMMITTEE OF EUROPEAN BANKING SUPERVISORS, *Implementation Guidelines regarding Instruments referred to in Article 57(a) of Directive 2006/48/EC recast*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2010.

COMMITTEE OF EUROPEAN BANKING SUPERVISORS, *Implementation Guidelines for Hybrid Capital Instruments*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2009.

COMMITTEE OF EUROPEAN BANKING SUPERVISORS, *Proposal for a common EU definition of Tier 1 hybrids*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2008.

COMMITTEE OF EUROPEAN BANKING SUPERVISORS, *Report on a quantitative analysis of the characteristics of hybrids in the European Economic Area (EEA)*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2007.

Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze Pistoia e Prato, *Strumenti finanziari partecipativi e disciplina statutaria della incidenza delle perdite (69/2018)*, si legge su [www.consiglionotarilefirenze.it](http://www.consiglionotarilefirenze.it).

Consiglio Notarile di Milano massima 166 approvata il 7 novembre 2017, si legge in [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it), nonché in *Riv. soc.*, 2018, 1152 ss.

Consiglio Notarile di Milano, massima n. 163 approvata il 7 novembre 2017 si legge in [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it) nonché in *Riv. soc.*, 2018, 1149 ss.

Consiglio Notarile di Milano, massima n. 164 approvata dal il 7 novembre 2017 (si legge in [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it) nonché in *Riv. soc.*, 2018, 1152 ss.

Consiglio Notarile di Milano, massima n. 165 approvata il 7 novembre 2017, si legge in [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it) nonché in *Riv. soc.*, 2018, 1154 ss.

COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, *Banking package (CRR/CRD/BRRD/SRMR)-General endorsement of the results of the trilogue*, disponibile su [www.data.consilium.europa.eu](http://www.data.consilium.europa.eu), 2018.

DEPOSITORY TRUST & CLEARING CORPORATION, *White Paper. understanding interconnectedness risks*, disponibile su [www.ddtc.com](http://www.ddtc.com). 2015.

DEUTSCHE BUNDESBANK, *Bank recovery and resolution – the new TLAC and MREL minimum requirements. Monthly report*, disponibile su <https://www.bundesbank.de>, 2016.

EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Final report on MREL – Report on the implementation and design of the MREL Framework*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2016.

EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Guidelines for common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process (SREP)*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2018.

EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Opinion on matters relating to the perimeter of credit institutions*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2014.

EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Opinion on the interaction of Pillar 1, Pillar 2 and combined buffer requirements and restrictions on distributions*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2015.

EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Opinion on the prudential treatment of legacy instruments*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2020

EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Report on first observations on the impact and implementation of IFRS9 by EU institutions*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2018.

EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Report on the monitoring of AT1 instruments of European Union institutions*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2018.

EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *report on the monitoring of CET1 instruments issued by EU Institutions — second update*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2019.

EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Standardised templates for Additional Tier 1 (AT1) instruments*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu), 2016.

EUROPEAN COMMISSION, *Adoption of the banking package: revised rules on capital requirements (CRR/CRD V) and resolution (BRRD/SRM) – Fact-Sheet*, disponibile su [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), 2019.

EUROPEAN COMMISSION, *Coronavirus response: Banking Package to facilitate bank lending-Supporting households and businesses in the EU*, disponibile su [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), 2020.

EUROPEAN COMMISSION, *CRD IV/CRR – Frequently Asked Questions*, disponibile su [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), 2013.

EUROPEAN COMMISSION, *EU Banking Reform: Strong banks to support growth and restore confidence*, disponibile su [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), 2016.

EUROPEAN COMMISSION, *on the rules governing the level of application of banking prudential requirement – Report from the Commission to the European Parliament and the Council*, disponibile su [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu), 2015.

EUROPEAN COMMISSION, *Possible further changes to the Capital Requirements Directive*, disponibile su [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), 2010.

EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions and investment firms*, disponibile su [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu), 2011.

EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD, *A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2018*, 2019.

EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD, *A review of macro-prudential policy in the EU one year after the introduction of CRD/CRR*, 2015.

EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD, *Flagship report on Macro-prudential Policy in the Banking Sector*, 2014.

FINANCIAL STABILITY BOARD, *Guiding principles on the Internal Total Loss-Absorbing Capacity of G-SIBs*, disponibile su [www.fsb.org](http://www.fsb.org), 2017.

FINANCIAL STABILITY BOARD, *Key Attributes of Effective Resolution Regimes*, 2011.

FINANCIAL STABILITY BOARD, *Principles on loss-absorbing and recapitalization capacity of G-SIBs in resolution*, disponibile su [www.fsb.org](http://www.fsb.org), 2015.

FINANCIAL STABILITY BOARD, *Report of the Financial Stability Forum on addressing procyclicality in the financial system*, disponibile su [www.fsb.org](http://www.fsb.org).

INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Regulatory reform 10 years after the global financial crisis: looking back, looking forward*, in *IMF global financial stability report – a decade after the global financial crisis: are we safer?*, 2018.

INTERNATIONAL MONETARY FUND-FINANCIAL STABILITY BOARD-BANK for INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Elements of effective macroprudential policies: lessons from international experience*, 2016.

SINGLE RESOLUTION BOARD, *2018 SRB policy for the second wave of resolution plans*, disponibile su [www.srb.europa.eu](http://www.srb.europa.eu), 2019.

SINGLE RESOLUTION BOARD, *Addendum to the SRB 2018 MREL policy on new CRR requirements*, disponibile su [www.srb.europa.eu](http://www.srb.europa.eu), 2019.

SINGLE SUPERVISORY MECHANISM, *SSM SREP methodology booklet to be applied in 2018*, Francoforte, 2017.

