

IPSOA

Le Società

Mensile di diritto e pratica commerciale
societaria e fiscale

ISSN 1591-2094 • ANNO XLII • Direzione e redazione - Via dei Missaglia 97 - 20142 Milano

8-9/2022



edicolaprofessionale.com/lesocieta

I soci nella regolazione della crisi della società debitrice

**Lamentata lesione del diritto di recesso e trasformazione
di banca popolare**

**Inesistenza di deliberazione assembleare e teoria
organicista**

**Utilizzabilità della riserva da *equity method* a copertura
di perdite**

DIREZIONE SCIENTIFICA

Diritto societario

Angelo Buisani
Marco Lamendini
Renato Fiorbordi
Vincenzo Salaffi
Alberto Trifolento

Diritto dei mercati finanziari

Paolo Giudice

Valutazioni e bilancio

Mauro Bini

Diritto penale commerciale

Carlo Enrico Pallerò

Processo, arbitrato e mediazione

Ilana Pagni



Wolters Kluwer

Le virtù del giudice specializzato: una sentenza ammirevole del Tribunale delle imprese di Milano in materia di lamentata lesione del diritto di recesso in occasione della trasformazione di banca popolare

di Marco Lamandini

Il Tribunale di Milano affronta una complessa questione di intersezione tra profili di disciplina societaria e profili di disciplina prudenziale bancaria in tema di limitazione prudenziale al diritto di recesso del socio di una banca popolare. In tal contesto il Tribunale conduce una verifica estrinseca dell'operato degli amministratori della banca rispetto dei profili discrezionali della gestione, ma non di meno adeguatamente esigente sul piano della non irragionevolezza delle scelte, della sufficiente motivazione, e della loro legalità sostanziale.

The Court of Milan addresses a complex issue of intersection between corporate law and prudential regulation as to the prudential limitations of the withdrawal rights of a shareholder of banca popolare. In this context, the Court adopts a standard of review of the choices made by the directors of the banca that is both respectful of the margin of appreciation pertaining to their business judgment and adequately demanding as to the reasonableness of such choices, the sufficiency of the statement reasons and their substantive legality.

Buone nuove dal tribunale delle imprese

La sentenza del Tribunale di Milano, sezione specializzata in materia di impresa, pubblicata in epigrafe è di quelle che - quale che sia l'opinione che, naturalmente, ciascuna delle parti in lite possa legittimamente continuare ad avere circa i fatti di causa e il loro significato giuridico anche "a valle" di essa - mi sembra inviti un osservatore esterno e neutrale (quale io certamente sono) a guardare al futuro della giustizia in materia societaria e bancaria con ottimismo e con fiducia. Il collegio, infatti, affronta una delicata questione di intersezione tra profili di disciplina societaria e profili di disciplina prudenziale bancaria mostrando rigoroso metodo e rassicurante padronanza degli aspetti più squisitamente tecnici della materia. Ma ciò che ancor più colpisce è l'equilibrato approccio a cui il Tribunale perviene nell'applicare il suo sindacato estrinseco (e non intrinseco) della discrezionalità tecnica dell'organo amministrativo (un sindacato che impedisce al Tribunale di sostituire

la propria valutazione a quella rimessa dall'ordinamento ad un margine di apprezzamento discrezionale dell'organo amministrativo); un sindacato che, d tutto correttamente, il Tribunale traduce in concreto in una verifica estrinseca sì ma ciò non di mer adeguatamente esigente sul piano della non irragionevolezza delle scelte, della loro congrua motivazione, e della loro legalità sostanziale (rispondenza ai criteri di legge) (1). Il tutto con un prosa misurata e pienamente accessibile a chiunque argomentata in modo puntuale, che identifica e risolve in modo chiaro i numerosi nodi tecnici (una complessa vicenda concernente, ancora una volta, il recesso del socio da una banca popolare in occasione della sua trasformazione (obbligatoria) in S.p.a., una questione cioè che - come si ricorderà seppur per altri profili ha avuto modo di interessare due volte la Corte costituzionale e una la Corte di Giustizia (2), trattandosi di materia che vede applicarsi una disciplina euro-unitaria direttamente

(1) Una analogia (e corretta) tendenza ad affermare un sindacato (più) esigente del giudice ordinario circa - questa volta - le scelte discrezionali dell'autorità di vigilanza in materia sanzionatoria finanziaria è riscontrabile di recente nella sentenza Cass. Civ. 31 maggio 2022, n. 17673, in *Normas Basileus*, 17, 2022, con nota di Marcella Monte, *Sindacato del giudice dell'opposizione sulla tenuta delle contestazioni: tra punti fermi e possibili discontinuità*.

(2) È sufficiente qui ricordare che l'obbligo di trasformazione in società per azioni è stato previsto dal D.L. 24 gennaio 2015, n. 3 convertito con modificazioni dalla L. 24 marzo 2015, n. 33 (art. 1, comma 2). Ai sensi del D.L. n. 3/2015 le banche popolari che alla

data di entrata in vigore del decreto medesimo (25 gennaio 2015) avevano un attivo superiore alla soglia di 8 miliardi, erano tenute ad adeguarsi entro 18 mesi dall'entrata in vigore delle disposizioni di attuazione della Banca d'Italia (termine poi più volte prorogato). In data 9 giugno 2015 si è avuta l'emanazione delle disposizioni di attuazione della riforma da parte della Banca d'Italia (confluite nella Circolare n. 285 "Disposizioni di Vigilanza per le banche". Parte Terza, Capitulo 4 "Banche in forma cooperativa"; 9° aggiornamento alla circ. n. 285 del 17 dicembre 2013). La legge di riforma delle banche popolari ha superato un doppio vaglio della Corte costituzionale, che si è espressa a riguardo dapprima con la sentenza Corte cost. n. 287 del 2016 e quindi con la sentenza

applicabile in materia prudenziale bancaria sia norme di diritto societario nazionale.

I temi controversi e la soluzione offerta dal tribunale

Non occorre che io qui riproponga o discuta minuziosamente tutte le questioni tecniche (3) affrontate e risolte dal Tribunale: la qualità della sentenza appunto suggerisce, quanto ad esse, un mero rinvio alla stessa (peraltro non senza notare come meritino lettura anche le parti inerenti alla legittimazione processuale dell'attrice, vuoi per le considerazioni in tema di legge sostanziale regolatrice vuoi per le conclusioni raggiunte in tema di prova del potere di rappresentanza sostanziale e processuale: questione, quest'ultima, che ha trovato soluzione diversa, a fronte di una diversa situazione fattuale, per i due fondi per i quali la società di gestione attrice aveva introdotto il giudizio). È invece sufficiente, direi, osservare come appaia del tutto convincente il modo di procedere del giudice che - nel valutare se potesse o meno darsi abusiva la decisione del competente organo della banca di limitare il numero di azioni rispetto alle quali procedere al rimborso una volta che era stato fissato il valore dell'azione in caso di recesso in un dato ammontare e si era altresì fissata una formula in base alla quale determinare le risorse disponibili destinate alla liquidazione delle azioni oggetto di recesso, individuando in tale contesto una soglia minima di patrimonializzazione della banca sotto la quale non si sarebbe potuto scendere (così che in tal caso si sarebbe dovuto di necessità ridurre il numero delle azioni per le quali si poteva procedere alla liquidazione del valore di recesso nell'ammontare prestabilito) - non si è affatto sottratto, malgrado il carattere per certi aspetti "iniziativo"

della materia, ad una analitica considerazione di tutti i fattori economici presi a riferimento dalla banca ai fini della scelta della suddetta formula e ai fini della sua successiva applicazione. Ma tanto ha fatto (a) debitamente riconoscendo lo spazio di discrezionalità tecnica spettante al competente organo della banca, dando atto che tale discrezionalità si estrinseca qui in un giudizio *ex ante* circa le prevedibili esigenze prudenziali non attuali ma prospettiche della banca (un tema, dunque, sul quale il margine di libertà valutativa è necessariamente più ampio) (b) e al tempo stesso, correttamente, sottoponendo quelle valutazioni discrezionali di natura prudenziale non solo al vaglio di legittimità sostanziale e procedurale (sul piano della adeguata o almeno sufficiente motivazione) ma anche di ragionevolezza. Assai bene il Tribunale scrive a riguardo che "al fine del vaglio delle prerogative dei soci receduti, potenzialmente lesi da abusi dell'organo amministrativo, è indubbio che il giudice possa sindacare - attraverso un giudizio, si badi, *ex ante* - la ragionevolezza (per così dire estrinseca) di tale scelta, delineando il rispetto di tale parametro il confine tra condotta lecita e condotta, invece, abusiva". In questa complessa navigazione tra Scilla e Cariddi, nel contemperare interessi antagonistici come quelli proprietari dei soci receduti e quelli d'impresa e di tutela del risparmio sottesi alla disciplina prudenziale del patrimonio di vigilanza dell'organizzazione bancaria, il Tribunale reputa ragionevole non solo che "le motivazioni [della banca] sono apparse orientate esclusivamente rispetto all'ottica prudenziale con cui la banca era chiamata ad agire" (si potrebbe così dire che, nell'ottica del Tribunale, una prospettiva di sostenibilità di medio e lungo termine dell'impresa bancaria, purché debitamente motivata e fondatamente prospettabile, può essere ragionevolmente anteposta ad una

Corte cost. n. 99 del 2018. In particolare, con sentenza Corte cost. 15 maggio 2018, n. 99, su rimessione del Consiglio di Stato, la Corte ha rimarcato che la disciplina appare necessaria al perseguimento di superiori interessi pubblici, ovvero alla stabilità del sistema bancario e finanziario e che i requisiti di straordinaria necessità e urgenza tali da giustificare un intervento mediante decreto legge fossero rinvenibili, nella specie, nella necessità - urgente, dunque - di avviare il processo di adeguamento del sistema bancario agli indirizzi europei, nonché nella esigenza di rafforzamento patrimoniale, competitività e sicurezza delle banche popolari. A seguito di rinvio pregiudiziale effettuato dal Consiglio di Stato nel medesimo giudizio, anche la sentenza Corte di Giustizia UE 16 luglio 2020, in causa C-686-18 ha negato che la normativa euro-unitaria ostasse alla validità e applicabilità della disciplina fissata per le popolari di maggiori dimensioni dal diritto nazionale applicabile. Quanto alla ampia letteratura giuridica in materia, si vedano almeno D.U. Santosuosso, *Il principio generale di stabilità del sistema finanziario (nazionale e) della zona euro. La prima volta della Corte costituzionale (a proposito di*

trasformazione e recesso delle banche popolari), in RDS, 2018, 857; M. Maugeri, *Banche popolari, diritto di recesso e tutela costituzionale della proprietà azionaria*, in Riv. Società, 2016, 991 ss.; id., *Ancora su possibilità e limiti costituzionali di una disciplina del recesso nelle banche popolari (osservazioni a Consiglio di Stato, 15 dicembre 2016)*, ivi, 2017, 230 ss. Per una rapida discussione della questione allorché essa si propose all'attenzione a seguito di una iniziale presa di posizione del Tribunale di Napoli, v. anche il mio *Limitazioni al recesso dalle banche popolari: il conflitto (apparente) tra disciplina societaria e prudenziale*, in *Il Quotidiano Giuridico*, 14 aprile 2016 e, quindi, *La riforma delle banche popolari al vaglio della Corte Costituzionale*, in questa Rivista, 2017, 140.

(3) Per chi avesse curiosità di approfondire le molte e interessanti intersezioni tra diritto prudenziale bancario in tema di capitale e diritto societario, sia consentito rinviare ora ad un recente lavoro che ha cercato di darne conto sistematico: *Capital and Liquidity Requirements for European Banks*, a cura di Joosen, Lamandini e Tröger, Oxford University Press, 2022.

prospettiva di massimizzazione del ritorno atteso dal socio, seppur *sub specie* di valore di liquidazione della quota del socio recedente) ma anche che essa fosse adeguatamente motivata dalla circostanza che in tal modo si assicurava la permanenza di requisiti patrimoniali in linea con il *benchmark* europeo. Su questo tema, della necessità cioè di dare debito peso nell'applicazione di requisiti prudenziali alla comparazione con quanto avviene mediamente nell'industria europea in un mercato bancario che pur restando ancora troppo domestico nell'organizzazione di impresa, è viceversa europeo (o quanto meno di eurozona) quanto agli assetti istituzionali, l'esito cui perviene il Tribunale è - a ben vedere - analogo a quello al quale - in altro contesto - pervenni anch'io nel redigere una decisione unanime della Commissione di Riesame (Appeal Panel) del Meccanismo Unico di Risoluzione (SRB) (4) qualche anno fa, giudicando della legittimità di una decisione che fissava un determinato livello del c.d. MREL per un primario ente creditizio europeo avendo appunto riguardo anche al *benchmark* europeo. In quel diverso contesto, che tuttavia presenta sul piano motivazionale qualche punto di vicinanza, la Commissione di Ricorso ebbe a scrivere quanto segue:

30. *The Appeal Panel further notes that the Appellant conceded, at the hearing, that it considers quite unlikely the materialisation of the resolution scenario, and even more unlikely a resolution of the Relevant Credit Institution amidst a systemic crisis where the 8% TLOF threshold should be reached to tap into the SRF. However, the Appellant warned that a suitable ammunition of MREL should be prepared in good times, when no systemic crisis is in sight and explained that, for this reason, it considers insufficient the MREL amount determined by the Appealed Decision, also noting that only a handful of banks within the Banking Union had their MREL determined below 8% TLOF. Whilst the Appeal Panel agrees, in principle, that a thoughtful MREL ammunition should be made in good times, conversely the Appeal Panel also notes (a) that in the calibration of MREL requirements the Board enjoys a margin of technical discretion because the MREL calibration implies, by its very nature, a technical assessment of all specific factual circumstances and a balancing of interests and (b) that it is not the Appeal Panel's role to second-guess the Board's technical assessment. The MREL determination may have far-reaching implications on the return on capital, the business model and the competitive level playing field for all involved institutions and cannot be considered in isolation*

from the actual and prospective responsiveness of capital markets to the issue of large amounts of MREL-securities. Their assessment falls within the technical remit of the Board and a margin of discretion is essential to grant to the Board the necessary flexibility in tailoring the MREL requirements to the individual circumstances of the case, taking into account all the above mentioned aspects. It is the Appeal Panel's role to verify that, in all events, the Board's MREL determination fully satisfies all applicable legal requirements and upon close and thorough scrutiny by the Appeal Panel (which can also rely for that purpose on the economic expertise of some of its members given the nature of the matter at stake) the decision is not affected by violations of the applicable legal framework or by any manifest error.

31. *The Appeal Panel holds that this margin of technical discretion granted to the Board encompasses also the identification of what is or are considered the most likely scenario(s) in which the resolution strategy is expected to be implemented, provided these are duly grounded. In the Appeal Panel's view, in the present case the Board determined, with the Appealed Decision, the MREL requirement for the Relevant Credit Institution considering quite unlikely a major systemic crisis in []. Nonetheless, the Board made also sure that, even in the unlikely scenario of a systemic crisis where the 8% TLOF threshold had to be reached to tap into the SRF, the Relevant Credit Institution was likely to have enough bail-in eligible liabilities to properly implement the Resolution Plan and to reach the 8% threshold, if necessary. The Appeal Panel refers, in this respect, to the judgments of 13 July 2018 of the General Court of the European Union, in cases T-733/16, *Banque Postale v ECB* EU:T:2018:477; T-745/16, *BPCE v ECB*, EU:T:2018:476, T-751/16, *Confédération nationale du Crédit mutuel v ECB*, EU:T:2018:475; T-757/16, *Société Générale v ECB*, EU:T:2018:473; T-758/16 *Crédit agricole v ECB*, EU:T:2018:472 and T-768/16, *BNP Paribas v ECB*, EU:T:2018:471). In these cases, the Court acknowledged that, in order to ensure the effect utile of those prudential rules which grant a margin of technical discretion to the competent authorities in assessing ex ante future scenarios relevant for the implementation of such rules, the authorities should make sure that they assume as a reference (only) credible scenarios (GCEU, judgments of 13 July 2018, case T-733/16, *Banque Postale v ECB* EU:T:2018:477, paragraphs 79 and 90-91).*

32. *In the case at hand, the Appeal Panel considers that the Board acted in conformity with these principles. A possible scenario that would in fact make the MREL*

(4) Decision n. 8/2018, accessibile su www.srb.europa.eu (estensori Dendrinou e Lamandini).

determination adopted with the Appealed Decision insufficient, would be an increase of risk-weighted assets (hereinafter, "RWA") by 45% which uses as reference the 2014 EBA stress tests. The Board stressed, however, that this is quite an unlikely assumption in the current circumstances and that in the 2016 EBA stress tests the average increase of RWA in the adverse scenario was 10% and for the [] of the same nationality] participating G-SIIs was below 20%. Moreover, the Board noted that the Appellant has not provided any evidence why this risk would, in the Appellant's view, be plausible in the existing circumstances in general or in the specific case, also considering that there is factual evidence in the file that the [] designated macro-prudential authority has applied the macro-prudential add-on on the RWA to all banks within its remit significantly below that level.

33. The Board has further produced at the hearing a document including a peer comparison of MREL and SREP 2016 Capital Requirement computed as a percentage of RWA evidencing that, in the present case, the MREL target determined by the Appealed Decision for the Relevant Credit Institution is twice its 2016 SREP 2016 Capital Requirement (26,1% v 13,3%), which is comparable to other peers. Furthermore, the MREL target of the Relevant Credit Institution (fixed at 26,1% of RWA) compares in a balanced way with the average [] banks 26,2% of RWA) and the average Banking Union banks 27,2% RWA), while an increase to 8% of TLOF would imply an increase of MREL to 42,7% of RWA, the highest percentage asked from a bank and hardly in accordance with the bank's size, business model and risk profile. Based upon the foregoing, the Appeal Panel considers that the Appellant failed to demonstrate that the Appealed Decision violates Article 12(7) SRMR and Article 45(6) BRRD and Commission DR 2016/1450 or is affected by manifest error.

4. The Appeal Panel further points out that the Board as appropriately shown that the MREL calibration in the present case is consistent with the O-SII buffer of the relevant Credit Institution (0,75% of RWA) as set by the competent macro-prudential authority on the basis of the systemic risk posed by the Relevant Credit Institution and for which there are no indications by the same authority that it has to be increased. The Board further affirms that in the calculation of the MREL requirement the Relevant Credit Institution both the O-SII and other macro-prudential measures are automatically included. In this context, based upon the elements brought to its attention, the Appeal Panel holds that there are no reasons to reject the Board's argument that, in such circumstances, an increase of MREL to 8% of TLOF would most likely imply a disproportionate approach vis-à-vis peers

active in the [same national] market but also in the Banking Union and could possibly have unintended consequences of serious distortion of the competitive level playing field.

35. Specifically, in this respect, the Appeal Panel finds that the approach of the Board was correct, in as much as it emphasised the role of the principle of proportionality, which represents a general principle of EU law. According to settled case law, Union competences must be exercised in a proportionate manner, so that the act adopted does not exceed what is necessary and appropriate for attaining its legitimate objectives (judgment of 8 June 2010, case C-58/08, *The Queen, on application of Vodafone Ltd and Others v Secretary of State for Business, Enterprise and Regulatory Reform*, EU:C:2010:321; compare also judgment of 22 January 2013, case C-283/11, *Sky Österreich*, EU:C:2013:28 paragraph 50).

36. The principle of proportionality is embedded also in the BRRD, which establishes in its Article 1(1) that resolution and competent authorities have to take into account in enforcing the BRRD and in applying the available resolution tools factors like the nature of the business, the legal form, the risk profile, the size, the level of interconnectedness to other institutions or the broader financial system, the business scope and complexity. This is fully consistent with well-established case-law, which considers proportionality a comprehensive and guiding principle for competent authorities in their exercise of technical discretion in banking (compare, in the field of monetary policy, judgment of 16 June 2015, Case C-62/14, *Peter Gauweiler and Others v Deutscher Bundestag* EU:C:2015:400, paragraph 66 ff.; in the field of resolution, judgment of 19 July 2016, Case C-526/14, *Tadej Kotnik and others v Državni zbor Republike Slovenije* EU:C:2016:570 EU:C:2016:570, paragraphs 52-54; compare also, judgment of 20 September 2016, *Joined Cases C-8/15 and C-10/15 Ledra Advertising Ltd and Others v European Commission and European Central Bank (ECB)* EU:C:2016:701, paragraphs 56-58). Therefore, in the Appeal Panel's view, the approach of the Board was in this respect sound. The Appealed Decision duly followed, in its MREL determination, the principle of proportionality so as to (a) on the one hand, properly calibrate the MREL requirement on a case-by-case basis to ensure that the MREL target of the Relevant Credit Institution (fixed at 26,1% of RWA) compared in a balanced way with the average [same nationality] banks (26,2% of RWA) and the average Banking Union banks (27,2% RWA); and (b) on the other hand, ensuring that it was thus avoided, as part of the same calibration process inherent to the proportionality reasoning, that an increase to 8% of TLOF could in

Diritto societario Giurisprudenza

turn imply an increase of MREL to 42,7% of RWA, which would represent the highest percentage to be asked from a bank in the Banking Union, when - in light of the Board's assessment that the Appeal Panel finds no reason to question here - nothing in the bank's size, business model and risk profile indicates that this would be proportionate to the actual risk.

Limitazione del recesso e contestuale distribuzione di dividendi?

Non meno interessanti sono le considerazioni che il Tribunale svolge per respingere la domanda di pretesa abusività della limitazione del rimborso delle azioni recedute quale, a dire degli attori, sarebbe risultata dalla distribuzione degli utili maturati nell'esercizio precedente. La tesi degli attori era che la decisione di limitare il rimborso e al contempo di pagare dividendi tradisse "la scelta della [banca] di conformare la propria azione non alla necessità di salvaguardare il patrimonio di vigilanza, bensì dalla volontà, da un lato, di premiare i soci 'fedeli' con la distribuzione di utili e, dall'altro lato, di danneggiare i soci receduti danneggiandone il diritto al rimborso". Nel deliberare la questione il Tribunale convincentemente valuta come congrue le motivazioni addotte dalla banca, notando come il pagamento del dividendo, segnalando al mercato la redditività attuale e ragionevolmente prospettiva dell'investimento di capitale, fosse in realtà funzionale alla raccolta di capitale dal mercato (una circostanza assai rilevante in ogni tempo, ma tanto più rilevante negli anni 2015-2016, come tutti ricordano) e fosse stato effettuato in coerenza rispetto agli anni precedenti. Il dividendo deliberato, inoltre, beneficiava anche i soci che avevano sì manifestato l'intendimento di recedere "ma si sono visti restituire parte delle azioni recedute a seguito dell'esaurimento del basket destinato al rimborso". Il Tribunale ha dunque esaminato, sempre sul piano di un sindacato estrinseco, ma "da vicino" (e non "at distance", come talora malintese concezioni riduzioniste del ruolo di baluardo della legalità del controllo giurisdizionale inducono giudici e arbitri ad affrontare complesse questioni tecniche), il pur difficile *trade off* in concreto posto dall'esigenza di trovare un giusto punto di equilibrio tra - nelle efficaci parole di uno dei convenuti - "l'esercizio di un diritto, che è il diritto di recesso ed un dovere, che è quello di mantenere un patrimonio della banca sufficiente per reggere eventuali intemperie del mercato". Nell'aggiudicazione tra gli opposti interessi, il Collegio non si è accontentato,

giustamente, delle narrazioni dell'una e dell'altra parte in lite, ma ha dato giusto peso anche ad eventi, seppure successivi, dal contenuto più neutrale rispetto alle posizioni contrapposte delle parti, quale il rilievo di una primaria agenzia di rating che considerava il CET1 ratio della banca - pur nel margine di sicurezza identificato dagli organi sociali - come "appena accettabile data la qualità dell'attivo".

Comunicazione al mercato non confermata dagli eventi successivi e tutela dell'affidamento dell'investitore professionale

Ugualmente ricca di spunti è l'analisi che il Tribunale svolge, nella prospettiva della responsabilità ex art. 2395 c.c., rispetto alla lamentata lesione da parte dei convenuti, per effetto di una comunicazione al mercato non confermata dagli eventi successivi, dell'affidamento degli investitori che avevano deciso di recedere confidando sulla sussistenza di un significativo ammontare di risorse a servizio del rimborso del recesso, per circa 350 milioni, rivelatosi poi sostanzialmente insussistente. A riguardo la doglianza degli attori si appuntava, comprensibilmente nella loro prospettiva, sul fatto che mentre il 24 settembre del 2015 i vertici della banca avevano comunicato al mercato l'esistenza di riserve disponibili per la liquidazione delle azioni oggetto di recesso per circa 350 milioni di euro (così calcolata applicando la formula preceita sulla base degli elementi incidenti sulla consistenza patrimoniale della banca presi a riferimento), il 31 dicembre 2015, essendosi modificati quegli elementi, la consistenza di tale riserva subiva una assai drastica riduzione. A dire degli attori la variazione di quegli elementi era già nota ai vertici della banca almeno dal 10 ottobre 2015, e cioè poche settimane dopo la comunicazione al mercato contestata. Il Tribunale, nel decidere su questa "scivolosa" censura di carenza informativa, ha ritenuto di valorizzare, da un lato, il carattere solo esemplificativo del calcolo provvisorio della riserva effettuato nel settembre 2015 in base alla formula adottata dalla banca per la determinazione della stessa e, dall'altro lato, che un investitore professionale come gli attori avrebbe potuto attendersi variazioni degli indici patrimoniali assunti a riferimento da tale formula, atteso che, da un lato, le modifiche riferite alle attività ponderate per il rischio "non sono state anomale ma hanno avuto un andamento del tutto sovrapponibile all'anno precedente" e, dall'altro lato,

che "l'andamento del CET1 ratio non era prevedibile per i vertici [della banca] sin dall'autunno 2015 potendo essere precisamente conosciuto solo una volta chiuso il bilancio di esercizio", in particolare quanto alla riserva c.d. "available for sale" e cioè relativa alle attività finanziarie disponibili per la vendita, che è ovviamente influenzata dai valori di mercato disponibili alla vendita al tempo della loro rilevazione ai fini della chiusura del bilancio. Per queste ragioni, pur sussistendo una comunicazione ambigua e forse non del tutto accurata (almeno in punto di qualificazioni volte a circoscrivere in termini chiari la portata e il significato dell'esempio circa la quantificazione della riserva: circostanza fattuale, questa, che invita, una volta di più, a richiamare l'attenzione degli organi sociali circa la massima attenzione da prestare, anche con adeguate qualificazioni su potenziali eventi prospettici, alla accuratezza delle loro comunicazioni al mercato), il Tribunale ha concluso che "le informazioni fornite non avevano capacità ingannatoria o decettiva nei confronti di parte attrice, essendo chiara ex ante l'aleatorietà del risultato finale della formula, derivante da elementi noti solo all'estero dell'iter di recesso, ossia dai dati di esercizio [della banca] da inserire nella formula; dall'entità del capitale facente capo ai soci recedenti; dall'offerta in opzione e prelazione agli azionisti non recedenti; dall'offerta dell'importo al mercato". Sulla base di questi elementi il Tribunale ha ritenuto che parte attrice, essendo un investitore professionale, abbia fatto una consapevole e legittima scelta di natura aleatoria di non

vendere le proprie azioni sul mercato secondario ad un valore inferiore di 0,313 euro per azione a quello previsto per il recesso, accettando così il rischio che la riserva non fosse tale da poter assicurare il rimborso di tutte le azioni per le quali era stato chiesto il recesso.

L'importanza del giudice specializzato in materie altamente complesse e a forte impronta euro-unitaria

Ne esce, complessivamente, un quadro che a mio avviso è alquanto rassicurante sull'efficacia del sistema di giustizia specializzata di cui il tribunale delle imprese è espressione (5). Ciò è tanto più importante in materia prudenziale, ove il diritto euro-unitario costituisce la fonte primaria di riferimento e la qualità delle decisioni giudiziali in materia è una componente essenziale del sistema per assicurare omogeneità di applicazione nell'Unione bancaria e, a ben vedere, effetto utile alle prescrizioni ammonizzate (6). Il Tribunale di Milano mi sembra mandare un incoraggiante segnale all'Europa, utile a fissare un *benchmark* di qualità (che nel caso di specie non mi sembra possa essere sminuito facendo rilevare i tempi lunghi necessari per pervenire alla decisione, atteso che la lunghezza del primo grado è dipesa essenzialmente dalla sospensione del giudizio in pendenza del giudizio di costituzionalità e dai termini a difesa successivamente concessi per sanare un difetto di legittimazione); un *benchmark* che, una volta tanto, non sarà del tutto scontato raggiungere nell'immediatezza per molti Stati membri dell'Unione.

(5) La rilevanza della specializzazione anche ai fini di una gestione più efficiente della giustizia è messa in rilievo da I. Pagni, *Competenze e specializzazioni*, in *Tutela dei diritti e (sistema) ordinamentale*, Atti del 6° Convegno Nazionale SISDC, Napoli, 2012, 398-399, in cui si sottolinea come tra l'altro il giudice possa esercitare, proprio "grazie alla propria preparazione, un pieno controllo sui risultati della valutazione tecnica altrui"; e sul tema cfr. anche Ead., *Il fallimento e le soluzioni alternative della crisi d'impresa: profili processuali*, in *Crisi*

d'impresa e procedure concorsuali, diretto da C. Cagnasso - L. Panzani, Torino, I, 2016, 129 ss. Sulla specializzazione del giudice, in generale, v. P. Comoglio, *Il giudice specializzato in materia d'impresa*, Torino, 2014, 102 ss.

(6) Per alcune considerazioni a riguardo, v. M. Lemandini - D. Ramos Muñoz, *Bankia: Can You Have a Capital Markets Union Without Harmonised Remedies for Securities Litigation*, EU Law Live, Weekend Edition 19 June 2021, e ivi ulteriori riferimenti ad una crescente letteratura.