

20/3/2011

MARCO LAMANDINI

A margine dei lavori preparatori della Commissione per un *EU Framework for Crisis Management in the Financial Sector*: problemi vecchi e nuovi in tema di gruppi bancari in crisi.

1.- Premessa

Il documento di consultazione della Commissione per la creazione di un *framework* europeo per la gestione delle crisi (¹) ripropone, in ambito comunitario, una serie di interessanti questioni giuridiche in tema di gruppo, e segnatamente di gruppo bancario, che erano, come è a tutti noto, “nelle corde” di Pier Giusto e ne avrebbero certo solleticato la fervida intelligenza e la sagace ironia. Può dunque non apparire troppo fuor di luogo occuparsene in questa raccolta di scritti a lui dedicati dai tanti che gli vollero gran bene e ne sentono forte la mancanza.

Dei molti aspetti affrontati dal documento di consultazione della Commissione, mi limito qui a considerare, seppur brevemente, esclusivamente due temi specifici: (a) i trasferimenti intra-gruppo come strumento di prevenzione della crisi e (b) la ristrutturazione del debito come meccanismo di soluzione della stessa alternativo alla liquidazione coatta o al fallimento. Senza alcuna pretesa di completezza cercherò di evocare in proposito almeno alcuni dei problemi giuridici che mi pare siano allo stato lasciati irrisolti dalle proposte che si leggono nel documento di consultazione della Commissione e quelle che, correlativamente, mi sembrerebbero le soluzioni possibili. Data la natura di questo scritto, lo farò in modo sintetico e spesso semplicemente enunciando i temi e le ragioni di fondo del mio convincimento, senza diffusamente argomentare circa i dettagli (pur sapendo che è lì che si cela l’insidia). Desidero tuttavia, preliminarmente, svolgere due premesse di carattere generale.

2.- Sulla c.d. statutory option

¹ DG Internal Market and Services WORKING DOCUMENT, *Technical details of a possible EU framework for bank recovery and resolution*, disponibile in formato elettronico al link http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2011/crisis_management/consultation_paper_en.pdf. Il documento di consultazione invitava gli interessati a fornire commenti entro il 3 marzo 2011.

Una prima premessa attiene alla questione di vertice se la gestione della crisi – in fase di prevenzione o di soluzione – debba lasciarsi a scelte contrattuali *ex post* o debba potersi poggiare su di un sistema di regole (“*statutory*”) predefinite *ex ante*. Al pari di quello che a me pare si debba fare nel definire una procedura ordinata di gestione della crisi del debito sovrano ⁽²⁾, mi pare da condividere l’impostazione di fondo seguita dalla Commissione che prefigura *una soluzione regolamentare* (“*statutory*”) volta a definire un armamentario normativo di strumenti (“*toolkit*”) analiticamente definiti *ex ante* nelle loro regole di funzionamento capace di dare soluzione al problema della crisi bancaria, specie delle grandi banche sistemiche. In altri termini, in tema di gestione di crisi del debito, tra l’opzione contrattuale e quella regolamentare mi sembra da prediligere nettamente la seconda.

E’ bensì vero che essa implica un esercizio regolatorio e di supervisione dal costo non trascurabile e si espone a non piccoli rischi di fallimento istituzionale; ciò non di meno, mi pare che sia l’analisi economica sia l’esperienza applicativa illustrino bene come la soluzione contrattuale, dovendo essere negoziata in via multilaterale *ex post* senza che - per usare una metafora che voglia nobilitare i reali comportamenti – “la navigazione” abbia a mantenersi entro un “campo di regata” ben definito, genera: (a) con riguardo agli attori privati, spaventose inefficienze, comportamenti opportunistici e talora anche poco commendevoli estrazioni di rendite (da *hold up*); (b) con riguardo ai supervisori, un’ipocrita dissimulazione del loro effettivo ruolo di gestione della crisi, rendendo così “opachi” processi che devono invece essere “trasparenti”. Servono dunque, a mio modo di vedere, più regole e meno “*moral suasion*”.

E’ ovvio, peraltro, che i vantaggi differenziali dell’opzione “*statutory*” rispetto a quella contrattuale in tanto possono cogliersi in quanto la regolamentazione sia sufficientemente analitica e capace di guidare con sicurezza il processo, lasciando un mero ruolo di completamento marginale a scelte contrattuali *ex post* (un ruolo integrativo che ovviamente non è eliminabile per i noti problemi di incompletezza della regolamentazione). Diversamente, se questo spazio che di necessità resta comunque demandato al ruolo integrativo delle soluzioni contrattuali “di completamento” dell’ordito regolamentare torna ad

² Sia consentito rinviare, sul punto, al mio *Market Impact of (Orderly) Sovereign Default in the EU*, ECON COM Briefing paper, Brussels, agosto 2010, ora anche in *ECL*, 2010, 7, pp. 233-237 e in corso di pubblicazione su *RDS*, 2011, n. 1, ove i riferimenti alla letteratura e alle proposte del FMI.

espandersi oltre misura, si viene a privare della sua stessa ragion d'essere il ricorso all'opzione regolamentare. Non sempre, come dirò, le soluzioni ipotizzate nel documento in consultazione hanno, allo stato, questo sufficiente livello di completezza e specificità.

3.- Sul ruolo di governo della crisi spettante alle autorità pubbliche

Una seconda premessa attiene al ruolo spettante alle autorità pubbliche. Autorità che – mi pare che l'orientamento della Commissione sul punto sia corretto – è bene siano solo le autorità di vigilanza e non i ministeri, giacché solo le prime e non i secondi possono oggi contare su strumenti, per vero ancora largamente insufficienti, per un loro effettivo coordinamento transnazionale. In proposito mi sembra di poter svolgere due argomenti.

Un primo argomento attiene al principio di correlazione potere e rischio. Esso, nella materia in esame, mi pare che raccomandi di meglio considerare la circostanza che i costi di gestione delle crisi sono essenzialmente posti, nel progetto, a carico dei privati, ed essenzialmente dei creditori della banca in crisi e, ove intervenga il fondo, a carico del sistema bancario secondo una logica solidaristica. Mi riesce difficile in una simile contesto vedere attribuite così ampie scelte discrezionali, quali sono quelle prefigurate dal documento in consultazione rispetto agli strumenti di gestione della crisi, esclusivamente alle autorità pubbliche. Mi sembrerebbe dunque da considerare almeno l'opzione di assegnare un ruolo di compartecipazione ai processi decisionali ed attuativi degli interventi di gestione della crisi ad un rappresentante istituzionale dei creditori (una sorta di “*monitoring trustee*” nominato dai creditori) e agli esponenti del fondo che siano espressione di una *governance* privata. Credo anche che il fondo possa costituire un luogo più appropriato che non l'autorità pubblica per “accentrare” conoscenze tecniche, esperienze e professionalità da utilizzare nel *roll out* della gestione operativa della crisi. Questo *expertise* le autorità finora non hanno dimostrato di possederlo veramente.

Un secondo argomento attiene ai profili di responsabilità delle autorità. Essi vanno più chiaramente declinati e – essendo ben noto che non vi è, ironicamente, nulla di meno armonizzato a livello europeo del regime di responsabilità delle autorità di supervisione finanziaria – a me pare vi sia necessità di accompagnare questa proposta della Commissione ad un robusto regime armonizzato della responsabilità. Nessun governo della crisi da parte delle autorità, dunque, senza vera *accountability* delle stesse. L'esperienza pratica

illustra fin troppo bene, infatti, che il campo della gestione delle crisi è stato finora terreno di elezione di gestioni irresponsabili.

4.- *Sulla asset transferability*

Sul tema dei trasferimenti di risorse intragruppo il documento di consultazione esprime il condivisibile principio di politica del diritto secondo il quale tali trasferimenti a ragionevoli condizioni di mercato non devono essere impediti, in modo da evitare che possano generarsi mere crisi di liquidità presso talune componenti del gruppo (semmai anche al vertice dello stesso) quando viceversa vi siano “pozze” di liquidità presso altre società del gruppo. L’attenzione della Commissione è poi principalmente polarizzata su due profili: a) da un lato, quello di un “superamento”, per via di “legge speciale settoriale”, dell’assenza di un regime armonizzato in tema di gruppi di società al fine di superare i vincoli di diritto societario che in molti ordinamenti nazionali si oppongono, anche solo di fatto, a questi trasferimenti a tutela degli azionisti di minoranza e dei creditori della singola società e b) dall’altro lato, quello dell’apprestamento di specifiche regole di supervisione e intervento delle autorità di vigilanza in materia.

Mi pare anzitutto condivisibile la scelta della Commissione di: (i) limitare la nozione di trasferimenti intragruppo oggetto di disciplina speciale solo a quelli di tipo finanziario (adottandosi così, opportunamente, una nozione più ristretta di quella fatta propria dal modello UNCITRAL) e di (ii) prevedere che essi possono avvenire esclusivamente in situazioni di *going concern* o comunque quando non appaia ragionevolmente probabile che la crisi temporanea del gruppo e della trasferitaria preluda all’insolvenza. *Ciò vale quanto dire che i trasferimenti intragruppo sono legittimi per la trasferente in situazioni di crisi di liquidità ma non lo sono invece in presenza dell’insolvenza o della ragionevole probabilità dell’imminente insolvenza della trasferitaria.* La circostanza mi pare emerga dal documento di consultazione, là dove si declinano le condizioni in presenza delle quali il regolamento di gruppo può consentire il sostegno finanziario della trasferente alla trasferitaria. E’ tuttavia probabile che, per la loro importanza nel definire la stessa nozione di *asset transferability*, queste condizioni meriterebbero maggiore enfasi, già in fase di individuazione tipologica della fattispecie.

Questa soluzione mi pare sia coerente con una doppia base giuridica nel Trattato: quella su cui si regge la CRD (2006/48/CE) e la direttiva in materia di risanamento e liquidazione degli enti creditizi (2001/24/CE) (art. 53, comma 1,

secondo periodo) e quella più generale di armonizzazione del diritto societario (l'attuale articolo 50, comma 2, lettera g) che, come noto, consente di coordinare le discipline nazionali al fine di rendere equivalenti le garanzie a tutela degli interessi dei soci e dei terzi), giacché la soluzione prospettata dal documento di consultazione in sé non impone il sacrificio dell'interesse individuale della società trasferente (e dunque non pregiudica i suoi azionisti esterni e i creditori) ma anzi preserva al meglio, con l'interesse della trasferitaria, anche quello della trasferente giacché, specie nei gruppi integrati, anche l'interesse della trasferente (e dei suoi *stakeholders*) è meglio tutelato quando siano in opera strumenti idonei a prevenire che una mera crisi di liquidità degeneri in insolvenza di una componente, specie se di vertice, del gruppo che, a sua volta, possa poi indurre il contagio della crisi. Potrebbe forse rilevare anche l'art. 67, co. 1 (in funzione dell'obiettivo di "giustizia nel rispetto dei diritti fondamentali") ad instar della base giuridica del regolamento 29 maggio 2000 n. 1346/2000/CE. Non vi sarebbe invece base giuridica nel Trattato (come dirò subito *infra*) ove il supporto finanziario fosse diretto non alla prevenzione di una mera crisi di liquidità ma al sostegno di una società insolvente che finisse con l'esporsi al rischio di propagare nell'ambito del gruppo l'insolvenza. Ovviamente ancorare al presupposto del *going concern* l'istituto della *asset transferability* rischia di renderne nuovamente incerto l'utilizzo in "regime di sicurezza" da parte degli amministratori, giacché introduce un elemento valutativo (sulla natura della crisi e i suoi "ragionevoli" esiti) che, per quanto chiaro in astratto, è nei singoli casi concreti tutt'altro che univoco. Giuridicamente è tuttavia un prezzo che, a mio giudizio, va pagato. Occorre infatti tener ben presente che la natura assoluta del diritto di proprietà (anche azionaria), nella sua proiezione di diritto fondamentale ai sensi dell'art. 1 del Protocollo della Convenzione dei diritti dell'uomo e nella sua proiezione costituzionale, europea e nazionale - che si declina qui, come la Corte europea dei diritti dell'uomo ha già da tempo precisato, nella protezione dell'investimento e del credito rispetto alla singola società del gruppo - non consente in effetti né al legislatore comunitario né alle autorità di vigilanza interessate nel singolo caso concreto né agli amministratori delle società interessate di procedere a ri-allocazioni di risorse che danneggino i diritti dei legittimi titolari senza una sufficiente giustificazione oggettiva, come avverrebbe appunto nel caso di un trasferimento di risorse ad una società insolvente o probabilmente destinata a divenirlo a breve. Troppo vago sarebbe opporre, come vantaggio compensativo, il preteso beneficio che in astratto i creditori e azionisti di minoranza della trasferente potrebbero aver tratto, in tempi buoni, dall'appartenenza al gruppo. I vantaggi compensativi, come è ben noto, devono essere oggettivi, adeguati e comprovabili.

Nel documento di consultazione in tema di trasferimenti intragruppo alcuni temi, allo stato, mi paiono non sufficientemente declinati.

a) Si prevede che a dare fondamento giuridico ai trasferimenti intragruppo siano, da un lato, un espresso “patto” sociale e, dall’altro lato, un appropriato regolamento di gruppo. Con riguardo al primo aspetto, il documento di consultazione utilizza in taluni luoghi l’espressione, per vero giuridicamente ambigua, di “*preliminary shareholders agreement*” e in altri luoghi prefigura invece, più opportunamente, una decisione assembleare di ciascuna società parte dell’accordo. A me pare che il patto sociale necessario e sufficiente sia per l’appunto quello che può esprimere l’assemblea, senza necessità di un patto parasociale sottoscritto da tutti i soci, che, all’evidenza, sarebbe in molti casi impossibile da conseguire. Ma quale assemblea? La soluzione che mi sembrerebbe preferibile è quella di prevedere, sulla falsariga dell’esperienza italiana in materia di gruppo bancario, che lo statuto di tutte le società del gruppo debba contenere una previsione espressa che non solo richiami l’appartenenza al gruppo ma anche l’esistenza di un regolamento di gruppo che disciplina i trasferimenti intragruppo; che di conseguenza l’assemblea straordinaria di ciascuna società sia chiamata a pronunciarsi quantomeno al fine di introdurre la suddetta modifica statutaria, potendosi invece demandare (con tale apposita clausola statutaria) all’assemblea ordinaria l’autorizzazione agli amministratori della singola società del gruppo a sottoscrivere il regolamento di gruppo. Il regolamento di gruppo dovrebbe essere inoltre soggetto ad appropriata pubblicità dal momento che esso è suscettibile di incidere significativamente su azionisti e creditori delle società del gruppo e costoro, prima di decidere l’investimento o il finanziamento, devono poter essere messi in condizione di conoscere gli obblighi che la loro controparte deriva dall’appartenenza al gruppo. Dovrà dunque prevedersi a mio avviso – in aggiunta alla pubblicità prevista dal documento in consultazione e consistente nell’informativa di cui agli artt. 145-149 della direttiva 2006/48/CE - il deposito del regolamento presso i competenti registri delle imprese al pari di quanto avviene per le carte statutarie.

b) Il documento di consultazione mi pare non affronti con sufficiente analiticità i problemi posti dalle discipline nazionali di diritto societario in tema di parti correlate e il loro rapporto con il regolamento che autorizzi i trasferimenti intragruppo. Si tratta invece di un tema che non può essere trascurato. Gli obiettivi di stabilità e trasparenza, d’altro canto, vanno riconciliati. Malauguratamente, la

disciplina delle operazioni con parti correlate non è armonizzata, sicché la situazione è piuttosto variegata nell'Unione. Inoltre, molte delle banche sono quotate e non pochi sono i casi di gruppi bancari in cui più banche del gruppo sono quotate o emittenti strumenti finanziari diffusi, con la conseguenza che trovano applicazione in materia di operazioni con parti correlate sia i presidi prudenziali dettati ai fini di controllo dei rischi sia quelli di trasparenza e correttezza sostanziale a tutela del mercato. Viene dunque da chiedersi, solo per fare l'esempio italiano, se sia compatibile con la scelta di politica del diritto che la Commissione intende fare: (i) che l'approvazione del regolamento intragruppo debba avvenire attraverso il meccanismo del *whitewash* e dunque con il rischio di sterilizzazione del voto della controllante, come forse l'art. 11, commi 2 e 3 (anche se letti in coordinamento con l'art. 12, a voler considerare il regolamento di gruppo una delibera quadro) del regolamento Consob 17221/2010 potrebbe far temere; (ii) che non solo la procedura di adozione del regolamento ma anche le singole operazioni di trasferimento intragruppo debbano rispettare le cautele procedimentali incentrate sugli amministratori indipendenti previsti per le operazioni con parti correlate (procedure che raramente sono compatibili, nei loro tempi, con l'urgenza di operazioni di trasferimento di risorse per fini di liquidità); (iii) che ciascun trasferimento intragruppo sia soggetto ai pregnanti obblighi pubblicitari che riguardano le operazioni rilevanti con parti correlate. Si obietterà che le regole sulle operazioni con parti correlate prevedono di per sé aree di esenzione e che di conseguenza le banche altro non dovranno fare che sfruttare allo scopo tali aree di esenzione senza la necessità di un intervento del legislatore comunitario. Tuttavia, solo a fare l'esempio italiano, è ben noto che: (i) l'esenzione riservata alle operazioni intragruppo non consente di esentare, nella prospettiva Consob, le operazioni della controllata che sia quotata o emittente strumenti finanziari diffusi (come tale soggetta alla disciplina) con la controllante quotata con la conseguenza che un gruppo bancario che presenti più banche quotate o con strumenti finanziari diffusi (come ve ne sono in pratica) non può utilmente ricorrere a questa esenzione al fine della gestione della tesoreria e dei trasferimenti intragruppo *upstream*; che inoltre non possono comunque essere esentate le operazioni con società che non siano, per Banca d'Italia, interamente controllate o, per Consob, siano connotate da interessi significativi di altre parti correlate; (ii) l'esenzione prevista per le operazioni ordinarie non esenta dagli obblighi informativi (il che, rispetto al funzionamento delle tesorerie accentrate di gruppo, può significare l'obbligo di comunicare all'autorità e al mercato anche centinaia di operazioni all'anno); (iii) l'esenzione mediante delibera quadro postula che le procedure di garanzia siano comunque seguite ai fini dell'adozione

della delibera e che siano “codificate” in modo analitico (e cioè “sufficientemente determinato”) le operazioni rientranti nella delibera quadro, con indicazione di un prevedibile limite di valore e un limite temporale non superiore all’anno. L’esperienza insegna poi che, proprio con riguardo alle operazioni di raccolta e impiego intragruppo, non sia facile procedere a questa “codifica” *ex ante*; tanto più in tempi perigliosi come quelli che stiamo vivendo, che rendono financo difficile dire, in mercati illiquidi, quale sia l’operazione a “condizioni di mercato”. Mi sembra dunque che sarebbe probabilmente necessario prevedere a livello comunitario che il regolamento di gruppo sia adottato con le cautele procedurali (escluso tuttavia il *whitewash*) e sia soggetto agli obblighi informativi propri delle operazioni con parti correlate ma che, una volta adottato, sia di per sé idoneo a consentire l’effettuazione delle operazioni alle condizioni in esso previste, senza ulteriori adempimenti dovuti in base alla disciplina generale delle operazioni con parti correlate, eccezion fatta per la informativa periodica.

c) I poteri attribuiti all’autorità di vigilanza del trasferente “di proibire o limitare il previsto trasferimento” deliberato dagli organi amministrativi della società, se da un lato corrispondono al ruolo che durante la crisi le autorità di vigilanza nazionali hanno dimostrato di voler svolgere, introducono al contempo un significativo rischio di responsabilità per le stesse. Poiché infatti l’autorità è chiamata a verificare che le condizioni previste dal regolamento di gruppo per il sostegno finanziario ricorrano in pratica, qualora dovesse poi accadere che la società trasferitaria risulti insolvente e ciò determini un effetto a catena che porti all’insolvenza anche la trasferente, gli azionisti e i creditori della trasferente potrebbero imputare il danno non solo agli organi sociali ma, in concorso, anche all’autorità di vigilanza. Il tema si salda, nuovamente, a quello del regime armonizzato di responsabilità delle autorità di vigilanza. Non prevederlo in questa sede mi sembra miope. Abbiamo ormai diversi esempi, anche italiani, di coinvolgimento delle autorità nelle azioni di responsabilità e per questa via potrebbe riemergere il tema della “*fiscal responsibility*”, che ha polarizzato il dibattito politico in sede di definizione della nuova architettura di vigilanza europea.

d) Quanto alle previsioni speciali di diritto fallimentare a presidio dei trasferimenti intragruppo, sembra corretto attribuire un “*priority claim*” alla trasferente sul patrimonio della trasferitaria; similmente a quanto viene ad esempio riconosciuto oggi dal legislatore nazionale in relazione ai sostegni di liquidità funzionali al buon esito degli accordi di ristrutturazione e di concordato

preventivo, riterrei tuttavia che dovrebbe trattarsi di una vera e propria prededuzione. Non mi pare, viceversa, che si giustifichino regole speciali circa l'eventuale diritto alla revocatoria (*claw back*) in caso di sopravvenuta insolvenza della trasferente; varranno al riguardo le norme generali. Semmai si potrà prevedere che, poiché il regolamento di gruppo deve subordinare la possibilità del sostegno finanziario alla circostanza che “*there is a reasonable prospect that the support provided will redress the financial difficulties of the entity receiving the support*” e che “*the financial support may only be provided if (...) it is reasonably certain that the loan will be reimbursed*”, tale regolamento di gruppo, ove sia stato rispettato, costituisca presunzione della mancata conoscenza dello stato di insolvenza (al pari, come del tutto correttamente prefigurato dal documento di consultazione, causa di esclusione di responsabilità degli organi di direzione e controllo) e viceversa ove esso sia stato violato renda nullo (e non solo revocabile) il finanziamento concesso (e ovviamente responsabili gli organi sociali). Merita invece di essere disciplinato espressamente il tema della “sorte” dei finanziamenti della capogruppo in attuazione del regolamento. Mi sembra infatti che andrebbero disattivate le previsioni di diritto nazionale che, in taluni importanti Stati membri, tra cui l'Italia (v. l'art. 2497 quinquies), postergano tali finanziamenti.

5.- *Sul debt write down*

Venendo ora alla prospettiva del salvataggio della banca insolvente (e non semplicemente illiquida), l'opzione “statutory” individuata dalla Commissione è diretta a prevedere un completo sistema di regole imperative volte a disciplinare *ex ante* il processo di ristrutturazione dell'impresa insolvente al fine di minimizzare gli effetti negativi di tipo sistemico che dalla crisi bancaria si originano. Fermo quanto più sopra rilevato sulla necessità di una sufficiente completezza analitica della regolamentazione in materia, anche qui occorre tuttavia porsi alcune questioni giuridiche circa (i) l'area di rispetto che è comunque dovuta ai diritti proprietari e (ii) i vincoli che il diritto societario pone a talune delle soluzioni in discussione. Mi concentrerò esclusivamente sul *debt write down* e in particolare sul debito di cui è prevista alternativamente la conversione in capitale o la ristrutturazione al verificarsi di un evento di crisi previsto come d'inesco del salvataggio.

La Commissione distingue tra un “*comprehensive*” e un “*targeted approach*”.

Il primo approccio nella sostanza prefigura un accordo di ristrutturazione del debito che, a differenza di quanto non accada con l'art. 182 bis l.fall. nell'esperienza italiana (di cui si ha ora il primo esempio pratico nel settore bancario), prescinde – e opportunamente – dall'adesione volontaria dei creditori, evitando così sia i rischi di *hold up* sia l'inefficienza e iniquità allocativa della distinzione tra creditore aderente e non aderente, quest'ultimo di necessità pagato integralmente. Si procede di conseguenza ad una ristrutturazione obbligatoria diretta dall'autorità di vigilanza secondo regole predefinite *ex ante*. A me sembra che, in effetti – qui come nel caso delle *orderly sovereign default procedures* – sia opportuno e pienamente giustificato dettare le regole che possano consentire una simile ristrutturazione del debito, particolarmente importante nelle situazioni di “*too big to fail*”, ma che occorra:

a) limitare il più possibile le scelte discrezionali dell'autorità di vigilanza, predeterminando *ex ante* in modo quanto più completo possibile i diritti di preferenza e le classi dei creditori, rispettando il più possibile le graduazioni proprie del regime fallimentare ordinario, salvo che non vi siano comprovate ragioni di stabilità o efficiente funzionamento del mercato che giustificino limitate deroghe (ad esempio, antergazione dei depositanti e obbligazionisti *retail* delle banche ai creditori interbancari); in tale contesto andrà chiaramente precisato il trattamento da riservare ai finanziamenti intragruppo e a quelli della capogruppo (garantiti, non garantiti, oggetto di finanziamento destinato o di altre tecniche di segregazione), in modo da attribuire certezza circa il livello di priorità agli stessi spettanti e ridurre il rischio di liti e al tempo stesso – come la stessa Commissione ha mostrato di considerare – al fine di evitare che sia incentivato il disimpegno della capogruppo dal sostegno dell'entità in crisi;

b) prevedere un termine piuttosto breve (6 mesi prorogabili solo di altri 6 mesi) per la realizzazione della ristrutturazione del debito; la tempestività si dimostra infatti cruciale per ricondurre ad una gestione effettivamente profittevole l'entità oggetto di ristrutturazione;

c) prevedere la moratoria negli affidamenti alla banca oggetto di ristrutturazione e, come peraltro già previsto dal documento di consultazione, che la nuova liquidità erogata alla banca oggetto di ristrutturazione possa beneficiare della prededuzione (si pone cioè in posizione di *superseniority*)

c) consolidare la situazione economica patrimoniale della banca oggetto di ristrutturazione alla data dell'innesco della procedura di *write down* mediante la redazione di un bilancio straordinario prevedendo che ogni eventuale plusvalenza, insussistenza di passivo o sopravvenienza attiva che abbia a realizzarsi successivamente, in continuità di criteri di bilancio, spetti ad una società veicolo che abbia a sua volta emesso categorie differenziate di titoli corrispondenti alle diverse classi di creditori e azionisti le cui pretese siano state oggetto di ristrutturazione, in modo che la "cascata" degli eventuali proventi derivanti dai successivi recuperi di valore rispetto alla situazione di riferimento ai fini della ristrutturazione vada a servizio del pagamento delle diverse classi di "notes" spettanti ai creditori e agli azionisti, con gli azionisti ordinari ovviamente al fondo delle priorità, titolari di *junior notes*; questa previsione mi sembra necessaria in quanto consente di evitare arbitrati espropri di ricchezza attraverso l'eccessiva sottovalutazione delle attività o sopravvalutazione delle passività quale spesso si determina, come la pratica evidenzia, all'indomani dell'innesco della crisi.

Il *targeted approach* si fonda invece sull'emissione di una categoria di debito specifica, connotata da previsioni di convertibilità o comunque di ristrutturabilità al verificarsi di condizioni previste in sede di emissione del debito (sostanzialmente delle "*deeming provisions*"). Si tratta in altri termini di uno strumento di *contingent capital* sulla falsariga di quelli previsti quale *additional tier 1 capital* (punto 55, n. 11) anche dal documento del dicembre 2010 dal Comitato di Basilea³. Rispetto a questo strumento mi pare opportuno richiamare l'attenzione circa il fatto che il diritto societario (v. anche artt. 25 e 29 della II direttiva 77/91/CEE):

a) Non mi pare consenta l'emissione di strumenti di debito di questa natura senza una preventiva autorizzazione dell'assemblea straordinaria dei soci. La clausola di conversione, per quanto automatica e non facoltativa, determina infatti, a carico dei preesistenti azionisti, effetti di diluizione (ove il capitale non sia interamente perduto) e comunque di perdita di *status socii* (in caso di azzeramento del capitale cui non si accompagni il diritto di convocare senza indugio l'assemblea per la ricostituzione dello stesso e il diritto di opzione ai fini della sottoscrizione del nuovo capitale) che in tanto possono ritenersi compatibili con il diritto azionario in quanto vi sia stata l'autorizzazione dell'assemblea

³ Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, p. 23 e ss., disponibile in formato elettronico al link http://www.bis.org/publ/bcbs189_dec2010.pdf.

straordinaria all'emissione del debito munito di clausola, seppur legale, di conversione.

b) Richiede che si preveda se tale conversione dà luogo solo ad azioni ordinarie a voto pieno ovvero anche ad azioni di altra natura; a riguardo è bene rammentare che il diritto societario dei diversi Stati membri consente sì di disciplinare con una diversa ampiezza i diritti di governo spettanti alle azioni derivanti dalla conversione a seconda degli ordinamenti, fermo restando che, ove la conversione intervenga a seguito dell'azzeramento del capitale preesistente, una parte almeno delle azioni derivanti dalla conversione dovranno essere ordinarie e le eventuali azioni con limitazioni di voto dovranno rispettare i limiti percentuali che taluni degli Stati membri, come l'Italia, fissano nella relazione tra azioni con diritto di voto pieno e azioni a voto limitato;

c) Consente già di esentare l'eventuale trasferimento del controllo che ne derivi dagli obblighi di offerta pubblica di acquisto; una espressa previsione generale in tal senso potrebbe comunque rivelarsi non inutile

Mi pare che occorra essere attenti nel disciplinare i dettagli di funzionamento di questo strumento in modo da assicurare che, rispetto alle perdite, i creditori – seppur soggetti al *write down* - siano comunque postergati rispetto agli azionisti. Per quanto il diritto consenta graduazioni nell'ordine di priorità della partecipazione alle perdite anche tra diverse classi di azionisti e creditori, non mi sembra consentito che i creditori – seppur titolari di pretese restitutorie “ibride” – corrano un rischio di perdita “pari passu” con gli azionisti e tanto meno possano essere antergati nella partecipazione alle perdite agli azionisti (a maggior ragione se azionisti ordinari). Si è da tempo giustamente messo in guardia in dottrina⁴– ricordando una risalente emissione da parte di *Michelin* di titoli subordinati che ponevano, nel caso di fallimento, i portatori dei titoli nel medesimo rango degli azionisti – che occorre tener presente, nel valutare le scelte che l'autonomia negoziale compie riguardo al grado di subordinazione nella partecipazione alle perdite, che la stipulazione di contratti atipici, nel nostro ordinamento, deve superare il giudizio di meritevolezza (art. 1322 c.c.) e che nei sistemi causalisti non sono ammesse attribuzioni patrimoniali prive di causa. Ciò significa, mi pare, che il *write down* possa aver luogo solo dopo che l'intero capitale è stato utilizzato a copertura della perdita esistente.

⁴ Portale, “*Prestiti subordinati*” e “*prestiti irredimibili*” (appunti), in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1996, I, 1, in specie a p. 9-10.

In altri termini, a me sembra che possano darsi due diverse ipotesi:

a) se la perdita non erode l'intero capitale ma una parte di esso e rende comunque necessario ripristinare il patrimonio di vigilanza, la banca dovrà prima di tutto ridurre il capitale per perdite in modo che la perdita gravi sugli azionisti preesistenti e proceda quindi al *write down*, ma esclusivamente mediante conversione di parte del debito (contingent capital) in capitale; l'applicazione di un mero haircut sul debito, in una simile situazione, finirebbe infatti per antergare i creditori agli azionisti, sovvertendo un principio che mi pare di ordine pubblico economico;

b) se la perdita erode l'intero capitale, si dovrà prima di tutto azzerare il capitale e procedere poi al *write down*, almeno in parte mediante conversione del debito in capitale per ricostituire il minimo regolamentare. In questa ipotesi si dovrà chiarire se gli azionisti preesistenti hanno o meno il diritto, successivamente al *write down*, di partecipare ad un eventuale ulteriore aumento di capitale che fosse deliberato per rafforzare la struttura patrimoniale della società "di complemento" al *write down*. Se cioè il loro diritto di opzione permane anche a seguito del *write down* che abbia modificato l'assetto proprietario della banca o se, come mi sembra preferibile, tale diritto per poter essere esercitato necessiti che gli azionisti, prima del *write down*, si attivino per convocare un'assemblea che deliberi il ripianamento delle perdite fino al capitale minimo ed essi si facciano carico per intero di questo aumento. Le finalità di stabilità proprie dell'istituto del *write down* mi pare giustifichino la conclusione che non sia tuttavia necessario che, a tutela del diritto alla partecipazione degli azionisti preesistenti, la conversione automatica in capitale avvenga solo dopo che i soci siano stati messi nella condizione di deliberare l'azzeramento e la ricostituzione del capitale sociale e non abbiano sottoscritto l'aumento di capitale all'uopo necessario.