

Articoli e Saggi

Non performing loan, crisi bancarie e soluzioni di mercato: spunti di riflessione sulla compatibilità dell'intervento pubblico con il regime degli aiuti di Stato

Guido Befani

SOMMARIO: 1. Premessa: l'individuazione del problema. – 2. L'incertezza del regime degli aiuti di Stato al settore bancario. – 3. I limiti della garanzia pubblica alle cartolarizzazioni delle sofferenze bancarie. – 4. Le problematiche prospettive di intervento dei fondi Atlante. – 5. Il fallimento della ricapitalizzazione del Monte dei Paschi di Siena. – 6. Le prospettive di intervento del d.l. 23 dicembre 2016, n. 237 (c.d. salva risparmio). – 7. Una possibile lettura evolutiva del regime degli aiuti di Stato alla luce della sentenza *Kontik*. – 8. Considerazioni conclusive.

1. Premessa: l'individuazione del problema

Nel difficile contesto economico attuale, lo stato di patologica insolvenza dei debitori non performanti ha rappresentato uno dei principali fattori di vulnerabilità del sistema bancario che, complice il perdurare degli effetti dalla crisi dei mutui *sub-prime*¹, ha registrato una significativa incidenza negativa della qualità degli attivi patrimoniali².

¹ L'economia di questo contributo non consente un'approfondita trattazione sulle origini e sugli effetti della crisi dei mutui *sub-prime*. Per una descrizione delle diverse cause si rinvia, *ex multis*, ai rilievi di J.E. Stiglitz, *Macroeconomics, Monetary Policy and the Crisis*, in O. Blanchard, D. Romer, M. Soence, L.E. Stiglitz (edited), *In the Wake of the Crisis*, Cambridge, 2013; K. Rogoff, P. Reinhart, M. Carmen, *Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten*, in S. Claessens, M.A. Kose, L. Laeven, F. Valencia (edited), *Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses. Presented September 14, 2012*, at IMF conference on financial crises, Washington, DC, 2014. Per la dottrina italiana, v. N. Salanitro, *Capitalizzazione e crisi economica*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2010, 125 ss. e M. Onado, *La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori*, in *Banca, impresa e società*, 2009, 5 ss.

² Secondo il Rapporto annuale della Banca d'Italia sulla stabilità finanziaria di novembre 2015, il settore bancario italiano avrebbe accumulato oltre 360 miliardi di crediti deteriorati lordi, di cui oltre 207 rappresentati da «sofferenze» pesanti in termini netti 85,5 miliardi di perdita secca. Cfr. sul punto Banca d'Italia, *Rapporto*

In tale frangente, la prima soluzione «istituzionale» approntata dal Comitato di Basilea nell'ambito del c.d. pacchetto di Basilea 3³ non sembrerebbe essere riuscita a scongiurare il potenziale effetto domino di un'insolvenza a cascata tra le banche e l'innescio di pericolose interazioni sistemiche, fattore che ha contribuito a porre al centro del dibattito economico-politico la ricerca di una nuova stabilità dei mercati e tra i mercati, e ha fatto ri-emergere l'esigenza di un intervento pubblico di «salvaguardia», per scongiurare che un settore altamente strategico e di indiscussa rilevanza pubblicistica⁴, come quello del credito, venga lasciato alla «mano invisibile» di autogoverno, con tutte le conseguenze del caso⁵.

sulla stabilità finanziaria, 2/2015, 33 ss. Sui *non performing loan* si rinvia, *ex multis*, ai rilievi di M. Gandolfo, *La nozione di insolvenza nelle sofferenze bancarie*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2/2015, 339 ss.

³ L'architettura del «Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria» ha imposto l'accantonamento prudenziale di riserve obbligatorie proporzionali all'ammontare di credito esposto al rischio di insolvenza. In conseguenza della crisi finanziaria del 2007-2008, infatti, è stato approvato un apposito accordo internazionale di vigilanza prudenziale, il c.d. pacchetto Basilea 3, diretto al miglioramento della capacità del settore bancario di assorbire gli *shock* derivanti dalle tensioni economiche e finanziarie, indipendentemente dalla loro origine, a migliorare la gestione del rischio e la *governance* e a rafforzare la trasparenza e l'informativa delle banche. L'accordo di Basilea 3 è stato trasfuso nell'Unione Europea all'interno del Regolamento UE n. 575/2013 e della direttiva 2013/36/UE sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale, la c.d. «direttiva sui requisiti patrimoniali», recepita nell'ordinamento italiano dal d.lgs. 12 maggio 2015, n. 72, per un commento dei quali si rinvia a F. Accettella, *L'Accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'UE*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1/2013, 462 ss.

⁴ Già all'indomani della legge bancaria del 1936, la migliore dottrina aveva mostrato un vivo interesse sulla funzione pubblicistica del credito e del risparmio, configurando l'attività di erogazione del credito quale servizio pubblico. In tale dibattito, si rinvia a M.S. Giannini, *Osservazioni sulla disciplina della funzione creditizia del 1939*, ora in Id., *Scritti*, vol. II, Milano, 2002, nonché a Id., *Istituti di credito e servizi d'interesse pubblico del 1949*, ora in Id., *Scritti*, vol. III, Milano, 2003, 57 ss. Sui profili pubblicistici del credito e sul ruolo di Stato banchiere si rinvia a M. Nigro, *Profili pubblicistici del credito*, Milano, 1969. La rilevanza giurpubblicistica del credito ha poi assistito, in conseguenza della scomparsa dello Stato-imprenditore-banchiere degli anni '90, al riconoscimento della natura imprenditoriale dell'attività bancaria e la sua collocazione in un assetto di mercato concorrenziale. Cfr. sul punto, *ex multis*, la ricostruzione di R. Costi (a cura di), *Il diritto del mercato finanziario alla fine degli anni 80*, Milano, 1990, nonché A. Predieri, *Il nuovo assetto dei mercati finanziari e creditizi nel paradigma della concorrenza comunitaria*, Milano, 2002.

⁵ In termini generali, per una ricostruzione storica sugli ausili pubblici alle imprese in difficoltà, si rinvia ai rilievi di A. Nigro, *La disciplina delle crisi patrimoniali delle imprese: lineamenti generali*, in M. Bessone (a cura di), *Trattato dir. priv.*, vol. XXV, Torino, 2012, 103 ss., nonché, con specifico riferimento al settore bancario, a A. Dell'Atti, *Gli aiuti di Stato alle banche in tempo di crisi*, in *Conc. e Merc.*, 2012, 585, e C. Buzzacchi, *Aiuti di Stato tra misure anti-crisi ed esigenze di modernizzazione: la politica europea cambia passo?*, in *Conc. e Merc.*, 2013, 77 ss. L'economia del presente contributo non consente ulteriori approfondimenti su un tema così vasto. Nella consapevolezza di tale limite, si rinvia, *ex multis*, ai rilievi di F. Ferraro, *L'evoluzione della politica sugli aiuti di Stato a sostegno dell'accesso al finanziamento nell'attuale situazione di crisi economica e finanziaria*, in *Diritto dell'Unione Europea*, 2010, 335 ss.; R. Luja, *State Aid and the Financial Crisis: Overview of the Crisis Framework*, in *European State Aid Law Quarterly*, 2009, 145 ss., nonché G. Napolitano, *L'intervento dello Stato nel sistema bancario e i nuovi profili pubblicistici del credito*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 4/2009, 429 ss. Sui diversi fallimenti del mercato, e sulle relative ragioni macroeconomiche a sostegno dell'intervento pubblico, cfr. l'analisi di J.E. Stiglitz, *The Economics of the Public Sector*, 3rd ed., New York, 2000. Da ultimo, cfr. anche i rilievi di S. Amorosino, *Trasformazioni dei mercati, nuovi modelli regolatori e mission del diritto dell'economia*, in *Il diritto dell'economia*, 2/2016, 339 ss.; F.A. Grassini, *Ritorno ai salvataggi?*, in *Astrid Rassegna*, 7/2015; G. Rossi, *Pubblico e privato nell'economia semiglobalizzata. L'impresa pubblica nei sistemi permeabili e in competizione*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 1/2014, 1 ss.; nonché F. Fracchia, *Il diritto dell'economia alla ricerca di un suo spazio nell'era*

Sempre in tale contesto, e nell'alveo degli interventi strutturali e delle diverse esperienze di salvataggi pubblici di istituti di credito, si è inserita anche la soluzione istituzionale dell'Unione Bancaria europea, che ha visto la duplice introduzione del Meccanismo di vigilanza unico e del Meccanismo di risoluzione unico, e che ha trovato il suo «naturale» compimento con l'emanazione della direttiva 2014/59/UE «*Bank Recovery and Resolution Directive*», istitutiva di un quadro preventivo comune di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento in stato di crisi⁶, l'attuazione della quale cela il rischio di paradossali effetti distorsivi per la stabilità del sistema bancario⁷.

Infatti, come meglio si vedrà nell'analisi del fallimento della ricapitalizzazione Monte dei Paschi, l'introduzione generalizzata dell'istituto del *Bail-in*⁸, ha suscitato negli investitori un pericoloso effetto «palla di neve», che rischia fortemente di auto alimentarsi in una pericolosa spirale al ribasso, laddove proprio l'obbligo di intervento preventivo posto a carico di azionisti, obbligazionisti e correntisti dell'istituto da risanare, avrebbe l'inevitabile effetto di rendere ancor meno appetibili i titoli azionari e obbligazionari degli istituti coinvolti, compromettendo ulteriormente le sorti finanziarie dell'ente al posto di porvi rimedio⁹, specie nell'eventualità, tutt'altro che remota, che il rischio sotteso di un forzoso aumento di capitale, nel caso in cui il mercato non lo finanzi spontaneamente, possa acuire la crisi di liquidità degli istituti bancari e da cui potrebbe scaturire una crisi sistemica di solvibilità e un fallimento del mercato del credito che, se

della globalizzazione, in *Il diritto dell'economia*, 2012, 11 ss. e Id., *Giudice amministrativo, crisi finanziaria globale e mercati*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunitario*, 2010, 451 ss.

⁶ Recepita nell'ordinamento italiano dal d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180.

⁷ Tra i commenti dottrinari alla direttiva BRRD, cfr., *ex multis*, quanto rilevato da A. Argentati, *I salvataggi di banche italiane e l'«Antitrust» europeo*, in *Mercato, concorrenza regole*, 1/2016, 109 ss.; V. Carriero, *Salvataggi bancari e sacrificio di diritti: il «bail-in»*, in *Il Foro italiano*, 4/2016, pt. 5, 147 ss.; G. Guizzi, *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, Intervento al Seminario «La tutela del risparmio nell'Unione bancaria», Roma, 5 maggio 2016, in *Corriere giuridico*, 6/2016, 745 ss.; B. Inzitari, *BRRD, «Bail in», risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. n. 180 del 2015)*, in *Contratto e impresa*, 3/2016, 689 ss.; A. De Aldisio, *La gestione della crisi nell'Unione Bancaria*, in *Banca impresa società*, 3/2015, 391 ss.

⁸ La direttiva 59/2014 ha previsto un meccanismo di salvataggio interno, il c.d. *Bail-in*, che consente la svalutazione e la conversione forzata delle passività dell'ente da risanare, imponendo l'intervento preventivo degli azionisti, degli obbligazionisti e dei correntisti con depositi superiori alla nota soglia di garanzia di cento mila euro. Lo stesso art. 3, comma 1, n. 33, del Reg. 806/2014 sul Meccanismo unico di risoluzione definisce il *Bail-in* quale «meccanismo per l'esercizio dei poteri di svalutazione e di conversione in relazione alle passività di un ente soggetto a risoluzione».

⁹ Significative al riguardo sembrerebbero essere le esperienze della Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio e di Banca Marche, Cassa di risparmio di Ferrara, Cassa di risparmio di Chieti, sottoposte alla procedura di risoluzione prevista dall'art. 32 del d.lgs. n. 180 del 2015 con apposito provvedimento della Banca d'Italia del 23 novembre 2015. Cfr. sul punto Banca d'Italia, *L'attività di vigilanza svolta dalla Banca d'Italia: Linee generali e interventi nei confronti delle quattro banche poste in «risoluzione»*, del 30 gennaio 2016.

ritenuto «insostenibile», aprirebbe la strada a un intervento pubblico straordinario di dubbia compatibilità con il regime degli aiuti di Stato¹⁰.

Alla luce di queste premesse, pertanto, lo scopo del presente contributo è di tentare di individuare una diversa prospettiva di indagine sul problema dell'intervento pubblico a sostegno delle crisi bancarie, anche a fronte delle problematiche emerse in attuazione delle diverse soluzioni di mercato via via approntate. Nello specifico, si cercheranno di individuare gli elementi di criticità connessi alla garanzia pubblica sulle cartolarizzazioni delle sofferenze bancarie, alla partecipazione pubblica ai due fondi Atlante e all'attuazione del decreto «salva risparmio», perché i profili di rischio appena delineati potrebbero rappresentare in astratto tanto un fallimento del mercato, quanto un fallimento istituzionale delle regole, ovvero un problematico *mix* dei due, con dei dubbi risolti di compatibilità col regime generale degli aiuti di Stato niente affatto definibili con significativi margini di certezza.

2. *L'incertezza del regime degli aiuti di Stato al settore bancario*

La prospettiva di ricorrere a un paracadute pubblico per far fronte a una crisi bancaria di rilevanza sistemica, già sperimentata nel caso simbolo della nazionalizzazione britannica della *Northern Rock*¹¹, ha comportato l'emersione di diversi profili problematici nell'individuare la compatibilità col regime degli aiuti di Stato¹².

¹⁰ Cfr. sul punto D. Rossano, *Nuove strategie per la gestione delle crisi bancarie: il "bail-in" e la sua concreta applicazione*, Relazione al Convegno «Quali regole per quali Mercati? Una riflessione sui nuovi modelli regolatori e sui mercati in transizione», Milano, 11-12 dicembre 2015, in *federalismi.it*, 1/2016, 10 ss., nonché A. Gardella, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 5/2015, 587 ss.

¹¹ Su tale operazione si vedano, *ex multis*, i rilievi di M. Marini, *Il caso "Northern Rock": il consolidarsi del nuovo paradigma proprietario nel diritto privato europeo*, Nota a CEDU, sez. IV, 10 luglio 2012 (D. Graininger e al. c. Regno Unito), in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 4/2014, pt. 2, 493 ss.; P. Mottura, *Lo strano caso di Northern Rock*, in *Banca impresa società*, 1/2010, 19 ss.; B. Bortolotti, H. Song Shin, *Da Mary Poppins a Northern Rock. Spunti sulle corse agli sportelli moderne*, in *Mercato concorrenza regole*, 1/2009, 79 ss., nonché P. Mottura, *La Northern Rock e la sua crisi di liquidità*, in *Bancaria*, 6/2008, 3 ss.

¹² Le varie problematiche degli aiuti di Stato sono già state ampiamente evidenziate dalla dottrina intervenuta sul tema; senza pretesa di esaustività per una tematica così vasta si rinvia, *ex multis*, a E. Triggiani, *Gli aiuti statali alle imprese nel diritto internazionale e comunitario*, Bari, 1989; G. Salimbeni, *Gli aiuti pubblici alle imprese. Profili generali*, in *Riv. dir. eur.*, 1995, 5 ss.; M. Orlandi, *Gli aiuti di Stato nel diritto comunitario*, Napoli, 1995; T. Ballarino, L. Bellodi, *Gli aiuti di Stato nel diritto comunitario*, Napoli, 1997; F. Ferraro, *L'evoluzione della politica sugli aiuti di Stato a sostegno dell'accesso al finanziamento nell'attuale situazione di crisi economica e finanziaria*, in *Dir. Un. eur.*, 2010, 335 ss.; F. Bestagno, *Gli aiuti di Stato in tempi di crisi: il sostegno all'economia reale tra misure nazionali e Piano europeo di ripresa*, in A. Ligustro, G. Sacerdoti (a cura di), *Problemi e tendenze del diritto internazionale dell'economia. Liber amicorum in onore di Paolo Picone*, Napoli, 2011, 691 ss.; G. Contaldi, *Aiuti di Stato e crisi economica internazionale*, in A. Ligustro, G. Sacerdoti (a cura di), *Problemi e ten-*

A fronte di questa incertezza, pertanto, appare necessario contestualizzare il problema del sostegno pubblico al settore bancario nello scenario giuridico-istituzionale europeo delle note clausole di flessibilità del par. 3 dell'art. 107 del TFUE, che legittimerebbero l'intervento pubblico a determinate condizioni.

A scanso di equivoci o di errori metodologici, infatti, l'importanza di un coordinamento tra l'impostazione teorica generale degli aiuti di Stato con le specificità proprie del comparto bancario è confermata anche dalla progressiva evoluzione dell'approccio giuridico al problema degli aiuti di Stato al settore creditizio, che ha seguito quattro fasi evolutive di graduale interesse¹³.

La prima fase, infatti, che è perdurata sotto la vigenza dell'allora art. 86 TCE fino alla nota sentenza della Corte Giustizia Europea 14 luglio 1981, causa 172/80, *Zuechner* che ha riconosciuto espressamente la natura imprenditoriale dell'attività bancaria, è stata caratterizzata dalla sottrazione indifferenziata degli aiuti concessi agli istituti di credito, equiparati alle imprese che gestiscono servizi di «interesse economico generale».

La seconda fase, con un approccio diametralmente opposto, attraverso l'emanazione della direttiva 77/780/CEE, la prima che ha riconosciuto il carattere di impresa all'attività creditizia, ha visto l'equiparazione *hic et nunc* delle banche al regime previsto per ogni altra impresa «in difficoltà», con una valutazione rigorosa delle situazioni legittimanti gli aiuti e con l'applicazione generalizzata dell'allora art. 87, par. 3, lett. c), del Trattato CE, in forza della quale l'intervento pubblico era subordinato o al noto criterio dell'investitore privato in regime di libero mercato¹⁴, ovvero alla deroga espressa da parte della Commissione¹⁵.

denze del diritto internazionale dell'economia. Liber amicorum in onore di Paolo Picone, cit., 711 ss.; G. Meo, *Aiuti di Stato e forme di risanamento d'impresa compatibili*, in *Dir. comm. intern.*, 2011, 47 ss.

¹³ Sulla periodizzazione della evoluzione degli aiuti di Stato in generale, si rinvia ai rilievi di G.L. Tosato, *La disciplina comunitaria degli aiuti tra economia di mercato e interessi generali*, in www.astrid-online.it, 2009 e Id., *L'evoluzione della disciplina sugli aiuti di Stato*, in C. Schepisi (a cura di), *La "modernizzazione" della disciplina sugli aiuti di Stato*, Torino, 2011, 3 ss. Con specifico riferimento al settore bancario, si rinvia in particolare a G. Rotondo, D. Vattermoli, *Gli aiuti di Stato alle imprese bancarie in difficoltà*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1/2000, 240 ss.; V. Giglio, R. Setola, *La disciplina degli aiuti di Stato e le crisi bancarie italiane*, in *Mercato concorrenza regole*, 2002, 213 ss.; V. Giglio, *Gli aiuti di Stato alle banche nel contesto della crisi finanziaria*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2009, 23 ss.; D. Diverio, *Gli aiuti di Stato al trasporto aereo e alle banche*, Milano, 2010, 97 ss.; S. Fortunato, *Aiuti di Stato e mercato creditizio fra orientamenti comunitari e interventi nazionali*, in *Dir. Banc.*, 1/2010, 379 ss.

¹⁴ Sulla contrapposizione tra l'intervento dello Stato in veste di potenziale azionista, e quello disposto in veste di pubblica autorità, cfr. i rilievi di G.M. Caruso, *Caratteri evolutivi del criterio dell'investitore di mercato. La contrapposizione fra Stato azionista e Stato autorità negli incerti parametri europei*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 1/2014, 113 ss.

¹⁵ Come evidenziato da autorevole dottrina (cfr. S. Fortunato, *op. cit.*) non vi sarebbe in questa fase alcuna specifica comunicazione della Commissione che riguardi gli aiuti per il settore bancario, a fronte dell'applicazione generalizzata della «Comunicazione recante orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione delle imprese in difficoltà» del 23 dicembre 1994. In questa fase, infatti, è degno di nota l'intervento «puntuale» della Commissione europea sul salvataggio francese del *Credit Lyonnais*, di cui alla Decisione della Commissione 98/490/CE nel caso C 47/96. Per dottrina più significativa di questa fase, si veda, *ex*

La terza fase, invece, ha visto l'alleggerimento della disciplina all'indomani del fallimento della *Lehman Brothers*¹⁶, con un progressivo approccio istituzionale basato sulla più elastica lett. b) dell'art. 107 TFUE a fronte della riconosciuta esigenza di «porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro¹⁷» e attraverso una regolamentazione demandata alla preventiva autorizzazione della Commissione, la cui sintesi è rinvenibile nelle sei note Comunicazioni per il settore finanziario della Commissione europea, emanate non a caso a cavallo tra il 2008 e il 2011¹⁸, con il primo vero riconoscimento formale della strategicità del settore finanziario-creditizio¹⁹.

La quarta fase di regolamentazione, infine, ha trovato un approccio istituzionale uniforme e tendenzialmente orientato a definire una struttura dell'ammissibilità degli interventi pubblici a sostegno delle crisi bancarie, e trova la sua sintesi attuale nella «Comunicazione relativa all'applicazione, dal 1° agosto 2013, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel

multis, G. Della Cananea, *Il ruolo della Commissione nell'attuazione del diritto comunitario: il controllo sugli aiuti di Stato alle imprese*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, 1993, 399 ss.

¹⁶ Sull'impatto della crisi finanziaria dei mutui *sub-prime* sulla disciplina generale degli aiuti di Stato, premessa la vastità del tema e nell'economia del presente contributo, cfr., *ex multis*, i rilievi di N. Pesaresi, *Diritto della concorrenza e crisi d'impresa*, in G. Colombini, M. Passalacqua (a cura di), *Mercati e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di Stato*, Napoli, 2012, spec. 161; M. Merola, *La politica degli aiuti di Stato nel contesto della crisi economico-finanziaria: ruolo e prospettive di riforma*, in G. Colombini, M. Passalacqua (a cura di), *op. cit.*, 217 ss., nonché M. Passalacqua, *Aiuti di Stato al settore finanziario nell'amministrazione dell'emergenza*, in G. Colombini, M. Passalacqua (a cura di), *op. cit.*, 241 ss.

¹⁷ Il riferimento al grave turbamento dell'economia è stato interpretato dalla giurisprudenza europea nel senso di dover incidere sull'economia nazionale nel suo complesso e la sua gravità deve essere valutata in riferimento all'intera Unione. Cfr. sul punto Trib. Ce 15 dicembre 1999, cause riunite T-132/96 e T-143/96, *Freistaat Sachsen, Volkswagen AG e Volkswagen Sachsen GmbH* c. Commissione, in *Racc. giur. C. giust.*, 1999, II, 3663 ss.

¹⁸ Nello specifico sono state emanate la «Comunicazione sull'applicazione delle regole in materia di aiuti di Stato alle misure adottate per le istituzioni finanziarie nel contesto dell'attuale crisi finanziaria mondiale» del 25 ottobre 2008, la «Comunicazione relativa alla ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie nel contesto dell'attuale crisi finanziaria: limitazione degli aiuti al minimo necessario e misure di salvaguardia contro indebite distorsioni della concorrenza» del 15 gennaio 2009, la «Comunicazione sul trattamento delle attività che hanno subito una riduzione di valore nel settore bancario comunitario» del 26 marzo 2009, la «Comunicazione sul ripristino della redditività e la valutazione delle misure di ristrutturazione del settore finanziario nel contesto dell'attuale crisi in conformità alle norme sugli aiuti di Stato» del 19 agosto 2009, la «Comunicazione relativa all'applicazione, dal 1° gennaio 2011, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria» del 7 dicembre 2010, nonché la «Comunicazione relativa all'applicazione, dal 1° gennaio 2012, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria» del 6 dicembre 2011.

¹⁹ La comunicazione relativa alle banche del 2008, in particolare, ha permesso agli Stati membri di istituire regimi per il salvataggio delle banche senza escludere, al tempo stesso, gli interventi *ad hoc*. Nell'ordinamento italiano la terza fase trova una «conferma» normativa nell'emanazione di tre decreti legge in funzione «salva risparmio» (d.l. 9 ottobre 2008, n. 155; d.l. 13 ottobre 2008, n. 157 e d.l. 29 novembre 2008, n. 185). Sul punto cfr., *ex multis*, i rilievi di M. Allena, A. Giannelli, S. Vernile, *Le misure di sostegno pubblico agli istituti di credito*, in *Il diritto dell'economia*, 1/2012, 49 ss.; A. Dolmetta, *Pacchetti legislativi per il salvataggio delle banche*, in *Le società*, 2009, 339 ss. e T. Tomasi, *Le nuove misure statali "salva banche" (Riflessioni sulla l. n. 190/08 e disposizioni collegate)*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2009, 1013 ss.

contesto della crisi finanziaria» del 30 luglio 2013, che ha ridisegnato il quadro regolamentare della materia.

Nello specifico, in caso di carenza strutturale di capitale di un istituto di credito, la Comunicazione ha ritenuto autorizzabili le misure di intervento pubblico solo previa approvazione del piano di ristrutturazione dell'ente interessato, e attraverso un'adeguata condivisione interna degli oneri da parte degli azionisti e dei creditori, il c.d. *burden sharing*.

Con questa nuova impostazione «di compromesso» per valutare l'eventuale compatibilità con il regime generale degli aiuti di Stato, appare molto significativa la previsione di una «valvola di sicurezza» contenuta nel considerando 45 della Comunicazione, che ha ammesso una deroga in bianco alle previsioni della stessa, nel caso in cui «l'attuazione di tali misure metterebbe in pericolo la stabilità finanziaria o determinerebbe risultati sproporzionati».

L'importanza di una tale apertura non è certo questione di poco conto, atteso che la stessa è corroborata anche dalle previsioni della direttiva 2014/59 che «al fine di evitare o rimediare a una grave perturbazione dell'economia di uno Stato membro e preservare la stabilità finanziaria», ha previsto diverse eccezioni per cui l'intervento pubblico è considerato compatibile, previa approvazione nel quadro ordinario del regime degli aiuti di Stato.

Ad ogni modo, la potenziale virtuosità di un tale sistema, che consentirebbe l'apertura straordinaria dei «rubinetti pubblici» in caso di emergenza, presenta non pochi elementi problematici.

In primo luogo, la tenuta di sicurezza del sistema ha mantenuto in capo alla Commissione la competenza esclusiva in materia di controllo degli aiuti di Stato, che potrà quindi, del tutto discrezionalmente, considerare compatibili soltanto quegli interventi che mirano a porre rimedio «a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro», lasciando pertanto intendere che saranno autorizzabili solo gli interventi *ex post* rispetto a uno stato di crisi già verificatosi.

In secondo luogo, la Commissione non ha fissato *ex ante* delle soglie minime o delle condizioni *standard* di legittimità per parametrare l'intervento statale in materia bancaria, e questa mancanza imporrebbe di valutare la legittimità di qualsiasi ipotesi di intervento pubblico con lo schema generale della disciplina in materia di aiuti di Stato. Pertanto, nel caso in cui uno Stato membro notifichi alla Commissione un progetto di aiuto che risulti conforme alla normativa europea, la stessa dovrà, almeno in linea di principio, autorizzare tale progetto senza porre particolari problemi interpretativi. Viceversa, è sempre ammessa la facoltà per gli Stati membri di notificare progetti di aiuti di Stato «straordinari» potendo questi essere autorizzati volta per volta in pendenza di circostanze eccezionali.

Ed è proprio sulla valutazione concernente la «eccezionalità» delle circostanze che si gioca la tenuta sistemica del complesso e contraddittorio quadro regolamentare vigente del comparto bancario²⁰, perché i diversi tentativi di mercato di risoluzione delle crisi bancarie hanno mostrato dei limiti significativi, e una loro analisi critica si pone quindi come operazione necessaria per riaffermare l'eventuale opportunità di un intervento pubblico²¹.

3. *I limiti della garanzia pubblica alle cartolarizzazioni delle sofferenze bancarie*

Una prima soluzione «di mercato» a copertura della patrimonializzazione delle sofferenze bancarie ha previsto la possibilità di ricorrere allo schema generale della cessione dei crediti deteriorati attraverso le operazioni di cartolarizzazione di cui alla legge 30 aprile 1999, n. 130, che, per spostare il rischio di insolvenza dei flussi finanziari dal mercato del credito al mercato dei capitali, ha previsto la costituzione di un'apposita società veicolo per l'incorporazione dei rapporti ceduti in dei titoli di credito, i c.d. *Asset-Backed Securities*, da collocare poi sul mercato, previa accettazione da parte dei sottoscrittori interessati della c.d. clausola di *limited recourse*²².

Ma nonostante l'apparente attrattività di tali operazioni, l'esperienza concreta delle cartolarizzazioni ha trovato numerose difficoltà applicative dovute all'assenza di una puntuale regolamentazione dei crediti effettivamente cartolarizzabili e delle oggettive difficoltà di valutazione sulla solvibilità del rapporto di

²⁰ Le banche infatti continuerebbero a rimanere esposte a *shock* di origine interna o internazionale, e le maggiori fonti di incertezza operativa deriverebbero proprio dalle importanti iniziative regolamentari internazionali in corso di completamento, quali la riforma del pacchetto di Basilea 3 e del *Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities*, nonché l'entrata in vigore del nuovo standard contabile IFRS 9 sulla valutazione degli strumenti finanziari. Cfr. al riguardo Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2/2016, 23 ss.

²¹ È cosa ormai nota la oscillante gradualità dell'intervento pubblico nell'economia. Per ulteriori approfondimenti su di un tema così vasto, si rinvia, *ex multis*, a M.S. Giannini, *Le imprese pubbliche in Italia*, in *Riv. Soc.*, 1958, 232 ss., nonché ai rilievi di F. Galgano, *Pubblico e privato nella regolazione dei rapporti economici*, in F. Galgano (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. I, *La Costituzione Economica*, Padova, 1977, 105 ss.; V. Ottaviano, *Il governo dell'economia: i principi giuridici*, in F. Galgano (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, cit., 185 ss.; E. Cianci, *Nascita dello Stato imprenditore in Italia*, Milano, 1977; G. Rossi, *Pubblico e privato nell'economia di fine secolo*, in *Quaderni del pluralismo*, n. 1, 1995, 1 ss.; A. La Spina, G. Majone, *Lo Stato regolatore*, Bologna, 2000; P. Savona, *Il ritorno dello Stato padrone*, Soveria Mannelli, 2009; G. Cerrina Ferroni, G.F. Ferrari (a cura di), *Crisi economico finanziaria e intervento dello Stato. Modelli comparati e prospettive*, Torino, 2012; M.G. Della Scala, *Società per azioni e Stato imprenditore*, Napoli, 2012. Da ultimo cfr. anche G. Rossi, *Pubblico e privato nell'economia semi-globalizzata. L'impresa pubblica nei sistemi permeabili e in competizione*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2/2014, 1 ss., nonché i rilievi di G.M. Caruso, *Il socio pubblico*, Napoli, 2016.

²² Che vincola la corresponsione delle cedole al rimborso del credito sottostante.

credito sottostante, specie nell'eventualità, tutt'altro che remota, che nelle operazioni di cartolarizzazione finiscano dei *non performing loan*²³.

Pertanto, per incentivare lo sviluppo del mercato delle cartolarizzazioni dei crediti deteriorati, il governo italiano, oltre all'attuazione della direttiva 2014/59²⁴, ha emanato anche il d.l. 14 febbraio 2016, n. 18, il c.d. decreto salvabanche, che è intervenuto su diversi fronti, il più significativo dei quali è rappresentato dalla possibilità per il Ministero dell'economia di «concedere la garanzia dello Stato sulle passività emesse nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di cui all'articolo 1 della legge 30 aprile 1999, n. 130».

In particolare, l'operazione di cartolarizzazione dei crediti in sofferenza cui dovrebbe accedere la menzionata garanzia (la c.d. GACS), prevede l'emissione di titoli attraverso una tripartizione in classi diverse in ragione del grado di subordinazione nell'assorbimento delle perdite: la classe *junior*, maggiormente subordinata perché non ha diritto al rimborso del capitale, al pagamento degli interessi o altra forma di remunerazione fino al completo rimborso del capitale dei titoli delle altre due classi, cioè la *mezzanine*, (che limitatamente alla corresponsione degli interessi è postergata alla corresponsione degli interessi dovuti alla classe superiore) e la classe dei titoli *senior*, la più sicura e maggiormente garantita.

In forza dell'art. 8 del d.l. n. 18 del 2016, la garanzia statale può essere concessa solamente sui titoli *senior*, deve essere onerosa, incondizionata, irrevocabile e a prima richiesta, nonché destinata a coprire i pagamenti contrattualmente previsti, per interessi e capitale, a favore dei detentori dei titoli *senior* per la loro intera durata.

In particolare, poiché la garanzia pubblica è prestata dal MEF con un apposito fondo istituito nel proprio stato di previsione, si è posto il problema della sua eventuale compatibilità con il regime degli aiuti di Stato.

In questa prospettiva, lo schema del d.l. n. 18 del 2016 è stato oggetto di un'apposita decisione del 10 febbraio della Commissione Europea, che ha escluso la configurabilità di un aiuto di Stato qualora la garanzia venga «prezzata» a determinate condizioni di mercato.

Nello specifico, per essere compatibile col regime degli aiuti di Stato, la garanzia pubblica deve essere commisurata al valore medio degli indici dei *credit default swap (cds)*, cioè di quelle polizze standard contro l'insolvenza delle obbli-

²³ Cfr. sul punto i rilievi di U. Violante, *Mercato del prestito e cartolarizzazione dei crediti: impatto (e interferenze) della normativa europea di vigilanza prudenziale*, in *Giurisprudenza commerciale*, 5/2014, 1004 ss. Cfr. altresì F. Battaglia, M. Mazzuca, *La relazione tra attività di cartolarizzazione e liquidità nelle banche italiane. Alcune evidenze empiriche dalla recente crisi finanziaria*, in *Banca, impresa, società*, 3/2012, 419 ss., nonché F. Capriglione, *I "prodotti" di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?*, Relazione al Convegno «La distribuzione di prodotti finanziari, bancari e assicurativi», Bari, 9 novembre 2007, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1/2008, 20 ss.

²⁴ Recepita nell'ordinamento italiano dal d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180.

gazioni. Più in dettaglio, la garanzia pubblica deve essere parametrata a tre panieri di *cds* attinenti la valutazione del merito di credito rilasciata dalle agenzie *S&P*, *Fitch Ratings* o *Moody's*, per un livello di rischio «corrispondente» a quello dei titoli garantiti²⁵.

Ciò premesso, sebbene ad una prima lettura la scelta normativa di parametrare la garanzia pubblica ai tassi di mercato appaia pienamente conforme ai criteri di mercato, in realtà, questa stessa scelta presenta un profilo problematico proprio in riferimento all'obbligo di «corrispondenza» con i *credit default swap*.

Una prima considerazione di ordine problematico, infatti, risiede proprio nella natura derivata e atipica dei *cds*, niente affatto standardizzati a fronte delle molteplici varianti presenti sui mercati²⁶, e laddove il sinallagma dell'operazione è rappresentato proprio dallo scambio (traduzione letterale di *swap*) del solo rischio di insolvenza, e non anche del rapporto creditorio sottostante²⁷.

Nello specifico, nonostante la funzione sociale dei *credit default swap* consista nel «prezzare» il rischio di insolvenza del debitore, l'esatta quantificazione del prezzo è però negoziata sul mercato *over-the-counter* che non è regolamentato, a differenza di quanto avviene per altre figure contrattuali tipiche di assunzione del rischio come l'assicurazione o la fidejussione²⁸.

Attraverso queste operazioni derivate, infatti, la valutazione sul «merito creditizio» viene di fatto trasferita da un settore altamente regolato e vigilato, come quello bancario e assicurativo, verso un altro settore non regolamentato, svincolato da ogni controllo prudenziale delle autorità di vigilanza e rimesso, sostanzial-

²⁵ Ai sensi dell'art. 5 del d.l. n. 18 del 2016, ai fini del rilascio della garanzia pubblica, i titoli *senior* devono avere previamente ottenuto un livello di *rating* «non inferiore all'ultimo gradino della scala di valutazione del merito di credito *investment grade*» che sia stato assegnato da una agenzia esterna di valutazione del merito di credito (ECAI) accettata dalla Banca Centrale Europea al 1° gennaio 2016.

²⁶ L'intera famiglia dei contratti derivati di credito ricomprende al proprio interno diverse tipologie contrattuali. Significative al riguardo, sembrerebbero essere la figura del *credit default swap* semplice, del *credit default swap* complesso, della *credit default option*, del *credit spread swap*, della *credit spread option* e del *total rate of return swap*. Sui maggiori profili dei derivati finanziari si rinvia, *ex multis*, ai rilievi di F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007.

²⁷ Cfr. R. Tarolli, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giurisprudenza commerciale*, 6/2008, 1169 ss.

²⁸ Per quanto riguarda gli *Over the Counter* basati in Italia, la CONSOB può richiedere agli organizzatori, agli emittenti e agli operatori dati, notizie e documenti sugli scambi organizzati di strumenti finanziari (artt. 78 e 79 del TUFIN - d.lgs. n. 58 del 1998). La CONSOB gestisce l'elenco dei Sistemi di Scambi Organizzati. Cfr. sul punto i rilievi di F. Delfini, *Contratti derivati OTC: problemi di validità e di qualificazione (a margine di un recente libro in tema di Swap)*, in *Contratto e impresa*, 4-5/2014, 910 ss.

Sulla differenza dei *cds* con analoghe figure contrattuali quali la cessione di credito, l'assicurazione e la fidejussione, si rinvia, *ex multis*, ai rilievi di C. Rucellai, *Cartolarizzazione sintetica e "Credit Default Swap"*, Relazione al Convegno «Le nuove cartolarizzazioni bancarie», Roma, 20 maggio 2011, in *Giurisprudenza commerciale*, 3/2012, 371 ss., nonché a E. Barcellona, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 6/2009, 658.

mente, alla discrezionalità delle agenzie di *rating* sull'efficienza della tenuta «di sistema» del mercato in generale e non del singolo rapporto sottostante²⁹.

Non da ultimo, poiché la stessa garanzia pubblica sarebbe prestata «a condizioni di mercato» sia per renderla compatibile col regime degli aiuti di Stato, e sia per cercare di dare una maggiore valorizzazione dei titoli garantiti, verrebbe comunque da chiedersi quale possa essere l'effettiva portata di un tale strumento, limitato però ai titoli più sicuri che già presentano un loro mercato di «assicurazione», laddove semmai sarebbero i titoli *mezzanine* e *junior* i più bisognosi di una incentivazione pubblica nel caso in cui il settore privato, verosimilmente, non vi provveda in modo spontaneo.

Impostata in questi termini l'analisi, infatti, si arriverebbe al paradosso di dover necessariamente commisurare il menzionato «trasferimento» del rischio di insolvenza verso un soggetto pubblico³⁰, il cui prezzo sarebbe però rimesso e commisurato ad una valutazione media di merito effettuata da tre agenzie di *rating* su delle operazioni «corrispondenti» al livello di rischio dei titoli *senior* da garantire.

E quindi delle due l'una, o non esiste un mercato di «garanzia» tale da stimolare le operazioni di cartolarizzazione, e quindi si potrebbe discutere sulla necessità di un intervento pubblico in tal senso, ovvero, se un mercato di garanzia effettivamente esiste, apparirebbe superfluo commisurare una garanzia pubblica «non necessaria» ai corrispondenti livelli di mercato, emessi oltretutto secondo un giudizio tendenzialmente arbitrario e insindacabile delle agenzie di *rating*³¹, le valutazioni delle quali avvengono ancora in un regime di sostanziale oligopolio, e con dei potenziali conflitti di interessi che rischierebbero di non rappresentare in modo adeguato la ponderazione del rischio cui sarebbe esposta l'entità emittitrice dei *cds*³². A maggior ragione, quindi, verrebbe da chiedersi quanto possa rispon-

²⁹ Cfr. al riguardo i lucidi rilievi di T. Padoa Schioppa, *I prodotti derivati: profili di pubblico interesse*, in *Bollettino Economico* della Banca d'Italia, 1996, n. 26.

³⁰ Ai sensi dell'art. 11, comma 3, del d.l. n. 18 del 2016, con il pagamento della garanzia il MEF è surrogato nei diritti dei detentori dei titoli *senior*.

³¹ Sul punto, cfr. i rilievi di A. Benedetti, *Le agenzie di rating tra crisi dei modelli di mercato e criticità dei processi di regolamentazione*, in *Costituzionalismo.it*, 2/2012, 21 ss.; G. La Rosa, *Il ruolo delle agenzie di rating*, in *Il diritto dell'economia*, 1/2012, 25 ss. e L. Pianesi, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private «geneticamente modificate»*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2011, 179 ss. Sulla critica al *rating* quale strumento di controllo del rischio a oligopolio privato, cfr. M. Passalacqua, *Diritto del rischio nei mercati finanziari: prevenzione, precauzione ed emergenza*, Padova, 2012, spec. 156 ss., nonché G. Ferri, P. Lacitignola, *Concorrenza e agenzie di "rating": il dibattito economico*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2/2012, 299 ss. Per una riflessione più approfondita sulle dubbie implicazioni dell'attività valutativa delle agenzie di *rating* si rinvia ad A. Benedetti, *Certezza pubblica e «certezze» private. Poteri pubblici e certificazioni di mercato*, Milano, 2010; G. Ferri, P. Lacitignola, *Le agenzie di rating*, Bologna, 2009, nonché C. Pinelli, *L'incontrollato potere delle agenzie di rating*, in *Costituzionalismo.it*, 1/2012.

³² Cfr. sul punto E. Barcellona, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, cit.; F. Delfini, *Valutazione di adeguatezza ex art. 40 Reg. intermed., obbligazioni strutturate e derivati di credito*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 3/2014, 296 ss., nonché i rilievi di V. De Sensi, *"Credit default swap" tra dinamiche di mercato e disciplina concorsuale*, in *Rivista di diritto societario*, 2/2014, pt. 3, 286 ss.

dere ai criteri di adeguatezza e di razionalità la commisurazione, sempre rimessa alle stesse agenzie di *rating*, del prezzo per lo stesso livello di rischio «corrispondente» a quello dei titoli *senior* cui dovrebbe accedere la garanzia pubblica³³.

Alla luce di queste considerazioni, pertanto, appare inevitabile domandarsi l'effettiva tenuta della garanzia pubblica anche a fronte delle considerazioni già espresse nella menzionata comunicazione del 10 febbraio, laddove alla stessa Commissione è demandato di verificare il rispetto del criterio dell'investitore di mercato a condizione che l'intervento pubblico «*does not bear any more risk than a private investor would have taken and paid for*», e laddove, viceversa, qualora lo Stato pagasse al di sotto dei valori di mercato per i *non-performing loan* ovvero accettasse prezzi inferiori per la garanzia rispetto agli operatori di mercato, allora «*this constitutes state aid and can only be implemented if the bank is put into resolution*³⁴» in accordo con l'impianto generale della normativa europea sugli aiuti di Stato e della *Bank Recovery and Resolution Directive*.

In buona sostanza, a giudizio della Commissione, o la garanzia pubblica è commisurata ai valori medi di mercato, rimessi alla discrezionalità delle agenzie di *rating*, e con degli indici di valutazione di compatibilità potenzialmente scollegati da qualsiasi parametro «regolamentare» certo e definibile, oppure costituirà un aiuto di Stato e la sfera di intervento pubblico dovrà essere limitata unicamente alla procedura di risoluzione prevista dalla menzionata direttiva 2014/59, rimanendo oltretutto insoluto il problema del collocamento dei titoli *mezzanine* e *junior*, cioè dei più problematici da smaltire per il rilancio e il risanamento del settore bancario³⁵.

4. *Le problematiche prospettive di intervento dei fondi Atlante*

L'istituzione nel mese di aprile 2016 del primo fondo Atlante, ha rappresentato la seconda soluzione di mercato destinata a sorreggere la «volta celeste» del

³³ Nell'economia del presente lavoro, per approfondimenti sul problema dell'effettività dei giudizi delle agenzie di *rating*, e sul ruolo amplificatore dei *cds* nella crisi dei mutui *sub prime* si rinvia a S. Balzola, *Gli strumenti finanziari derivati e la crisi: un confronto tra le iniziative legislative dell'Unione Europea e degli Stati Uniti*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 10/2015, 36 ss.; D. Maffei, *Le stagioni dell'orrore in Europa: da Frankenstein ai derivati*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1/2012, 280 ss., nonché F. Mattassoglio, *Strumenti finanziari derivati e bolla speculativa: origine e risposta del diritto*, in *Il diritto dell'economia*, 1/2012, 14 ss. Per ulteriori approfondimenti si rinvia, *ex multis*, a A. D'Amato, *Le agenzie di "rating": funzioni e profili problematici*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 17/2014, 61 ss.

³⁴ Cfr. sul punto European Commission - Press release, *State aid: Commission approves impaired asset management measures for banks in Hungary and Italy*, Brussels, 10 febbraio 2016.

³⁵ Allo stato attuale, risulta aver fatto ricorso alla GACS solamente la Banca Popolare di Bari, le cui sofferenze sono state cedute al 30% del loro valore lordo, cioè al di sopra del «valore medio di mercato» calcolato dalla Banca d'Italia al 22,3%.

sistema bancario italiano, sulla falsariga dell'omonimo titano, grazie anche all'ibrida sinergia pubblico-privata della mano pubblica di Cassa depositi e prestiti e della Società di gestione delle attività.

Nello specifico, è stato infatti destinato ad assicurare il successo degli aumenti di capitale richiesti per le banche che si trovano a fronteggiare oggettive difficoltà di mercato, quali Banca Popolare Vicenza e di Veneto Banca³⁶, agendo come sottoscrittore di «ultima istanza» acquistando le eventuali azioni rimaste inoptate in conseguenza del *Bail-in*.

Tuttavia, la provvista del primo fondo Atlante, esaurita interamente dagli aumenti di capitale, non è però riuscita a far fronte ai *non performing loan*, fattore che ha reso necessaria l'istituzione ad agosto 2016, del secondo fondo gemello Atlante 2, demandato unicamente alla sottoscrizione dei titoli *mezzanine* e *junior* emessi nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione che non possono accedere alla garanzia pubblica.

Ciò premesso, l'intervento congiunto dei due fondi Atlante, se nel breve periodo consente di scongiurare i timori sul fallimento degli aumenti di capitale delle banche interessate, evitando al contempo il cortocircuito del *Bail-in* e la successiva procedura di risoluzione, nel lungo periodo però cela il rischio di un problematico «contagio sistemico» anche degli istituti bancari più solidi e delle diverse casse previdenziali coinvolte, laddove l'operazione di acquisto delle *tranches junior* e *mezzanine* sposterebbe l'eventuale insolvenza direttamente sul bilancio del fondo, aumentando proporzionalmente l'esposizione di tutti gli investitori istituzionali coinvolti.

Le prospettive di intervento dei due fondi Atlante, infatti, celano il rischio di spostare solamente in avanti, senza risolverli del tutto, gli evidenziati problemi connessi con gli obbligati aumenti di capitale e con la cartolarizzazione delle sofferenze bancarie, comportando l'inevitabile insidia di un contagio a cascata dagli istituti minori in stato di crisi, verso gli istituti di maggiori dimensioni, con il paradosso di amplificare ulteriormente la sofferenza del sistema bancario italiano piuttosto che porvi rimedio³⁷.

Inoltre, uno dei maggiori aspetti problematici dell'intervento dei due fondi Atlante è dato dalla loro eventuale incompatibilità con il regime degli aiuti di

³⁶ Ottenendo anche il parere favorevole dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, perché gli investitori di Atlante «non eserciteranno in alcun modo attività di direzione e coordinamento». Cfr. il Provvedimento AGCM n. 26151/2016, C12059 - *Quaestio Capital Management/Veneto Banca*, in *Bollettino settimanale* n. 30 del 22 agosto 2016, pubblicato su www.agcm.it, ai sensi del quale «l'operazione si inserisce nel generale contesto di crisi che ha interessato il settore bancario in Italia negli ultimi mesi e, più in particolare, è finalizzata a trovare una soluzione allo stato di crisi registrato da Veneto Banca».

³⁷ Significativo al riguardo sembrerebbero essere le svalutazioni delle rispettive quote nei fondi Atlante, effettuate sia da Unicredit nell'ambito della maxi operazione di aumento di capitale di febbraio 2017 e sia di Banca Popolare dell'Emilia Romagna.

Stato, al pari di quanto già verificato per le due esperienze del fondo interbancario di tutela dei depositi³⁸ e del fondo di risoluzione³⁹, data dalla partecipazione pubblica di Cassa depositi e prestiti al primo, e della Società per la gestione delle attività al secondo, che rischierebbe di alterare la natura «privata⁴⁰» degli stessi laddove le finalità pubbliche che i due istituti perseguono non consentirebbero di accertare il rispetto del canone generale dell'investitore privato in regime di libero mercato e di renderne pertanto l'operato compatibile con la normativa europea che, come è noto, non distingue gli interventi pubblici a seconda della loro causa o del loro scopo, ma solamente in funzione dei loro effetti potenzialmente distortivi del libero gioco concorrenziale⁴¹.

5. *Il fallimento della ricapitalizzazione del Monte dei Paschi di Siena*

Il tentativo fallimentare di ricapitalizzazione del Monte dei Paschi di Siena ha riguardato un istituto che, paradossalmente, non era ancora a rischio di dissesto tale da far scattare le procedure di *Bail-in*, ma che ha dovuto «solamente» rispondere all'esigenza di ricondurre il proprio capitale sociale ai livelli di sicurezza imposti dalla BCE, rappresentando *ex post* un chiaro esempio di sostanziale fallimento «sul campo» delle soluzioni di mercato alla crisi del sistema bancario.

Infatti, a ridosso della scadenza del 31 dicembre 2016 imposta dalla BCE per l'aumento di capitale, si è registrato il fallimento contestuale di tutte le diverse soluzioni di mercato prospettate per fornire la liquidità necessaria al deconsolidamento delle sofferenze con una nuova emissione azionaria che evitasse il futuro e inevitabile dissesto dell'ente.

³⁸ Anche il fondo interbancario, infatti, essendo imposto come contributo obbligatorio *ex lege* rischierebbe di essere configurabile come aiuto di Stato in ipotesi di salvataggio non conforme all'*aquis* europeo. Cfr. sul punto A. Argentati, *Sistemi di garanzia dei depositi e crisi bancarie: c'è aiuto di Stato?*, in *Mercato, concorrenza e regole*, 2/2015, 315 ss., spec. 317. Solamente l'intervento del fondo di garanzia dei depositanti in funzione di pagamento dei depositi protetti, ai sensi della direttiva 2014/49/UE relativa ai sistemi di garanzia dei depositi, non costituisce aiuto di Stato. Cfr. A. Gardella, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 5/2015, 595, spec. nota 27.

³⁹ Sia la comunicazione sul settore bancario del 2013 e sia l'art. 19 del regolamento sul Meccanismo di Risoluzione unico, considerano i finanziamenti del «fondo di risoluzione» come aiuto di Stato, e come tali devono essere soggetti alla valutazione di compatibilità con tale regime.

⁴⁰ Sulla nozione di aiuti di Stato anche attraverso l'utilizzo di risorse «private», cfr. quanto rilevato a suo tempo dalla CGCE, causa 173/73, Italia c. Commissione, in *Racc.* 1974, par. 16. In dottrina, si vedano, *ex multis*, i contributi di G.M. Caruso, *Società pubbliche e regimi giuridici differenziati. Itinerari incerti delle discipline pubblicistiche fra approcci sostanzialistici e derive formalistiche*, in *Il nuovo diritto amministrativo*, 3, 2012, 28 ss.; nonché F. Ghelarducci, M. Capantini, *Gli aiuti di Stato e il principio dell'«investitore privato» negli orientamenti della Commissione e nella giurisprudenza comunitaria*, 2004, in www.astrid-online.eu.

⁴¹ Si vedano al riguardo, i rilievi di F. Ciruolo, *I Fondi di risoluzione nel settore bancario, tra disciplina della crisi e aiuti di Stato*, in G. Colombini, M. Passalacqua (a cura di), *Mercati e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di Stato*, cit., 317 ss.

In particolare, è fallita la conversione «volontaria» delle obbligazioni subordinate del Monte dei Paschi da parte dei vari obbligazionisti sottoscrittori del bond *Upper Tier 2* in scadenza a maggio 2018.

Tra le diverse concause del fallimento, in primo luogo è possibile rilevare proprio la delicata posizione, tra l'incudine e il martello, degli obbligazionisti che si sarebbero visti costretti a scegliere tra «mangiarsi la minestra» di una conversione alla pari in azioni del valore nominale dell'obbligazione già sottoscritta, il c.d. *debt-to-equity swap*, ovvero a «buttarsi dalla finestra» e restare in attesa dell'evolversi degli eventi, rischiando però, in caso di perdurante insuccesso della ricapitalizzazione, l'eventuale conversione forzata delle obbligazioni sottoscritte a un valore sensibilmente inferiore.

In secondo luogo, il fallimento è ascrivibile anche al cortocircuito normativo della regolamentazione bancaria, perché la maggioranza degli obbligazionisti che avrebbero dovuto aderire alla conversione «volontaria», sarebbe stata rappresentata da investitori non professionali, protetti dalla rigida normativa prevista dalle note direttive MIFID a tutela della c.d. *adeguatezza bloccante*⁴², e impossibilitati, anche volendo, ad aderire all'iniziativa senza una preventiva autorizzazione della Consob.

Riscontrato il fallimento dell'aumento di capitale con le operazioni di mercato, il direttivo del Monte dei Paschi ha inoltrato al Ministero dell'Economia formale istanza di ricapitalizzazione «precauzionale», attivando così quel meccanismo di intervento pubblico che, per essere conforme al regime ordinario in materia di aiuti di Stato, è ammesso solo come «temporaneo» e «proporzionato» all'esigenza di prevenire o evitare una grave perturbazione economica.

Nello specifico, questa operazione di ricapitalizzazione precauzionale rappresenta il banco di prova della nuova normativa bancaria di derivazione europea e, se non rappresenta certo il primo intervento pubblico «salva-banche», è sicuramente il primo che si inserisce nell'alveo delle disposizioni della direttiva 2014/59.

Sulla condivisione degli oneri, in particolare, è già emerso un problema, più politico che giuridico in verità: come tutelare gli investitori non professionali sottoscrittori del bond *Upper Tier 2* e come contemperare, eventualmente, la loro posizione protetta dall'adeguatezza bloccante con la procedura di conversione forzata.

In questo difficile contesto, pertanto, il principale nodo da sciogliere sembrerebbe essere proprio quella condivisione obbligatoria degli oneri a carico dei

⁴² Regime di tutela in forza del quale a un risparmiatore con un determinato basso profilo di rischio è impedito in partenza di acquistare azioni della banca, utilizzato da Monte dei Paschi nel 2008 per il lancio dell'offerta del bond.

piccoli risparmiatori-obbligazionisti, che rischierebbe però di innescare quella «grave perturbazione» di fiducia che secondo la stessa direttiva 2014/59 andrebbe (e dovrebbe essere) evitata con l'intervento precauzionale dello Stato.

In quest'ultimo senso, appare particolarmente significativa la prima soluzione «d'urgenza» adottata dal governo italiano con l'emanazione del decreto legge 23 dicembre 2016, n. 237, che con una modifica ai saldi di finanza pubblica ha stanziato 20 miliardi a sostegno del sistema bancario, di cui si dovrà inevitabilmente tenere conto nel prosieguo dell'analisi.

6. *Le prospettive di intervento del d.l. 23 dicembre 2016, n. 237 (c.d. salva risparmio)*

Per garantire la stabilità economico-finanziaria del Paese, il menzionato d.l. n. 237 del 2016 ha autorizzato il MEF a concedere la garanzia dello Stato su passività delle banche italiane e a sottoscrivere o acquistare le azioni emesse da banche italiane anche in deroga alle norme di contabilità di Stato⁴³.

Quanto alla garanzia, è previsto che questa sia esclusivamente in forma onerosa, incondizionata, irrevocabile e a prima richiesta, da prestare sugli strumenti finanziari di debito emessi da banche italiane che soddisfino determinati requisiti⁴⁴, e che sia limitata a quanto strettamente necessario per ripristinare la capacità di finanziamento a medio-lungo termine delle banche beneficiarie e solo dopo la positiva decisione della Commissione europea.

Quanto alla sottoscrizione di capitale, l'intervento dello Stato «può essere richiesto» da un emittente di azioni che abbia esigenza di rafforzare il proprio patrimonio solo previa sottoposizione all'autorità di vigilanza di un programma di rafforzamento patrimoniale giudicato insufficiente a conseguire l'obiettivo di rafforzamento patrimoniale.

⁴³ Come è noto, in attuazione del principio costituzionale dell'equilibrio di bilancio di cui al nuovo art. 81 Cost., il Governo, una volta autorizzato dal Parlamento a maggioranza assoluta, può ricorrere all'indebitamento «per realizzare operazioni relative alle partite finanziarie attivando le procedure previste in caso di eventi eccezionali dall'articolo 6, comma 3, della legge 24 dicembre 2012, n. 243». Nell'economia del presente contributo, per approfondimenti si rinvia, *ex multis*, a D. Pappano, *Autonomia finanziaria degli enti territoriali e garanzia dei diritti al tempo della crisi*, su *federalismi.it*, 2/2016, 11 e l'ampia bibliografia ivi citata, nonché I. Ciolli, *Il pareggio di bilancio in Costituzione, tra le ragioni del diritto costituzionale e i vincoli comunitari*, *Il diritto dell'economia*, 1/2012, 105.

⁴⁴ Ai sensi dell'art. 2, la garanzia dello Stato può essere concessa su strumenti finanziari di debito emessi da banche italiane che presentino congiuntamente le seguenti caratteristiche: a) sono emessi successivamente all'entrata in vigore del presente decreto-legge, anche nell'ambito di programmi di emissione preesistenti, e hanno durata residua non inferiore a tre mesi e non superiore a cinque anni o a sette anni per le obbligazioni bancarie garantite di cui all'articolo 7-bis della legge n. 130/1999; b) prevedono il rimborso del capitale in un'unica soluzione a scadenza; c) sono a tasso fisso; d) sono denominati in euro; e) non presentano clausole di subordinazione nel rimborso del capitale e nel pagamento degli interessi; f) non sono titoli strutturati o prodotti complessi né incorporano una componente derivata.

Come contropartita, per ritenersi conforme alla disciplina in materia di aiuti di Stato, la menzionata richiesta dovrà essere corredata da una dichiarazione con cui l'emittente assume determinati obblighi di impiego dei fondi pubblici, contenuti nel par. 47 della comunicazione sul settore bancario del 2013.

Solo a seguito della positiva decisione della Commissione sulla compatibilità dell'intervento con il quadro normativo sugli aiuti di Stato, con successivo decreto del Ministero dell'economia, sarà disposta l'applicazione delle misure di ripartizione degli oneri ovvero, laddove ciò fosse necessario, l'aumento del capitale dell'emittente a servizio della sottoscrizione delle azioni da parte del MEF, derogando anche al diritto di opzione dell'articolo 2441⁴⁵ c.c., oltre al prezzo di sottoscrizione o di acquisto delle azioni dell'emittente⁴⁶.

Tuttavia, la disciplina d'intervento descritta presenta almeno tre criticità.

In primo luogo, per quanto riguarda la garanzia statale sulle passività bancarie, anche in questa sede varrebbero gli stessi rilievi critici già sollevati sulla GACS sulla commisurazione del «prezzo» al valore dei *credit default swap*⁴⁷, nonché gli stessi dubbi sull'affidabilità dei giudizi delle agenzie di *rating*.

In secondo luogo, tra i menzionati impegni sull'utilizzo dei fondi pubblici, sembra a dir poco paradossale la previsione del rimando generalizzato alle prescrizioni contenute dal par. 47 della comunicazione sul settore bancario del 2013, e nello specifico alla lett. d), secondo la quale le banche beneficiarie «non devono eseguire alcuna operazione di gestione del capitale senza previa approvazione da parte della Commissione». In questo modo, infatti, non si comprenderebbe quale potrebbe essere la concreta portata applicativa di un onere così stringente, che oltretutto sposterebbe sulla Commissione la responsabilità delle decisioni di investimento attraverso l'assunzione per vie di fatto del ruolo di «banca agente» di fondi pubblici, snaturando per ciò solo la sua missione istituzionale di «custode delle disposizioni dei trattati» nei confronti di un'attività di intermediazione bancaria, le cui valutazioni sulla relativa opportunità del merito creditizio, sarebbero difficilmente percepibili in tutte le loro molteplici sfaccettature di «convenienza economica» di un investimento di capitali.

⁴⁵ Ai sensi del quale le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili in azioni devono essere offerte in opzione ai soci in proporzione al numero delle azioni possedute. Se vi sono obbligazioni convertibili il diritto di opzione spetta anche ai possessori di queste, in concorso con i soci, sulla base del rapporto di cambio.

⁴⁶ Per espressa previsione normativa, come effetto della sottoscrizione del capitale o all'acquisto di azioni, non si applicheranno gli artt. 2527 e 2528 c.c., gli artt. 106, comma 1, e 109, comma 1, del TUFIN sull'Offerta pubblica di acquisto totalitaria e sull'Acquisto di concerto, nonché gli eventuali limiti di possesso azionario previsti da disposizioni legislative o statutarie, ivi compresi i limiti previsti dall'art. 30 del TUB sul possesso azionario.

⁴⁷ Ai sensi dell'art. 6 del decreto, concernente il corrispettivo della garanzia dello Stato, gli oneri economici a carico delle banche beneficiarie della garanzia sono determinati caso per caso sulla base della valutazione del rischio di ciascuna operazione sulla base di alcuni panieri di CDS.

Infine, il fronte più problematico sembrerebbe essere proprio l'applicazione delle misure di ripartizione degli oneri interni, previste dall'art. 22 del decreto, secondo una precisa gerarchia di intervento che comunque prevede la conversione forzata delle obbligazioni in nuove azioni secondo una tendenziale uniformità di trattamento tra creditori omogenei.

E infatti, nonostante queste previsioni generali, il decreto ha comunque riconosciuto una espressa deroga al Monte dei Paschi sulla conversione forzata delle obbligazioni in azioni, laddove secondo l'art. 23, comma 3, qualora Banca Monte dei Paschi S.p.a. presenti la richiesta di intervento statale, «il valore economico reale da attribuire alle passività da essa emesse» sarebbe differenziato in base alle diverse classi di obbligazionisti, prevedendo, tra l'altro, la conversione al 100% del valore nominale dell'obbligazione di Emissione IT0004352586 che altro non è che il famigerato bond *Upper Tier 2* in scadenza a maggio 2018.

In questo modo, quegli stessi obbligazionisti che non avevano voluto o potuto sottoscrivere la conversione volontaria «a condizioni di mercato», ritrovano nuovamente aperta l'eventualità di dover procedere in tal senso, riproponendo anche in questa sede quegli stessi dubbi interpretativi di compatibilità con il regime dell'adeguatezza bloccante che rischierebbe di esporre il fianco a pericolose contestazioni legali da parte degli investitori non professionali.

Nonostante questo ulteriore potenziale cortocircuito normativo, in termini generali è comunque prevista dall'art. 19 del decreto la possibilità per il MEF «in caso di transazione tra l'emittente o una società del suo gruppo e gli azionisti divenuti tali a seguito dell'applicazione delle misure di ripartizione degli oneri» di acquistare le azioni rivenienti dall'applicazione di dette misure, se ricorrono cumulativamente determinate condizioni tra le quali, la lett. b), espressamente prescrive che gli azionisti «convertiti» non debbano essere né controparti qualificate, né clienti professionali ai sensi del TUFIN.

Questa soluzione politica di compromesso e di tutela degli obbligazionisti non professionali, in particolare, se da un lato certamente offre una risposta al problema dell'adeguatezza bloccante, spostando direttamente sul Ministero gli oneri derivanti dalla conversione, dall'altro però espone il fianco a critiche sulla compatibilità con il regime generale degli aiuti di Stato sulla condivisione delle perdite. Inoltre, rimarrebbe insoluto il problema delle contestazioni per l'introduzione di una netta disparità di trattamento tra gli obbligazionisti non professionali e quelli istituzionali-professionali, difficilmente giustificabile laddove si dimostrasse che anche gli istituzionali, in realtà, gestiscono fondi per conto di risparmiatori non-professionali che rimarrebbero privi della tutela pubblica solo perché intermediati da un operatore professionale.

Pertanto, proprio sulla condivisione degli oneri, si registrerebbero in ultima analisi le maggiori problematiche imposte dalla regolamentazione di derivazione europea che continua a configurare l'intervento pubblico in termini di straordinarietà ammissibile solo in via eccezionale e «precauzionale» e solo dopo che il mercato abbia pagato un «prezzo», prescindendo però dalle relative ricadute pratiche di grave perturbazione di fiducia, che rischiano fortemente di compromettere l'equilibrio di un sistema basato proprio sulla fiducia nella stabilità delle transazioni.

7. *Una possibile lettura evolutiva degli aiuti di Stato alla luce della sentenza Kontik*

La riconosciuta caratteristica di «straordinarietà» che condiziona l'intervento pubblico nel settore bancario, così come previsto dalla Comunicazione del 2013, rischia però di esporre a diverse censure di legittimità l'operato di quei governi che vorrebbero intervenire anche al di fuori di quei parametri.

E a complicare l'impostazione teorica di indagine sull'ammissibilità di aiuti *extra ordinem*, è intervenuto anche l'arresto giurisprudenziale di luglio 2016 della Corte di Giustizia (Causa C-526/14 "*Kontik*"⁴⁸), che, sulla portata da riconoscere alle disposizioni della Comunicazione del 2013, al Considerando 45 ha espressamente ritenuto che «non ha effetti vincolanti nei confronti degli Stati membri».

Come logica conseguenza dell'intervento pretorio, deriverebbe che la Comunicazione sul settore bancario del 2013 non risulterebbe idonea a creare obblighi autonomi in capo agli Stati membri, perché si limita unicamente a stabilire delle condizioni che mirerebbero a garantire la compatibilità con il mercato interno di aiuti di Stato accordati alle banche nel contesto della crisi finanziaria, di cui la Commissione deve tener conto nell'esercizio dell'ampio margine di discrezionalità di cui essa dispone.

Trattandosi di un potere discrezionale, pertanto, la Commissione potrà quindi legittimamente rifiutare la concessione di un aiuto qualora quest'ultimo, in deroga alle prescrizioni della Comunicazione, non incentivi le banche beneficiarie ad assumere un comportamento tale da «porre rimedio a un grave tur-

⁴⁸ Come è noto, la sentenza *Kontik* è intervenuta sulla domanda di pronuncia pregiudiziale proposta dalla Corte Costituzionale slovena sulla validità e sull'interpretazione dei punti da 40 a 46 della comunicazione della Commissione relativa all'applicazione, dal 1° agosto 2013, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria. Per un commento, cfr. B. Raganelli, *Gli aiuti di Stato alle banche nel contesto della crisi finanziaria*, Nota a CGUE, Grande sezione, 19 luglio 2016 (causa C-526/14), in *Giornale di diritto amministrativo*, 2016, fasc. 6, 773 ss.

bamento dell'economia di uno Stato membro», in linea con gli obiettivi di cui all'art. 107, par. 3, lett. b), TFUE.

Così come rilevato dalla stessa Corte di Giustizia, infatti: «Un aiuto siffatto deve essere necessario per la realizzazione degli obiettivi previsti da tale disposizione di modo tale che, in sua assenza, il gioco delle regole di mercato non consentirebbe, di per sé solo, di ottenere che le imprese beneficiarie adottino un comportamento idoneo a contribuire alla realizzazione di tali obiettivi⁴⁹». Ne deriverebbe dunque, che un aiuto che apporti un sicuro miglioramento della situazione finanziaria dell'impresa bancaria beneficiaria, senza però essere immediatamente percepibile come necessario per il conseguimento degli scopi dell'art. 107, par. 3, TFUE rischierà di non poter essere considerato compatibile con il mercato interno⁵⁰.

Ed è proprio sulla «tempistica» di riferimento, cioè sul dover riuscire «a porre rimedio a un grave turbamento» che si gioca la partita più problematica, perché l'elevato livello di interconnessione e di interdipendenza che oramai caratterizza l'intero settore bancario europeo⁵¹, infatti, continua a far temere ai mercati l'esplosione di un rischio sistemico di contagio in caso di instabilità finanziaria anche di un solo ente creditizio. Lo stesso timore, inoltre, vede nella correlata crisi dei debiti sovrani un inevitabile moltiplicatore di rischio degli effetti negativi derivanti dalla patologica insolvenza di un istituto di credito che abbia in portafoglio diversi titoli di Stato, evidenziando per ciò solo i limiti strutturali di una politica di questo tipo che rischierebbe di non garantire affatto le condizioni di stabilità finanziaria a medio-lungo termine secondo il noto paradigma della lett. b), dell'art. 107 TFUE, anche e soprattutto alla luce delle interazioni problematiche «a cascata» offerte dal *Bail-in*.

L'effettivo raggiungimento di una stabilità finanziaria, infatti, implicherebbe la necessità di scongiurare gli effetti negativi di ricaduta per il sistema bancario nel suo complesso, che ben potrebbero scaturire dal potenziale dissesto anche di un solo ente creditizio, attraverso un approccio marcatamente preventivo rispetto alle procedure di risoluzione di derivazione europea, anche e soprattutto a fronte della riconosciuta necessità di garantire che il sistema bancario provveda con regolarità a un'adeguata erogazione dei prestiti all'economia reale.

⁴⁹ Cfr. considerando n. 49.

⁵⁰ Oltre alla menzionata sentenza *Kontik*, cfr., *ex multis*, sentenza del 13 giugno 2013, HGA e a./Commissione, da C-630/11 P a C-633/11 P, EU: C:2013:387, spec. punto 104 e la giurisprudenza ivi citata.

⁵¹ Come è noto, i sistemi economico-finanziari dei vari Paesi risultano interconnessi e interdipendenti attraverso una vasta e articolata rete di partecipazioni «incrociate» che genera un pericoloso intreccio tra tutte le maggiori banche europee. Sulle statistiche e sulle percentuali di tali interconnessioni, si rinvia a Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2/2011, spec. 21, liberamente consultabili su www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2011-2/1-rapporto-stabilita-finanziaria.pdf.

Per queste connaturate esigenze pubblicistiche, infatti, gli aiuti di Stato al settore bancario potrebbero pertanto (e forse dovrebbero) ricadere in via interpretativa nella nozione di «altri eventi eccezionali» di cui all'art. 107, par. 2, lett. b), del TFUE, e quindi ricadere nella presunzione di compatibilità *ex ante* con l'ordinamento europeo previa notifica «formale» alla Commissione; inoltre, gli aiuti al settore bancario potrebbero (e forse dovrebbero) trovare un giusto compromesso «istituzionale» nella formulazione dell'art. 108, par. 2, TFUE, laddove viene rimessa alla unanimità del Consiglio la possibilità di ritenere un aiuto compatibile con il mercato interno, e in deroga alle disposizioni del Trattato, «quando circostanze eccezionali giustificano tale decisione», permettendo così il mantenimento di una rete di sicurezza costituita dalla possibilità per gli Stati membri di continuare a concedere misure di intervento pubblico «eccezionali» esenti dall'obbligo di notifica preventiva.

8. *Considerazioni conclusive*

Tirando le fila del discorso, le effettive possibilità di rilancio del settore bancario sembrerebbero essere rimesse all'intervento pubblico che sia, se non di stimolo, quantomeno di paracadute rispetto alle interazioni problematiche delle diverse e fallimentari soluzioni di mercato.

L'effettiva stabilità del sistema, infatti, sembrerebbe essere condizionata da diverse condizioni esogene al comparto bancario stesso, il fallimento del quale è co-generato dal contestuale fallimento istituzionale delle regole preposte al suo funzionamento.

Nello specifico, appare significativa la necessità di ricorrere a procedure di riscossione dei crediti più snelle e a tempi più rapidi delle procedure fallimentari; già obiettivo della recente riforma operata in materia dal d.l. 3 maggio 2016, n. 59.

In secondo luogo, emerge la necessità di un ritorno da parte delle banche a una «redditività operativa» dei flussi di cassa derivanti dallo smaltimento progressivo dei *non performing loan*, anche e attraverso delle stabili operazioni di cartolarizzazione, di modo che le perdite di bilancio pregresse possano essere assorbite senza il probabile ricorso agli aumenti di capitale forzoso e ai rischi sottesi del *Bail-in*, (e qui si inserirebbe, seppur problematico, l'intervento combinato di «garanzia» dei due fondi Atlante).

In terzo luogo, appare significativa l'eventualità di ridurre, e se possibile prevenire, la presenza di *shock* negativi di matrice altamente speculativa nei Paesi dell'Eurozona, derivante da circostanze politiche esterne, come può essere il caso dei potenziali effetti distorsivi sui mercati finanziari dell'ancora irrealizzata *Bre-*

xit, ovvero da fattori di crisi interni, come il possibile fallimento di un istituto di credito di dimensioni significative, come può essere il caso del Monte dei Paschi privo del paracadute pubblico.

La componente pubblicistica dei fondi Atlante, in particolare, rappresenterebbe un valido e generalizzato paracadute pubblico di stimolo dei *non performing loan* in grado di promuovere tanto il mercato delle cartolarizzazioni non assistite dalla GACS, quanto gli aumenti di capitale, e garantirebbe comunque un minimo di redditività contro gli interventi speculativi al ribasso da parte dei fondi di investimento internazionali pronti a rilevare «sotto costo», o a prezzi comunque non in linea con le ottimali quotazioni di mercato, quelle sofferenze bancarie con degli *asset* sottostanti particolarmente attrattivi⁵².

In ultima analisi, pertanto, sarebbe opportuno «sdoganare», per lo meno in via interpretativa, il regime degli aiuti di Stato al settore bancario, per evitare che, nelle more della procedura di «benepiacito» europea, rimessa sostanzialmente alla scelta discrezionale della Commissione, possano intervenire altri fattori di rischio sistemico e di instabilità dei mercati tali da acuire la crisi del sistema bancario.

Se è vero, quindi, che l'architettura istituzionale degli artt. 107 e 108 del TFUE contiene già tutta la flessibilità necessaria per far fronte a circostanze eccezionali, il possibile paracadute pubblico di intervento a sostegno dei crediti deteriorati sembrerebbe essere una misura necessaria, opportuna e doverosa, e per spiegarsi al meglio dovrebbe essere rafforzato da un'azione coordinata multi-livello tra la Commissione e le autorità di vigilanza nazionali al fine di garantire una buona interazione tra i diversi ruoli e responsabilità di tutti i soggetti interessati al rispetto e all'applicazione della normativa bancaria «prudenziale» (ad esempio, in materia di riacquisto di strumenti ibridi e sui divieti di distribuire cedole e dividendi, riducendo in tal modo le note problematiche di quel rischio morale che erano state alla base dell'introduzione generalizzata del *Bail-in*).

Non da ultimo, appare significativo il richiamo alla nota «neutralità del diritto europeo sulla proprietà delle imprese» laddove la normativa europea non escluderebbe *a priori* l'intervento pubblico, e che proprio nel settore bancario opererebbe a doppio binario nel caso in cui l'istituto di credito da risanare fosse in tutto o in parte a partecipazione pubblica. In questo scenario, infatti, il principio dell'adeguata condivisione «interna» degli oneri sottesi al *Bail-in* troverebbe una diretta applicazione da parte del «socio pubblico»⁵³ chiamato eventualmente a sottoscrivere gli aumenti forzosi di capitale anche se in perdita, sulla falsariga di quanto già avvenuto nell'esperienza spagnola, con l'istituzione del *Fondo de Ree-*

⁵² Cfr. sul punto l'imposizione dottrinarica sui criteri di «razionalità economica» per l'esercizio di ogni prerogativa connessa alla veste di socio pubblico in G.M. Caruso, *Il socio pubblico*, cit., spec. 158 ss. e 553 ss.

⁵³ Sulla nozione e ricostruzione dogmatica del socio pubblico, si rinvia all'elaborazione scientifica di G.M. Caruso, *Il socio pubblico*, cit., *passim*.

*structuración Ordenada Bancaria*⁵⁴, in quella portoghese di ricapitalizzazione pubblica della *Caixa Geral de Depósitos*, dell'esperienza austriaca di nazionalizzazione della *Hypo Alpe Adria* ovvero alle analoghe esperienze delle *landesbank* e *sparkasse* tedesche a partecipazione pubblica, che hanno visto, nel maggio 2016, l'intervento pubblico a sostegno della Nordbank Hsh da parte dei *Länder* di Amburgo e Schleswig Holstein.

Ancora una volta, infatti, l'esigenza di un corretto consolidamento del settore bancario, implicherebbe la necessità di prevenire gli effetti negativi di ricaduta derivanti dal dissesto di un ente creditizio a prescindere dalla sua natura pubblica o privata, e quindi implicherebbe di garantire che gli istituti di credito continuino a fornire un'adeguata erogazione di prestiti all'economia reale una volta dismessi o recuperati i crediti in sofferenza iscritti in bilancio anche grazie alla libertà di azione dell'intervento pubblico, la legittimità del quale sarebbe da riconoscersi anche e soprattutto in forza del noto principio *salus rei publicae suprema lex esto*.

In buona sostanza, la tenuta del sistema bancario dovrebbe essere demandata a una lettura evolutiva del quadro normativo sugli aiuti di Stato che porti a un ri-bilanciamento del rapporto tra stabilità finanziaria e libero gioco concorrenziale delle imprese bancarie, spostando l'ago dell'intervento pubblico nettamente a vantaggio della prima.

⁵⁴ Sugli interventi del FROB, si vedano i rilievi dottrinari di V. Marrocco, *Il Caso degli aiuti pubblici alle banche spagnole*, in G. Colombini, M. Passalacqua (a cura di), *Mercati e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di Stato*, cit., 295 ss., nonché J.A. Ureña Salcedo, *Crisis y transformación del sistema bancario español*, in *Revista General de Derecho Administrativo*, 40/2015; Id., *La crisis del sistema financiero y la transformación de las Cajas de Ahorro en España*, in *Derecho de la regulación económica*, Santiago Muñoz Machado (dir.), Vol. 10/2010; F. Leon Sanz, *La restructuración del las cajas de ahorros en la crisis del sistema financiero español*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 1/2012, 63 ss.

Non performing loan, crisi bancarie e soluzioni di mercato: spunti di riflessione sulla compatibilità dell'intervento pubblico con il regime degli aiuti di Stato

La soluzione istituzionale d'introduzione generalizzata del Bail-in non è riuscita a scongiurare l'innescò di pericolose interazioni sistemiche dovute al perdurare dello stato di patologica insolvenza dei debitori non performanti, contribuendo a porre al centro del dibattito economico-politico l'esigenza di un nuovo intervento pubblico di salvaguardia della stabilità del sistema bancario.

Pertanto, poiché le possibili manifestazioni di intervento presentano dei dubbi profili di compatibilità col regime generale degli aiuti di Stato, il presente contributo tenterà di individuare una diversa prospettiva di indagine sul problema dell'intervento pubblico a sostegno delle crisi bancarie e, per meglio comprendere l'esperienza giuridica italiana rispetto alle soluzioni adottate da altri paesi, si cercheranno di individuare gli elementi di criticità connessi alla GACS, al fondo Atlante e al salvataggio pubblico del Monte dei Paschi di Siena, per provare a fornire una lettura evolutiva del quadro normativo sugli aiuti di Stato.

Non-performing loans, banking crises and market solutions: reflections on the compatibility of public interventions with the regime of state assistance

The institutional solution of the generalised introduction of the 'Bail-in' has proved unable to prevent the triggering of dangerous systemic interactions due to the continuation of the state of pathological insolvency of non-performing debtors, contributing to placing the need for a new public intervention to safeguard the stability of the banking system at the very heart of the politico-economic debate.

Therefore, as the possible intervention provisions offer dubious compatibility formats with the general regime of state assistance, this contribution will attempt to identify an alternative study perspective on the issue of public interventions to deal with support banking crises and, in order to better understand the Italian juridical experience compared to the solutions adopted by other countries, the attempt will be made to identify the critical elements linked to the GACS, to the Atlante fund and to the public rescue of the Monte dei Paschi di Siena bank, in order to try and provide an evolutionary interpretation of the normative framework of state assistance.