

Quaderni giuridici

Senior non-preferred bonds
e tutela degli investitori

F. Ciruolo, F. Savasta



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

30

gennaio 2024

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

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

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

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

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

Comitato di Redazione

Concetta Brescia Morra, Paola Deriu, Rossella Locatelli, Caterina Lucarelli, Marco Maugeri, Francesco Nucci, Francesco Saita, Umberto Tombari, Gianfranco Trovatore, Marco Ventoruzzo

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera, Paola Maione

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

☎ 06.8477.1

☎ 06.8477612

✉ studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

Senior non-preferred bonds e tutela degli investitori

F. Ciraolo, F. Savasta*

Abstract

Lo scritto si occupa degli *strumenti di debito chirografario di secondo livello (senior non-preferred bonds)*, introdotti nell'ordinamento italiano con L. 12 dicembre 2017, n. 205, al fine di prevedere l'inserimento, nella gerarchia degli strumenti di capitale bancario, di un "cuscinetto" di passività ad elevata capacità di assorbimento delle perdite, collocato tra le passività subordinate e le passività chirografarie ordinarie, utilizzabile in situazioni di crisi dell'emittente. Gli strumenti di debito chirografario di secondo livello, invero, assumono rilevanza in relazione a molteplici ambiti, intercettando, in particolare, sia le problematiche inerenti alla gestione delle insolvenze bancarie (nella specie, sotto il profilo della disciplina MREL e, più, in generale, della *resolution*), sia quelle relative alla (corretta) commercializzazione di strumenti finanziari assoggettabili a *bail-in*, con conseguenti riflessi in termini di *investor protection*.

Lo studio ha lo scopo ultimo di valutare se l'attuale contesto regolamentare - ricostruito rivolgendo l'attenzione sia ai profili strutturali degli strumenti di *senior non-preferred debt*, sia alle forme di tutela approntate dal legislatore in favore dei sottoscrittori dei medesimi - possa ritenersi realmente in grado di soddisfare le finalità - efficace ed ordinata conduzione delle procedure di *resolution*, per un verso, protezione degli investitori, per l'altro - perseguite dal legislatore con l'introduzione della fattispecie in esame. A tal riguardo, vengono messe in evidenza la lacunosità delle disposizioni adottate nell'ordinamento italiano e l'opinabilità di alcune delle attuali soluzioni normative, come può evincersi, ad es., dall'analisi critica della disciplina dei rimedi applicabili in caso di difformità dei titoli di debito chirografario non preferito rispetto alle caratteristiche fissate per legge, o dal regime di tutela dell'investitore al dettaglio delineato dall'art. 25-*quater* TUF. Considerati, tuttavia, i notevoli livelli di diffusione degli strumenti di debito chirografario di secondo livello presso gli investitori, si auspica che il legislatore apporti all'attuale quadro disciplinare quelle modifiche, che lo scritto si propone di suggerire, idonee a conferirgli il necessario grado di chiarezza e di linearità e ad assicurare agli investitori e al mercato le più efficaci forme di tutela.

Keywords: strumenti di debito chirografario di secondo livello, *senior non-preferred debt*, credito subordinato, MREL, risoluzione bancaria, *mis-selling* di strumenti finanziari, tutela dell'investitore.

(*) Francesco Ciraolo-Università degli Studi di Messina;

Francesco Savasta-CONSOB, Ufficio Studi Giuridici.

Si ringraziano Emilia Petrocelli (Directa Sim) e Giuseppe Drago (BCE) per i suggerimenti sul testo, svolti a titolo personale (che non coinvolgono gli istituti di appartenenza). Le opinioni espresse nel Quaderno sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della CONSOB, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare il presente lavoro non è, pertanto, corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla CONSOB o ai suoi vertici. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori.

Indice

INTRODUZIONE	7
PARTE PRIMA	9
L'evoluzione normativa in materia di strumenti di debito chirografario di secondo livello (F. SAVASTA)	
1 Crisi degli intermediari finanziari: <i>corpus</i> normativo	9
1.1 Il <i>new banking package</i> nel cammino delle riforme	14
1.2 Gli ambiti sistemici delle crisi e la collaborazione tra Autorità	16
2 Fenomeni di <i>mis-selling</i> e rilevanza delle crisi di legalità	20
3 I requisiti MREL-TLAC. <i>Ratio</i> dei presidi quantitativi	23
3.1 (Segue). L'apporto della BRRD 2 in tema di unificazione dei requisiti	27
4 La Direttiva (UE) 2017/2399: l'introduzione dei <i>senior non-preferred bonds</i>	29
4.1 I <i>senior non-preferred bonds</i> nell'ordinamento italiano. Gli articoli 12- <i>bis</i> e 12- <i>ter</i> del TUB	31
5 Tecniche di tutela dell'investitore <i>retail</i> , tra <i>suitability rule</i> e limiti di valore unitario minimo (art. 44- <i>bis</i> BRRD)	35

PARTE SECONDA	41
La disciplina degli strumenti di debito chirografario di secondo livello. Profili tipologici, vicende circolatorie e strumenti di tutela dell'investitore	
(F. CIRAOLÒ)	
1 L'ambito soggettivo di applicazione della disciplina dei SNPBs L'estensione alle SIM <i>ex art. 55-bis TUF (art. 60-bis,4-bis TUF)</i>	41
2 I SNPBs nella disciplina italiana. Caratteri strutturali e rango del credito	44
2.1 Le caratteristiche della subordinazione e le vicende circolatorie dei SNPBs	46
2.2 SNPBs e <i>market discipline</i>	53
3 Forma e struttura dei titoli di debito chirografario di secondo livello	56
3.1 La nullità delle clausole difformi	58
3.2 La disciplina secondaria. Il ruolo della Banca d'Italia	63
3.3 L'immodificabilità degli strumenti di debito chirografario di secondo livello	64
4 Il nuovo regime di tutela dell'investitore <i>retail (art. 25-quater TUF)</i>	65
4.1 Cenni all'applicazione <i>ratione temporis</i> del nuovo regime di tutela dell'investitore al dettaglio	73
CONCLUSIONI	75
Bibliografia	79

In linea con le indicazioni unionali, la Legge di bilancio 2018 (L. 27 dicembre 2017, n. 205) ha introdotto nel nostro ordinamento gli *strumenti di debito chirografario di secondo livello* (meglio conosciuti, a livello sovranazionale, con l'espressione *senior non-preferred bonds*), che sembrano avere riscosso sin da subito un certo interesse da parte del mercato.

La nuova tipologia di titoli di debito, collocata, nella gerarchia degli strumenti di capitale bancario, tra le passività *junior* e quelle *senior*, assolve principalmente la funzione di costituire un "cuscinetto" di passività ad elevata capacità di assorbimento delle perdite, in grado di evitare, in situazioni di crisi dell'emittente, l'erosione dei crediti chirografari ordinari (compresi quelli dei depositanti, ove non protetti dagli appositi sistemi di garanzia) e il ricorso, in ultima istanza, ai fondi pubblici.

La peculiare posizione occupata da tali strumenti nella struttura finanziaria degli intermediari rileva dunque, segnatamente, nelle ipotesi di *bail-in*, ricollegandosi alla complessiva opera di riforma della regolamentazione bancaria attuata, sotto il profilo in esame, dalla recente *Banking Recovery and Resolution Directive 2* (BRRD 2). Fonte che, in un momento storico connotato da grandi incertezze nel contesto macroeconomico, ha posto nuovamente al centro dell'attenzione le problematiche inerenti alla gestione delle insolvenze bancarie, riservando particolare importanza alla disciplina del requisito minimo di passività ammissibili (*Minimum Requirement of Eligible Liabilities*, MREL), nonché alla commercializzazione agli investitori *retail* di strumenti finanziari assoggettabili a *bail-in*.

Quanto brevemente osservato lascia intuire che gli strumenti di debito chirografario di secondo livello assumono rilevanza con riferimento a molteplici ambiti disciplinari, quali quelli afferenti all'adeguatezza patrimoniale degli intermediari bancari e finanziari, alla c.d. *insolvency hierarchy*, nonché alla prestazione dei servizi d'investimento, interessando, pertanto, sia la tematica dell'*investor protection* che quella degli apparati di vigilanza strutturalmente preordinati al controllo e alla regolamentazione dei diversi comparti del mercato finanziario, oltre a suscitare nuovi spunti di riflessione anche in ordine al processo di cambiamento che sembra volersi delineare nell'ambito della *Capital Markets Union*.

In siffatto contesto, specifico rilievo deve attribuirsi al ruolo dell'informazione, affinché la piena disponibilità di essa, da parte di tutte le possibili categorie di investitori (*retail*, in primo luogo), possa contribuire a fornire ai mercati la liquidità di cui gli stessi hanno bisogno in ogni fase dei cicli economici. Rileva, dunque, la necessità di rendere edotti i sottoscrittori degli strumenti di debito chirografario non preferito

dell'effettivo grado di rischiosità dell'investimento effettuato, come anche, per altro verso, l'efficacia dell'apparato rimediato approntato dal legislatore a fronte di carenze informative o, più in generale, di fenomeni di *mis-selling* concernenti gli strumenti in oggetto.

Al contempo, particolare considerazione sembra doversi tributare anche al fattore – intangibile, ma di cruciale importanza nel contesto dei mercati finanziari – della fiducia, attese le gravi ripercussioni sull'intero sistema economico degli episodi di crisi bancarie innescate o aggravate dal venir meno della medesima. La fiducia, naturale lubrificante del sistema sociale, è obiettivo dichiaratamente perseguito, del resto, anche nel nostro ordinamento nazionale, nel cui ambito essa è da considerare come un bene giuridico, ai sensi dall'art. 5, co. 1, lett. *a*), del TUF (ove si prevede, invero, che la vigilanza sugli intermediari ha per obiettivo «la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario», secondo una lettura orientata dall'art. 47, comma 1, della Costituzione). La capacità degli intermediari di finanziarsi sui mercati dei capitali, raccogliendo le risorse necessarie ad integrare i requisiti minimi di passività richieste per l'assorbimento delle perdite e la ricapitalizzazione dell'ente in dissesto (passività tra le quali rientrano, oggi, anche i *senior non-preferred bonds*), non può invero prescindere dall'instaurazione di un clima generale di fiducia nel corretto ed efficiente funzionamento dei mercati finanziari, a sua volta collegato alla "qualità" del contesto normativo.

Molteplici sono, pertanto, i profili di interesse e gli interrogativi giuridici che accompagnano la recente disciplina degli strumenti di debito chirografario di secondo livello, siccome in grado di intercettare alcune fra le più dibattute problematiche che, negli ultimi anni, hanno caratterizzato l'evoluzione del diritto bancario e dei mercati finanziari.

Obiettivo di questo lavoro, dunque, è sviluppare un'analisi critica delle disposizioni in materia, tenendo conto delle delicate questioni connesse, per le ragioni testé accennate, all'emissione e alla commercializzazione dei predetti strumenti.

Pertanto, dopo avere tratteggiato, nella prima parte dello scritto, il quadro normativo all'interno del quale è maturata l'attuale disciplina degli strumenti di *senior non-preferred debt*, si procederà ad una puntuale disamina delle disposizioni di diritto positivo (dislocate essenzialmente tra TUB e TUF), focalizzando l'attenzione tanto sui profili strutturali degli strumenti in esame, quanto sulle forme di tutela approntate dal legislatore in favore dei sottoscrittori dei medesimi. Scopo ultimo dello studio è valutare se l'attuale contesto regolamentare possa ritenersi realmente in grado di soddisfare le finalità – efficace ed ordinata conduzione delle procedure di *resolution*, per un verso, protezione degli investitori, per l'altro – perseguite dal legislatore con l'introduzione della fattispecie in oggetto, nonché suggerire le modifiche utili a conferire al vigente quadro disciplinare quel grado di chiarezza e di linearità che appare necessario ad assicurare il raggiungimento degli obiettivi sopra indicati.

1 Crisi degli intermediari finanziari: *corpus* normativo

Snodi fondamentali, nella storia del processo di integrazione europea, sono stati sempre rappresentati dai settori bancario e finanziario, unitamente intesi, oggetto, negli ultimi anni, di un consistente processo di riforma, realizzato attraverso due distinte iniziative: da una parte l'Unione bancaria europea (*Banking Union*), dall'altra la più recente Unione del mercato dei capitali (*Capital Markets Union*)¹.

Se l'Unione bancaria – progetto ancora in costruzione² – è stata la prima tappa obbligata per salvaguardare la stabilità economica e finanziaria nell'Eurozona, la seconda tappa, in questo senso, è senz'altro rappresentata dall'Unione del mercato dei capitali, che persegue gli stessi obiettivi di fondo. Comune ai due progetti, infatti, è l'intento di evitare nel futuro le distorsioni innescate dalle pregresse crisi finanziarie, cercando un progressivo avvicinamento, anche a livello regolamentare, dei due settori³.

- 1 La letteratura in argomento è estremamente vasta. Senza pretese di completezza, sull'Unione bancaria si v. F. CAPRIGLIONE, *L'Unione Bancaria Europea. Una sfida per un'Europa più unita*, Torino, 2013; D. BUSCH, G. FERRARINI (a cura di), *European Banking Union*, Oxford, 2015; M.P. CHITI, V. SANTORO (a cura di), *L'unione bancaria europea*, Pisa, 2016; R. D'AMBROSIO (a cura di), *Scritti sull'unione bancaria*, in BANCA D'ITALIA, *Quaderni di ricerca giuridica*, 2016, n. 81; R. IBRIDO, *L'Unione bancaria europea. Profili costituzionali*, Torino, 2017; A. PIERINI, *L'Unione bancaria europea come federalizing process. Una prospettiva di diritto comparato*, Padova, 2019; M. MACCHIA, *Integrazione amministrativa e unione bancaria*, Torino, 2019; da ultimo, si rinvia ai contributi contenuti nel volume di A. BARONE, G. DRAGO (a cura di), *La funzione di vigilanza della Banca Centrale Europea. Poteri pubblici e sistema bancario*, Roma, 2022. Sulla *Capital Markets Union* v. invece D. SICLARI, *European capital markets union e ordinamento nazionale*, in *Banca e borsa*, I, 2016, n. 4, p. 481 ss.; più ampiamente, D. BUSCH, E. AVGOULEAS, G. FERRARINI (a cura di), *Capital Markets Union in Europe*, Oxford, 2018.
- 2 Com'è noto, il progetto di Unione bancaria è stato avviato con lo scopo di garantire un trattamento uniforme e coerente degli istituti bancari europei, in funzione del consolidamento del mercato interno. Dopo la creazione del Meccanismo di vigilanza unico (istituito con Regolamento UE 1024/2013), nel 2014 si è raggiunto l'accordo in sede UE sugli ulteriori due "pilastri": il meccanismo di risoluzione delle crisi e il sistema di garanzia dei depositi (accordo non proprio scontato nel contesto di euroscetticismo allora dilagante). Dal 1° gennaio 2016 è divenuto operativo il Meccanismo di risoluzione unico delle banche e di talune società di investimento (*Single Resolution Mechanism*, SRM), supportato dal Fondo unico di risoluzione (*Single Resolution Fund*, SRF), disciplinato dal Regolamento UE n. 806/2014. Ancora incompleta, invece, è la realizzazione del terzo pilastro, obiettivo sul quale sono in atto concentrate le istituzioni dell'Unione (*Eurogroup statement on the future of the Banking Union*, comunicato del 16 giugno 2022, reperibile su www.consilium.europa.eu; in dottrina, A. BROZZETTI, *Considerazioni (sparse) su banche e attività bancaria*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2016, n. 2, p. 261 ss.; M. LAMANDINI, F. PELLEGRINI, *Il completamento dell'Unione Bancaria e le prospettive di ulteriori riforme*, in M.P. CHITI, V. SANTORO (a cura di), *Il diritto bancario europeo. Problemi e prospettive*, Pisa, 2022, p. 297 ss.). Di recente, invero, la Commissione europea ha adottato una proposta per adeguare e rafforzare l'attuale quadro dell'UE per la gestione delle crisi bancarie e l'assicurazione dei depositi (quadro CMDI), preannunciando un complesso di misure volte a preservare ulteriormente la stabilità finanziaria, tutelare i contribuenti e i depositanti e sostenere l'economia reale e la sua competitività (il testo delle proposte, pubblicato il 18 aprile 2023, può leggersi all'indirizzo https://finance.ec.europa.eu/publications/reform-bank-crisis-management-and-deposit-insurance-framework_en).
- 3 La risposta dell'ordinamento giuridico sia nazionale che europeo, dopo le crisi finanziarie macroeconomiche succedutesi nell'arco dell'ultimo quindicennio, sembra alla ricerca di una tendenziale armonizzazione tra gli ambiti bancario e finanziario, con il fine ultimo di ridimensionare il ruolo del primo sistema a favore di una finanziarizzazione dell'economia, da realizzare attraverso il ricorso al mercato dei capitali (anelito, quest'ultimo, della già richiamata *Capital Markets Union*). A tal riguardo, i settori bancario e finanziario sono stati considerati come elementi essenziali nel

La *Capital Markets Union* si pone, quindi, in linea di continuità con la *Banking Union*, come appare evidente se si guarda alle linee di evoluzione degli intermediari nei mercati, nonché alle interconnessioni esistenti tra i vari soggetti finanziari ed ai conseguenti rischi anche per la stabilità finanziaria⁴. Si tratta di un percorso *in fieri* all'interno di una partita piuttosto complessa, nella quale si rivelerà cruciale la progressiva armonizzazione delle regole tra i settori (bancario e finanziario), alla luce dell'annunciato macro-obiettivo programmatico europeo (ovvero il rilancio dell'economia e delle imprese, attraverso la raccolta di flussi di investimenti nei mercati dei capitali)⁵.

Nel perseguire l'obiettivo di dare vita ad un settore finanziario (europeo) forte, competitivo e resiliente, a servizio dell'economia reale, un passaggio fondamentale, sul piano normativo, è stato rappresentato dalla riforma della disciplina in materia di gestione delle crisi bancarie. Tema di grande delicatezza, che va affrontato tenendo presente che la crisi delle banche, specie se di rilevanti dimensioni, non costituisce un problema meramente tecnico, ma un problema politico, che investe la società nel suo complesso⁶.

Nel nuovo *framework* regolamentare, posizione centrale occupa la nota Direttiva 2014/59/UE (*Banking Recovery and Resolution Directive, BRRD*) - recentemente novellata dalla Direttiva (UE) 2019/879 (*BRRD 2*)⁷, recepita con il d. lgs. n. 193 del 5 novembre 2021 -, la quale ha previsto misure armonizzate di prevenzione e gestione delle crisi bancarie e finanziarie per tutti gli Stati membri dell'Unione europea.

completamento del mercato unico, seppur nella consapevolezza che, per i fabbisogni di finanziamento delle imprese, abbia ancora una certa preminenza il sistema bancocentrico. L'Europa, volendo guardare retrospettivamente, si è mossa invero più lentamente nell'integrazione e armonizzazione del mercato dei capitali, manifestando delle vulnerabilità che sono emerse con chiarezza allo scoppio della crisi economica e finanziaria del 2007-08 e che, a loro volta, hanno avuto come primo bersaglio proprio le banche europee, per poi trasferirsi, in parallelo, sui debiti sovrani degli Stati (G. SALPIETRO, *Il difficile percorso dell'unione bancaria*, ne *Il federalista*, 2017, n. 2, p. 140 ss.).

- 4 Sulla stabilità finanziaria, quale obiettivo della più recente legislazione europea in ambito bancario e finanziario, v. R. D'AMBROSIO, *La stabilità finanziaria tra gli obiettivi della legislazione dell'Unione su mercati finanziari, SEVIF e Unione bancaria*, in *Riv. It. Dir. Pubbl. Com.*, 2017, n. 6, p. 1469 ss.
- 5 Ciò in un più ampio contesto di rinnovati modelli di supervisione, posti al centro dell'attenzione sia a livello nazionale che unionale, concepiti al fine ultimo di rimediare alle profonde carenze messe in luce da passati eventi patologici di crisi macroeconomica, ovvero di prevenirli (per una più ampia panoramica si rinvia a D. SICLARI (a cura di), *Italian Banking and Financial Law. Supervisory Authorities and Supervision*, I, London, 2015). Per altro verso, specifico rilievo deve attribuirsi anche al ruolo dell'informazione, affinché la piena disponibilità di essa (intesa come "bene giuridico") possa contribuire - secondo le convergenti finalità della *Banking Union* e della *Capital Markets Union* - a fornire ai mercati la liquidità finanziaria di cui essi hanno bisogno in ogni fase dei cicli economici. Al riguardo, si rileva che il fabbisogno cognitivo del pubblico degli investitori è gradualmente cresciuto in relazione vuoi alla maggiore complessità delle negoziazioni, vuoi all'aumento delle cause di interconnessione del sistema economico-finanziario. A fronte di tali fenomeni, si sono rafforzati i meccanismi di circolazione di dati e notizie, a beneficio di una migliore efficienza degli scambi e di una riduzione degli effetti negativi che i molteplici fattori di volatilità fanno registrare sull'andamento degli stessi (A. TROISI, *L'informazione nel mercato finanziario: i bilanci delle banche e la comunicazione al pubblico*, in *Contr. Impr.*, 2013, n. 1, p. 46).
- 6 S. MACCARONE, *La gestione delle crisi (i profili innovativi)*, in A. BROZZETTI (a cura di), *L'ordinamento bancario europeo alla ricerca di un assetto stabile*, Bologna, 2022, p. 97.
- 7 Per esteso, Direttiva (UE) 2019/879 del 20 maggio 2019, che modifica la Direttiva 2014/59/UE sul risanamento e la risoluzione degli enti creditizi e delle imprese d'investimento (c.d. "BRRD 1") «per quanto riguarda la capacità di assorbimento di perdite e di ricapitalizzazione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e la direttiva 98/26/CE». La BRRD 2 è stata pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'UE in data 7 giugno 2019, nell'ambito del c.d. "pacchetto banche", recante modifiche al quadro europeo di vigilanza prudenziale e sui requisiti patrimoniali degli enti creditizi.

La BRRD, com'è noto, nasce con l'intento di prevedere modalità di intervento tempestive ed efficaci nei confronti di un ente creditizio (o di un'impresa di investimento) in difficoltà, che possano assicurare la continuità delle funzioni essenziali dell'ente medesimo (si pensi, ad es., all'accesso ai depositi, o all'intermediazione nei pagamenti), riducendo al minimo l'impatto di un eventuale dissesto sui cittadini contribuenti e sul sistema finanziario nel suo complesso⁸. Com'è altrettanto noto, essa ha introdotto nell'ordinamento europeo il meccanismo del *bail-in* (che si potrebbe sinteticamente definire come uno strumento finalizzato all'assorbimento delle perdite e alla ricapitalizzazione di un ente in crisi, attraverso la cancellazione o la conversione in capitale delle sue passività), il quale consente il trasferimento di una quota consistente degli oneri relativi alla ristrutturazione di una banca in dissesto dal bilancio pubblico agli investitori⁹. E difatti, il regime in esame prevede che il costo della crisi debba essere sostenuto *in primis* dagli azionisti e, subito dopo, dai creditori dell'ente in difficoltà, secondo un ormai noto ordine di priorità¹⁰.

In questo senso si può senz'altro affermare che la BRRD abbia costituito un tassello normativo di fondamentale importanza¹¹, anche se vale la pena rilevare come

- 8 Cfr. considerando n. 5. Sul punto, si veda più ampiamente (*ex multis*), L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in *Dal Testo Unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione dei poteri*, BANCA D'ITALIA, *Quaderni di ricerca giuridica*, 2014, n. 75, p. 147 ss.; C. BRESCIA MORRA, *Nuove regole per la gestione delle crisi bancarie: risparmiatori vs contribuenti*, in *AGE*, 2016, n. 2, p. 282 ss.
- 9 Per alcuni rilievi critici sull'effettiva funzionalità del *bail-in*, cfr. C. GOODHART, E. AVGOULEAS, *A Critical Evaluation of Bail-ins as Bank Recapitalisation Mechanisms*, CEPR Discussion Paper 10065, 2014, reperibile su <https://ssrn.com/abstract=2478647>; G. PRESTI, *Il bail-in*, in *BIS*, 2015, n. 3, p. 339 ss.; A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in *Banca e borsa*, 2015, n. 5, p. 587 ss.; R. LENER, *Profili problematici delle nuove regole europee sulla gestione delle crisi bancarie*, in *BIS*, 2018, n. 1, p. 13 ss.; F. SALMONI, *Crisi bancarie e incostituzionalità del bail-in*, in *Percorsi Costituzionali*, 2017, p. 285 ss.
- 10 La BRRD è stata preceduta dalla nota *Comunicazione* sul settore bancario del 2013 della Commissione europea, nella quale si possono già leggere gli intenti di fondo sottesi al *bail-in*. In essa, infatti, venivano fissati orientamenti specifici in tema di distribuzione degli oneri sugli azionisti e sui creditori subordinati (*burden sharing*), ritenendo che una loro adeguata partecipazione ai costi di ricapitalizzazione fosse essenziale per evitare il cosiddetto *moral hazard* (per un approfondimento v., fra i tanti, B. INZITARI, *Crediti deteriorati (NPL), aiuti di Stato nella BRRD e nella Comunicazione sul settore bancario del 30.7.2013 della Commissione europea*, in *Banca e borsa*, 2016, n. 6, p. 641 ss.; M. MARCUCCI, *Aiuti di Stato e stabilità finanziaria. Il ruolo della Commissione europea nel quadro normativo europeo sulla gestione delle crisi bancarie*, in M.P. CHITI, SANTORO (a cura di), *L'unione bancaria europea*, cit., p. 291 ss.). Non essendo pensabile sviluppare, in tutti i suoi complessi passaggi logici e temporali, una problematica così ampia e controversa come quella concernente la concessione di aiuti pubblici al sistema creditizio (sulla quale v., di recente, L. SCIPIONE, *Aiuti di Stato e crisi bancarie*, Torino, 2022), ci limitiamo a rammentare che la Commissione europea ha avviato, in data 17 marzo 2022, una consultazione pubblica in materia di aiuti di Stato per le banche in difficoltà, conclusa il 15 luglio 2022. La consultazione mira, tenuto conto dei significativi cambiamenti del quadro regolamentare in cui operano le banche dell'UE rispetto al 2013, a valutare «in che modo le norme in materia di aiuti di Stato per le banche in difficoltà hanno funzionato nel tempo e in che misura hanno preservato la stabilità finanziaria nel mercato unico dell'UE, garantendo nel contempo parità di condizioni grazie alla riduzione delle distorsioni della concorrenza», nonché a stabilire «in che misura le norme attuali siano ancora adatte allo scopo, in particolare in considerazione del nuovo contesto normativo, e se vi sia la possibilità di semplificarle o di migliorarne il coordinamento con il quadro per la gestione delle crisi bancarie». L'obiettivo finale è riuscire a «far luce sulle conseguenze sconosciute, impreviste e indesiderate del controllo degli aiuti di Stato nel settore finanziario, in particolare nel contesto del nuovo quadro normativo».
- 11 Volendo schematizzare, le statuizioni normative della BRRD (anche nella parte novellata dalla BRRD 2) si possono riferire, in primo luogo, alle misure preventive (o preparatorie), le quali comprendono tutte le azioni da attuare in situazioni di difficoltà, pianificate sia dalla banca mediante i c.d. piani di risanamento, sia dall'Autorità chiamata a gestire l'eventuale dissesto, mediante i c.d. piani di risoluzione. Un'ulteriore fase racchiude, poi, le norme in materia di intervento precoce, indispensabili affinché le Autorità preposte, ai primi segnali di rischio per la stabilità degli istituti bancari, possano intervenire tempestivamente. La risoluzione riguarda, infine, le misure applicabili in caso di

fosse stata prevista, già nella fase costitutiva del complesso "sistema" del *bail-in*, una sua futura revisione, imponendo alla Commissione di presentare entro il 1° giugno 2018 una proposta di "aggiornamento" della Direttiva medesima. Termine nel quale si legge la volontà di salvaguardare l'impianto, i principi e gli obiettivi di fondo della BRRD, seppur nella consapevolezza di un necessario adattamento alle esigenze che dovessero sorgere in tempi successivi¹². Ciò si è tramutato nell'adozione della BRRD 2.

Inoltre, parallelamente all'entrata in vigore della BRRD è stato definito anche il quadro giuridico del Meccanismo di risoluzione unico (*Single Resolution Mechanism*, SRM), disciplinato dal Regolamento UE n. 806/2014, con l'obiettivo di preservare la stabilità finanziaria dell'area dell'euro, mediante un sistema unitario delle procedure di risoluzione. In tale contesto, com'è noto, è stata altresì prevista l'istituzione di un Fondo di risoluzione unico per il finanziamento dei programmi di risoluzione (*Single Resolution Fund*, SRF), alimentato dai contributi degli intermediari dei Paesi aderenti, secondo un piano di versamenti distribuito in otto anni.

Il MRU è formato dalle Autorità nazionali di risoluzione (*National Resolution Authorities*, NRAs) e dal Comitato di risoluzione unico (*Single Resolution Board*, SRB), un'agenzia europea per l'esercizio delle funzioni di risoluzione, nel cui Consiglio sono presenti anche i rappresentanti delle Autorità nazionali. Il meccanismo di risoluzione unico ha l'obiettivo di assicurare la gestione efficace delle crisi delle banche "significative" (sostanzialmente tutte le banche che hanno un attivo superiore ai 30 miliardi di euro) o con operatività transfrontaliera nell'area dell'euro, e delle principali società di intermediazione mobiliare (SIM), superando i problemi determinati dalla diversificazione delle procedure su base nazionale. Il SRB assume le decisioni in merito ai piani di risoluzione e all'avvio della risoluzione e individua le azioni più idonee al raggiungimento degli obiettivi fissati dalla disciplina europea. Le Autorità nazionali di risoluzione, oltre a partecipare alle decisioni del Comitato, sono invece responsabili dell'attuazione delle concrete misure di risoluzione¹³.

Nello svolgimento di tali attività, le NRAs agiscono nell'ambito delle *Linee guida* stabilite dal Comitato di risoluzione unico che, in casi eccezionali, può esercitare poteri di sostituzione assicurando l'effettiva unitarietà del Meccanismo. Sia il SRB che le Autorità nazionali si avvalgono degli strumenti di gestione delle crisi introdotti dalla BRRD. Tale quadro prevede in primo luogo che gli enti creditizi siano costantemente

dissesto o probabile dissesto dell'ente, in vista della realizzazione di obiettivi di pubblico interesse (in arg., ampiamente, F. CIRAIOLO, *Il finanziamento "esterno" delle risoluzioni bancarie tra tecniche normative e diritto vivente*, Padova, 2018, p. 91 ss.).

12 In merito ai proclami alla BRRD 2 si veda la *Relazione della Commissione europea al Parlamento europeo e al Consiglio sull'applicazione e sulla revisione della direttiva 2014/59/UE (direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche) e del regolamento (UE) n. 806/2014 (regolamento sul meccanismo di risoluzione unico)*, Bruxelles, 30 aprile 2019, COM (2019) 213 final.

13 Sul funzionamento del MRU v. A. DE ALDISIO, *Il Meccanismo di risoluzione unico. La distribuzione dei compiti tra il Comitato di risoluzione unico e le autorità di risoluzione nazionali e altri aspetti istituzionali*, in R. D'AMBROSIO (a cura di), *Scritti sull'unione bancaria*, cit., p. 140; F. CIRAIOLO, *Il Single Resolution Mechanism (Regolamento UE n. 806/2014). Lineamenti generali e problemi di fondo*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2015, n. 3, p. 357 ss.; S. LAVIOLA, G. LOIACONO, P. SANTELLA, *L'Unione bancaria e gli effetti dei nuovi strumenti europei di risoluzione delle crisi: un'analisi comparata*, in G. MORBIDELLI (a cura di), *Il modello italiano di intermediazione finanziaria: specificità, eredità e futura*, 2016, p. 117 ss. (www.cesifin.it). Più di recente, M. SIMONCINI, *Il meccanismo di risoluzione unico: il caso del Banco Popular*, in *Giorn. dir. amm.*, 2023, n. 1, p. 60.

preparati ad affrontare un deterioramento della propria situazione finanziaria, adottando e tenendo aggiornato un piano di risanamento che preveda l'adozione da parte dell'ente di misure volte al ripristino della sua situazione finanziaria. Il piano, basato su un complesso di indicatori che vengono monitorati per identificare le circostanze in cui risulti opportuno mettere in atto specifiche azioni di risanamento, definite in via preventiva, costituisce anche un vero e proprio dispositivo di *governance*¹⁴.

Le Autorità di risoluzione, nondimeno, devono essere preparate a gestire i casi in cui il deterioramento della situazione aziendale conduca al dissesto o al rischio di dissesto dell'ente. A tal fine, esse predispongono un piano di risoluzione della crisi, di norma con l'assistenza dell'ente stesso, che non deve presupporre interventi di salvataggio esterno (*bail-out*).

L'esame del *framework* normativo sin qui brevemente tratteggiato risulta fondamentale per la definizione, e la comprensione, della disciplina delle crisi degli intermediari finanziari non bancari.

Quest'ultima si colloca, infatti, all'interno di un contesto normativo che deriva, anche a livello eurounitario, dalla matrice bancaria, la quale ha costituito, sin dall'origine, il riferimento di fondo per la disciplina del sistema finanziario italiano, grazie alla pluralità di obiettivi perseguibili e alla grande capacità di adattamento alle trasformazioni del mercato. Invero, le disposizioni in tema di crisi degli intermediari diversi dalle banche, operanti nel settore dei valori mobiliari (società d'intermediazione mobiliare e organismi di investimento collettivo del risparmio), sono state modellate sulla falsariga dell'ordinamento bancario, sia sotto il profilo della tecnica legislativa (che ha privilegiato la redazione di norme corredate da ampi rinvii a tale *corpus* normativo)¹⁵, che con specifico riguardo alle singole misure di prevenzione e gestione delle crisi.

A livello nazionale, la disciplina di cui al d. lgs. 24 gennaio 1998, n. 58 (*Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, TUF), nelle disposizioni in atto comprese tra l'art. 55-*bis* e l'art. 60-*bis*, va pertanto ad integrarsi naturalmente con diverse disposizioni di "diritto speciale bancario" contenute nel d. lgs. 1 settembre 1993, n. 385 (*Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, TUB), in quanto frequentemente richiamate dal TUF con riferimento alle situazioni di crisi degli intermediari finanziari non bancari¹⁶. E nella medesima logica può leggersi, per

14 Per alcune considerazioni sul punto v. V. TROIANO, *Recovery plans in the context of the BRRD framework*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, Vol. 1, 2, 2015, p. 35 ss.

15 A.M. CARRIERO, *La disciplina italiana in tema di gestione delle crisi delle banche e degli intermediari finanziari*, in *Ricerche Giuridiche*, Venezia, 2013, n. 2, p. 644 ss.

16 A completamento del quadro normativo in materia di crisi degli intermediari finanziari vanno aggiunte, peraltro, alcune disposizioni di diritto concorsuale comune, in quanto suscettibili di applicazione anche in questo ambito: così S. BONFATTI, *La disciplina delle situazioni di crisi degli intermediari finanziari, il quadro d'insieme e le misure preparatorie. In particolare: il sostegno finanziario di gruppo*, in *Quaderni di Diritto Bancario*, 2020, n. 2 (reperibile su www.diritto bancario.it), il quale allude principalmente alla disciplina dei "Piani attestati di risanamento" (art. 67, co. 3, lett. d), L. fall., ora art. 56 CCII), nonché alla disciplina degli "Accordi di Ristrutturazione" (art. 182-*bis* ss. L. fall., ora art. 57 ss. CCII), la cui applicabilità alle imprese bancarie (e finanziarie) – affermata in giurisprudenza nel noto caso *Gruppo Delta* (Trib. Bologna, 17 novembre 2011, in *Fall.*, 2012, p. 594) –, è tuttavia condizionata alla negazione della natura di procedura concorsuale all'istituto in questione (stante il principio secondo il quale le banche e gli intermediari

quanto di specifico interesse in questa sede, l'ulteriore processo integrativo determinato, più di recente, dall'introduzione dell'art. 12-ter del TUB, espressamente richiamato dall'art. 25-*quater* del TUF, come meglio si dirà nel prosieguo a proposito delle novità normative relative alla prestazione dei servizi d'investimento aventi ad oggetto *eligible liabilities*.

1.1 Il *new banking package* nel cammino delle riforme

A metà del 2019 è giunto a compimento, tramite la presentazione di un pacchetto di misure per il settore bancario (*new banking package*), «un rilevante processo di manutenzione della legislazione europea», avviato dalla Commissione europea già sul finire del 2016¹⁷.

Il *new banking package* europeo è frutto di una più ampia opera riformatrice che abbraccia l'intero sistema finanziario¹⁸. Questo filone di riforme risponde soprattutto all'esigenza di «ridisegnare la *governance* e rafforzare le funzioni e il coordinamento nell'azione di vigilanza europea, alla luce dell'evoluzione registrata sia nel contesto regolatorio (l'attenzione va anche alla *soft law*) sia in quello operativo (esplosione dell'innovazione e dei progressi tecnologici)»¹⁹.

Funge da cornice di fondo la considerazione che una conseguenza comune alle crisi economiche, specie quando le cause vengono ricondotte al malfunzionamento dei mercati finanziari, è costituita dalla ridefinizione dell'ampiezza e della profondità della regolazione e, conseguentemente, del ruolo assegnato ai *regulators*. Nella sostanza, le implicazioni di *policy* per la regolamentazione finanziaria sono state rappresentate, oltre che dal rafforzamento dell'apparato normativo di trasparenza, dalla creazione di una serie di regole specifiche, che limitino un'eccessiva assunzione di rischi da parte del sistema bancario²⁰.

Tale processo ha tenuto conto delle norme internazionali adottate, sin dal 2010, dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB), giunte da ultimo alla revisione contemplata dal *framework* normativo di Basilea IV²¹. Tale quadro discende dalla naturale interconnessione del settore bancario con i rischi finanziari, che sembrano sempre più complessi e di difficile gestione.

finanziari non bancari sono sottratti alle procedure concorsuali di diritto comune: cfr. art. 80, co. 6, TUB e art. 57, co. 3, TUF).

17 Tale processo, originariamente promosso dalla Commissione con la *Comunicazione* del 24 novembre 2015 sul completamento dell'Unione bancaria (COM (2015) 587 final), contenente l'indicazione di una serie di misure volte a ridurre i rischi nel settore bancario, è stato poi accolto dal Consiglio nella *Tabella di marcia per il completamento dell'unione bancaria* del giugno 2016, focalizzata principalmente sul problema della gestione delle crisi: cfr. A. BROZZETTI, *Il pacchetto bancario sul rafforzamento del quadro prudenziale e di gestione delle crisi: la revisione del Meccanismo unico di risoluzione, secondo pilastro dell'Unione bancaria, tramite il regolamento (UE) 2019/877*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2020, n. 1, p. 43.

18 Il "pacchetto" di riforma è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il 7 giugno 2019.

19 Così, A. BROZZETTI, *Il pacchetto bancario sul rafforzamento del quadro prudenziale e di gestione delle crisi*, cit., p. 45.

20 E. FRANZA, *La product intervention del mondo MIFID II/MIFIR*, in *Dir. ec.*, 2019, n. 1, p. 326.

21 La completa entrata in vigore delle regole di Basilea IV, di progressiva applicazione, è prevista al 1° gennaio 2028.

Va peraltro rilevato che le iniziative susseguitesi nel tempo sono state tutte protese al compimento dell'opera di riordino normativo scaturita dalla crisi finanziaria del 2008, mediante regolamenti e direttive destinati ad incidere sia sui requisiti prudenziali delle banche e delle imprese di investimento (tramite modifiche della Direttiva 2013/36/UE, c.d. CRD 4, e del Regolamento (UE) n. 575/2013, c.d. CRR), sia sulla disciplina del risanamento e della risoluzione delle medesime (tramite modifiche della Direttiva n. 2014/59/UE, BRRD, e del Reg. UE n. 806/2014 sul Meccanismo di risoluzione unico, SRMR), «ancorandosi al consueto obiettivo di aumentare la resilienza degli intermediari e garantire la stabilità nel mercato finanziario»²².

L'approvazione del *new banking package* si è quindi tradotta nell'emanazione di diversi atti normativi, tra i quali rileva particolarmente, ai fini del nostro studio, la Direttiva (UE) 2019/879 del Parlamento europeo e del Consiglio (c.d. BRRD 2), che modifica la BRRD per quanto riguarda la capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e la Direttiva 98/26/CE, con l'obiettivo ultimo di evitare il ricorso al *bail-out*²³.

Va tuttavia rammentato che tra la BRRD e la BRRD 2 si è innestata la Direttiva (UE) 2017/2399 del Parlamento europeo e del Consiglio del 12 dicembre 2017, con la quale sono stati disciplinati i titoli di debito chirografario di secondo livello, meglio noti come *senior non-preferred bonds* (SNPBs). Questi ultimi, introdotti nel nostro ordinamento con Legge di bilancio 2018, sono qualificati come titoli non garantiti (*unsecured*), *senior* rispetto a titoli subordinati, ma *junior* rispetto a obbligazioni *senior preferred*, ed assumono rilevanza come *eligible liabilities* nelle procedure di *resolution*²⁴.

Ancora, il 26 giugno 2021 è divenuta applicabile la nuova disciplina prudenziale prevista dalla Direttiva (UE) 2019/2034 (IFD) e dal Regolamento (UE) 2019/2033 (IFR). Il Regolamento disciplina, tra l'altro, la categorizzazione delle imprese di investimento in classi, in funzione della complessità operativa e dimensionale. L'art. 62 dell'IFR, in particolare, ha modificato l'art. 4 del Regolamento (UE) n. 575/2013 (CRR), includendo nella nuova definizione di «ente creditizio» anche le imprese di investimento che svolgono attività comportanti l'assunzione in proprio di rischi e che superano specifiche soglie dimensionali particolarmente elevate (cfr. art. 4, par. 1, punto 1, lett. b), CRR, riguardante le imprese di investimento aventi forma di persona giuridica con sede

22 A. BROZZETTI, *Il pacchetto bancario sul rafforzamento del quadro prudenziale e di gestione delle crisi*, cit., pp. 43-4.

23 Gli altri provvedimenti che fanno parte del pacchetto di riforma sono il Regolamento (UE) 2019/876 del Parlamento europeo e del Consiglio (c.d. CRR 2), che modifica il Regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda il coefficiente di leva finanziaria, il coefficiente netto di finanziamento stabile, i requisiti di fondi propri e passività ammissibili, il rischio di controparte, il rischio di mercato, le esposizioni verso controparti centrali, le esposizioni verso organismi di investimento collettivo, le grandi esposizioni, gli obblighi di segnalazione e informativa e il Regolamento (UE) n. 648/2012; il Regolamento (UE) 2019/877 del Parlamento europeo e del Consiglio (c.d. SRMR 2), che modifica il Regolamento (UE) n. 806/2014 per quanto riguarda la capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione per gli enti creditizi e le imprese di investimento); la Direttiva (UE) 2019/878 del Parlamento europeo e del Consiglio (c.d. CRD 5), che modifica la Direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda le entità esentate, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione finanziaria mista, la remunerazione, le misure e i poteri di vigilanza e le misure di conservazione del capitale.

24 G. BOCCUZZI, *L'Unione Bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Roma, 2015, p. 9.

legale e direzione generale in Italia, denominate SIM di classe 1, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. e-bis) del TUF²⁵).

Ai soggetti classificati come ente creditizio, inoltre, si applicheranno le disposizioni regolamentari riguardanti la riserva obbligatoria. In tale quadro, il Regolamento (UE) 2021/379 della Banca Centrale Europea del 22 gennaio 2021, che ha modificato il Regolamento (UE) n. 1071/2013 relativo alle voci di bilancio degli enti creditizi e del settore delle istituzioni finanziarie monetarie, ha esteso gli obblighi segnalatici per gli enti creditizi, così come definiti nell'art. 4 del CRR, e per le succursali di enti creditizi.

Infine, ulteriori misure di revisione delle norme bancarie sono state proposte dalla Commissione europea nel c.d. Pacchetto bancario 2021. In tale ambito, particolare attenzione è dedicata, oltre che ai profili prudenziali, al tema della sostenibilità. A tale riguardo, per contribuire alla transizione verde, è prevista la gestione dei rischi ESG assieme ai test di *stress* climatico periodici da parte sia delle Autorità di vigilanza, che delle banche, nell'ambito del futuro impianto regolamentare²⁶.

1.2 Gli ambiti sistemici delle crisi e la collaborazione tra Autorità

Le fonti normative sopra citate aspirano a conseguire l'armonizzazione delle disposizioni in materia di risoluzione bancaria nell'Unione Europea, approntando un innovativo ed articolato strumentario comune per un'efficace gestione delle crisi bancarie, che escluda quanto più possibile l'eventualità di un ricorso al *bail-out*.

Al riguardo, nel Rapporto del luglio 2022 curato dalla Consob, che analizza la congiuntura e i rischi del sistema finanziario italiano nel confronto internazionale, con riguardo anche alle dinamiche che possono rilevare per il raggiungimento degli obiettivi istituzionali della medesima Autorità, una sezione è dedicata proprio al settore bancario, con riferimento ai seguenti ambiti: redditività e adeguatezza patrimoniale, qualità degli attivi, esposizione a rischi climatici, raccolta, avuto riguardo ad una situazione congiunturale nella quale gli sviluppi geopolitici ed economici in atto alimentano un'incertezza crescente, soprattutto in Europa, e un deciso calo degli indici di fiducia, interrompendo le tendenze positive registrate l'anno precedente²⁷.

25 Tali imprese sono state recentemente interessate dalla *Comunicazione* del 19 luglio 2022 della Banca d'Italia, con la quale sono state fornite le istruzioni tecniche per le segnalazioni di vigilanza obbligatorie previste da IFD, IFR e CRR, ai fini di politica monetaria, per le SIM di classe 1 e per le succursali di imprese di investimento di Paesi dell'UE di cui all'art. 27, punto 4-bis del TUF («Obblighi segnalatici ai fini di politica monetaria per le SIM di classe 1 e per le succursali di imprese di investimento di paesi dell'UE di cui all'art. 27, punto 4-bis del TUF»).

26 Commissione europea, *Pacchetto destinato al settore bancario 2021: nuove norme dell'UE volte a rafforzare la resilienza delle banche e assicurare una migliore preparazione per il futuro*, 27 ottobre 2021. In particolare, gli obiettivi da conseguire consistono in: 1) rafforzamento del quadro di regolamentazione patrimoniale basato sul rischio, senza aumenti significativi dei requisiti patrimoniali complessivi; 2) intensificazione dell'attenzione sui rischi ambientali, sociali e di *governance* nel quadro prudenziale; 3) armonizzazione ulteriore dei poteri e degli strumenti di vigilanza; 4) riduzione dei costi amministrativi degli enti legati agli obblighi di informativa al pubblico e miglioramento dell'accesso ai dati prudenziali degli enti.

27 CONSOB REPORT, *Trends and risks of the Italian financial system in a comparative perspective*, 2022, p. 12.

Nel quadro sopra tracciato assume rilievo anche il ruolo della vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea, svolto dal Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), le cui funzioni sono state ampliate dal Regolamento (UE) 2019/2176 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 dicembre 2019, che modifica il Regolamento (UE) n. 1092/10. Il novellato quadro normativo conferisce al CERS il compito di contribuire a prevenire o attenuare i rischi sistemici per la stabilità finanziaria nell'Unione e, in tal modo, a conseguire gli obiettivi del mercato interno, agevolando lo scambio di informazioni tra le autorità o gli organismi nazionali, responsabili della stabilità del sistema finanziario, e gli organismi dell'Unione, in relazione alle misure intese a far fronte al rischio sistemico in tutto il sistema finanziario dell'Unione²⁸.

È noto, infatti, come i danni derivanti dal *default* di un intermediario di grandi dimensioni si riflettano sull'intero sistema economico e finanziario, e come possano provocare crisi diffuse, generando fenomeni di insolvenza a catena di altri intermediari finanziari²⁹. Com'è appena il caso di precisare, infatti, la peculiare conformazione strutturale del mercato finanziario – caratterizzata sia dall'esistenza di una fitta rete di relazioni tra gli intermediari, sia dalla massiccia presenza di enti con operatività transfrontaliera – implica che le difficoltà economico-finanziarie e/o gestionali di un intermediario si ripercuotano, inevitabilmente, su diversi soggetti che risultano ad esso collegati (in virtù dell'appartenenza ad un medesimo gruppo, o in ragione dell'esistenza di consolidati rapporti finanziari o commerciali), acquisendo rapidamente rilevanza sistemica³⁰. Basti pensare, a tal proposito, alle forti tensioni registrate sui mercati finanziari

28 In arg., G. SCIASCIA, *La regolazione giuridica del rischio sistemico. Stabilità finanziaria e politiche macroprudenziali*, Milano, 2021, p. 252 ss. in part.; M. PASSALACQUA, *Diritto del rischio nei mercati finanziari: prevenzione, precauzione ed emergenza*, Padova, 2012, p. 287 ss.

29 Al riguardo, va osservato che la Banca d'Italia, con *Comunicato stampa* del 25 novembre 2022, ha reso noto di avere determinato i gruppi bancari identificati come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SIIs), autorizzate in Italia per l'anno 2023 (trattasi, in particolare, di UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena). La determinazione è stata assunta in ragione di quanto previsto dalla circolare Banca d'Italia n. 285/2013 (*Disposizioni di vigilanza per le banche*), di recepimento della normativa stabilita nella direttiva UE/2013/36 (CRD), che individua le modalità su cui si basa la metodologia per individuare le O-SIIs. La valutazione è stata svolta ai sensi di quanto previsto dalle indicazioni contenute nelle *Linee guida* EBA che determinano i criteri e i dati necessari per individuare le O-SIIs nei Paesi UE (EBA/GL/2014/10). La valutazione svolta da Banca d'Italia ha riguardato tutti i gruppi bancari e le banche che non fanno parte di un gruppo bancario svolgenti la loro attività in Italia. Per ciascuna banca o gruppo bancario è stato valutato il contributo dei quattro profili previsti dalle citate Linee guida EBA: dimensione; importanza per l'economia del Paese; complessità; interconnessione con il sistema finanziario. Sulla base dei dati analizzati con riferimento alla data del 31 dicembre 2021, il punteggio complessivo che indica la rilevanza sistemica a livello nazionale di UniCredit, Intesa Sanpaolo e Banco BPM supera la soglia di 350 punti base utilizzata dalle Linee guida per identificare le O-SIIs. MPS riporta invece un punteggio inferiore a quello individuato per l'identificazione automatica come O-SIIs, determinato tuttavia per oltre la metà dall'indicatore di interconnessione. Esso comprende le attività e le passività verso banche e altri intermediari, che risultano storicamente volatili. Stante l'attuale incertezza sull'evoluzione del quadro congiunturale e della rilevanza del gruppo nelle attività di raccolta e impiego presso il pubblico, la Banca d'Italia ha esercitato il *supervisory judgement* continuando ad identificare MPS come O-SII.

30 Cfr. F. CIRAIOLO, *Il finanziamento «esterno» delle risoluzioni bancarie*, cit., p. 17. La recente esperienza storica, d'altronde, dimostra come le crisi degli intermediari abbiano, di per sé, una rilevanza esterna (rispetto alla fonte che le ha generate), con rilevanti ripercussioni in termini sia economici che giuridici. Si tratta di eventi talmente articolati e complessi da avere dato vita ad una copiosa letteratura, che ha messo in risalto anche fenomeni di grave malfunzionamento del sistema bancario e finanziario: v., *ex multis*, F. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929-2009)*, Padova, 2009; F. COLOMBINI, A. CALABRÒ, *Crisi globale e finanza innovativa*, Torino, 2009; R. MASERA, *La crisi globale: finanza, regolazione e supervisione alla luce del rapporto De Larosière*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, II, p. 1121; G. PRESTI, *Mezzi e fini nella nuova regolazione finanziaria*, in *Banca e borsa*, 2010, n. 2, p. 208; F. VELLA, *Il rischio, questo*

globali e alle preoccupazioni per la stabilità sistemica scaturite dalla recente crisi di *Credit Suisse*³¹, a seguito delle quali «*central banks and regulatory authorities in Europe and elsewhere initiated communications to reassure depositors, markets and investors*», per prevenire fenomeni di *bank run* e susseguenti crisi di liquidità³².

D'altra parte, l'attività delle banche va ad intersecarsi con lo sviluppo dell'intermediazione finanziaria e con modelli di *business* tesi ad affiancarsi alle tradizionali forme operative. Inoltre, diversificando la loro operatività in vari settori del mercato finanziario, le banche rafforzano i legami anche con le imprese di assicurazione (formando i conglomerati finanziari)³³, anche dietro l'impulso delle Autorità di vigilanza, nell'ambito di un lento, ma inesorabile processo di concentrazione dei settori bancario, finanziario e assicurativo.

Pertanto, nell'osservare i fenomeni inerenti alla crisi in modo convergente, occorrerebbe cercare sempre maggiori punti d'incontro tra la legislazione dei diversi comparti del mercato finanziario.

In tale contesto – sussistendo il rischio che evoluzioni non previste di contesti macroeconomici possano riverberarsi sulla situazione patrimoniale, finanziaria ed economica degli emittenti, con potenziali effetti negativi sulla loro liquidità, redditività e solidità patrimoniale –, compito delle Autorità di vigilanza (che in passato non hanno brillato per alti livelli di collaborazione o per adeguate infrastrutture tecniche di raccordo)³⁴ è quello di coordinare la propria azione attraverso appositi modelli di vigilanza, volti a rafforzare gli accordi di cooperazione, con il fine di intervenire prontamente ove si prospettino scenari di crisi. In quest'ambito è dato rilevare il meritevole ruolo delle procedure di coordinamento tra le Autorità, tra cui spicca il *Protocollo d'intesa tra Banca d'Italia e Consob in materia di servizi e attività d'investimento e di gestione del risparmio* del 5 novembre 2019, che sostituisce il precedente *Protocollo d'intesa* del 31 ottobre 2007.

Il sopracitato *Protocollo* prevede una serie di interazioni che sembrano superare i confini degli ambiti normativi strettamente intesi, delineando, a livello amministrativo, modelli di vigilanza *on going* che, a loro volta, prevedono un reciproco scambio

sconosciuto, in AGE, 2009, n. 1, p. 161 ss. Nella letteratura internazionale v. P. KRUGMAN, *Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008*, Milano, 2009; R. A. POSNER, *A Failure of Capitalism*, Harvard University Press, Cambridge (Mass.), 2009; L. ALLEN, *The global economic crisis: a chronology*, Londra, 2013; S. N. SATYENDRA, *The Global Financial Crisis. Genesis, Policy Response and Road Ahead*, Berlino, 2013. Più in generale, sulle diverse tipologie di crisi finanziaria e sulle relative cause, S. CLAESSENS, M.A. KOSE, *Financial Crises Explanations, Types and Implications*, IMF Working Papers, No. 13/28, gennaio 2013.

31 La vicenda – esplosa a seguito delle turbolenze nel mercato bancario statunitense – è dettagliatamente ricostruita da B. PEZZULLI, *La caduta dei Titani (bancari): storia idiosincratca o rischio sistemico?*, in *Dialoghi dir. ec.*, maggio 2023 (www.dirittobancario.it).

32 ESAs, *Joint Committee Report on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System*, marzo 2023, p. 6. Nonostante le banche svizzere non siano assoggettate al quadro normativo unionale in materia di crisi, nel documento si evidenzia l'esistenza di «*a strong initial market reaction highlighting the continuing sensitivity of the European financial system to exogenous shocks and high ongoing market uncertainty*», legata anche a significative esposizioni di istituti finanziari europei verso *Credit Suisse*.

33 Più ampiamente, G. SABATINI, *Il cammino del settore bancario verso l'Europa: sviluppi e criticità*, in *Bancaria*, 2014, n. 9.

34 Per un approfondimento tematico si veda F. VELLA, *op. cit.*

d'informazioni, assieme al coordinamento di funzioni di vigilanza ispettiva, tramite il preventivo scambio dei piani ispettivi³⁵. Tale ultima misura potrebbe essere improntata allo scopo di prefigurare i diversi, possibili eventi patologici, di carattere sia specifico che sistemico, idonei a giustificare l'adozione delle misure d'intervento preventivo, ponendo gli Uffici preposti, in teoria, persino indicarli in un lavoro congiunto (piuttosto che ragionevolmente ipotizzarli nell'attività di vigilanza).

Il *Protocollo* conferma la tendenza ormai in voga nell'ultimo decennio, che ha visto un intensificarsi di accordi di cooperazione tra Consob e Banca d'Italia, volti ad un costante scambio informativo tra le diverse unità organizzative deputate al concreto svolgimento delle relative attività di vigilanza, al fine di rendere più veloci ed efficaci interventi ispirati a logiche marcatamente special-preventive³⁶.

In particolare, in tale documento è previsto (nell'ambito che qui interessa) che la Banca d'Italia richieda alla Consob il parere sui piani di risanamento delle SIM di cui all'art. 55-ter del TUF e parimenti le sottoponga i piani di risoluzione di cui all'art. 60-bis.2 del TUF, in vista della relativa predisposizione³⁷. E sempre in tema di cooperazione fra Autorità è senz'altro da collocare il *Documento di indirizzo* del 19 luglio 2022 in materia di procedure operative per l'esecuzione del *bail-in* nell'ambito del sistema di gestione accentrata e regolamento titoli italiano, pubblicato da Banca d'Italia, cui ha partecipato anche la Consob³⁸.

Certo è che la scelta del momento in cui intervenire, attraverso l'ampio strumentario di cui le Autorità dispongono, costituisce un elemento di importanza strategica nell'azione di vigilanza, determinando, peraltro, anche una migliore tutela dei destinatari finali dell'azione amministrativa³⁹. In tale contesto, dunque, non sorprende che assuma sempre maggior rilievo l'apporto del *data sharing* tra le *Authorities*⁴⁰. E nella stessa prospettiva, di particolare utilità sarà anche la futura implementazione

35 Più ampiamente si veda il punto n. 4 (denominato «Scambio di informazioni») del Protocollo d'intesa.

36 Si tratta infatti di intervenire ove l'intermediario versi in una situazione di crisi non ancora conclamata e del tutto ipotetica, emergente, ad esempio, da *stress tests* o da analoghi esercizi, dai quali si evinca una carenza di capitale potenziale e non imminente. Si chiama altresì in causa, pertanto, la capacità di prefigurare ogni plausibile scenario futuro che possa ripercuotersi sull'operatività dell'intermediario e di stimarne i relativi effetti.

37 Protocollo d'intesa, punto 8 («Piani di risanamento e di risoluzione»).

38 Si veda sul punto la Comunicazione relativa alle procedure operative per l'esecuzione del *bail-in* del 19 luglio 2022, disponibile alla pagina <https://www.bancaditalia.it/compiti/risoluzione-gestione-crisi/fondi-risol-crisi/2022/comunicazione-20220719/index.html>. Al riguardo si aggiunga che la Banca d'Italia, in qualità di Autorità di risoluzione, aveva promosso la costituzione di una *Task Force* con l'obiettivo di analizzare gli impatti di un eventuale provvedimento di *bail-in* sui processi di *post-trading* italiani e di definire ruoli, tempistiche e fasi operative per l'esecuzione del *bail-in* nell'ambito del sistema di gestione accentrata e regolamento titoli. A conclusione dei lavori, che hanno visto il coinvolgimento del depositario centrale italiano Monte Titoli - Euronext Securities Milan e dell'industria, tra cui ABI e ASSOSIM, nonché della Banca d'Italia e della Consob in qualità di osservatori, è stato redatto e pubblicato un apposito Rapporto sulla c.d. *external execution* del *bail-in*.

39 La conoscenza o l'occultamento delle effettive condizioni finanziarie di una banca o di un intermediario finanziario, come noto, si riflettono nell'andamento dei valori di mercato degli strumenti finanziari emessi da tali enti. Non a caso, cruciale rilevanza assume la scelta del momento in cui intervenire, in chiave preventiva, con provvedimenti correttivi o di rigore, al fine di salvaguardare al massimo il valore degli *assets* dell'intermediario in difficoltà. L'approccio di tipo preventivo (*early intervention*), invero, è basato su una prospettiva di ritorno *in bonis* che si risolve in un vantaggio per tutti gli *stakeholders*, preservando il valore dell'azienda (A.M. CARRIERO, *op. cit.*, p. 650).

40 COMMISSIONE EUROPEA, *Strategy on supervisory data in EU financial services*, Bruxelles, 15 dicembre 2021 (COM (2021) 798 final).

dello *European Single Access Point* (ESAP), che prevede la costituzione di una piattaforma *on-line* che renda facilmente accessibili e comparabili le informazioni finanziarie (e non), rese pubbliche dalle aziende⁴¹. Misura, quest'ultima, ritenuta di fondamentale importanza nel nuovo *Action Plan* della Commissione europea per la *Capital Markets Union*.

2 Fenomeni di *mis-selling* e rilevanza delle crisi di legalità

La peculiarità delle crisi degli intermediari è normalmente rinvenuta nel carattere generale e "pubblicistico" degli interessi coinvolti dalla gestione di un'impresa esercitante l'attività bancaria o finanziaria, idoneo a ingenerare conseguenze anche di tipo sistemico⁴².

Le crisi degli intermediari bancari, in particolare, hanno talora coinvolto il contiguo settore dei mercati finanziari, con specifico riguardo a fenomeni di *mis-selling* di strumenti finanziari, da cui sono scaturite ampie "crisi di legalità"⁴³: eventi che sembrano accomunare ad un medesimo destino diversi istituti, lasciando aperte problematiche inerenti, da un lato, a questioni di stabilità, dall'altro, alla tutela degli investitori (e di quelli al dettaglio, in particolare).

Va premesso, in linea generale, che il rischio di *mis-selling* determina rilevanti costi non solo per le parti direttamente coinvolte nelle operazioni di vendita (investitori ed intermediari), ma anche per il sistema economico-finanziario nel suo complesso, rappresentando un serio ostacolo alla canalizzazione delle risorse finanziarie dei singoli verso impieghi nell'economia reale. Il sistema finanziario, invero, risente negativamente degli effetti del *mis-selling*, proprio perché le disponibilità finanziarie in possesso degli investitori potrebbero essere utilmente investite, attraverso l'acquisto di prodotti finanziari, in progetti di crescita economica e occupazionale delle aziende emittenti e, dunque, dell'economia nel suo complesso⁴⁴, secondo l'obiettivo programmatico dell'art. 47, co. 2, della Costituzione.

41 COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un punto di accesso unico europeo che fornisce un accesso centralizzato alle informazioni accessibili al pubblico pertinenti per i servizi finanziari, i mercati dei capitali e la sostenibilità*, 25 novembre 2021 (COM (2021) 723 final). Per vero, l'ESAP è destinato principalmente a utenti quali investitori, analisti finanziari e intermediari di mercato (ad esempio gestori di patrimoni, consulenti o aggregatori di dati), ma possono avere interesse ad accedervi anche istituzioni, organismi o agenzie dell'Unione, autorità di regolamentazione, autorità di vigilanza, autorità di risoluzione e altre autorità pubbliche.

42 S. BONFATTI, *Art. 80*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* diretto da F. Capriglione, Milano, 2018, t. II, p. 1082 ss., spec. p. 1107 ss.; ID., *Art. 80*, in R. COSTI, F. VELLA, *Commentario breve al testo unico bancario*, CEDAM, 2019, p. 416 ss.

43 Un aspetto da non sottovalutare, invero, è che in materia finanziaria rilevano anche, e talora soprattutto, le crisi provocate, per un verso, da atti o comportamenti caratterizzati da mancanza di competenza e di equilibrio gestionali, per altro verso, da condotte produttive di violazioni di legge: fenomeni riassunti, per l'appunto, nella definizione sintetica di "crisi di legalità".

44 D. COLONNELLO, *Rischio di mis-selling per il risparmiatore retail: strategie normative e prospettive in ambito europeo*, in *Dialoghi dir. ec.*, 2022, n. 1, p. 142.

Orbene, in alcuni Paesi, tra cui l'Italia, le banche hanno collocato presso la propria clientela al dettaglio strumenti di debito subordinato, spesso complessi, soggetti a conversione o svalutazione in caso di crisi⁴⁵. Nel nostro ordinamento si è così verificata, all'indomani dell'entrata in vigore della BRRD, la partecipazione obbligatoria degli investitori *retail* alle perdite di banche in dissesto, ciò che ha gettato lunghe ombre sulla corretta instaurazione del nesso tra sottoscrizione di strumenti finanziari e assunzione consapevole dei relativi rischi⁴⁶. Nelle prime applicazioni delle nuove regole, invero, le obbligazioni bancarie subordinate sono state in effetti "cancellate", come nella nota vicenda delle c.d. quattro banche, seppur prevedendo apposite misure di ristoro degli investitori. Analoghe problematiche (di sacrificio degli investitori) si sono poi riproposte con riferimento agli altrettanto noti casi del Monte dei Paschi (d.l. n. 237/2016) e, in diversa maniera, delle due popolari venete (d.l. n. 99/2017)⁴⁷.

45 Nel 2014, EBA, ESMA ed EIOPA avevano ricordato alle banche che le caratteristiche di rischio e complessità di questi prodotti, e il potenziale conflitto di interessi in capo all'emittente, rendevano necessario un rigoroso rispetto delle regole a tutela degli investitori (norme MiFID, in particolare). Ciò sulla scorta dell'ormai consolidata esperienza – comprovata anche da diversi studi empirici, condotti a livello istituzionale anche fuori dal nostro Paese – secondo cui molti investitori *retail* non soltanto sono soliti agire con capacità cognitive limitate in relazione alla complessità sia della materia in sé, che dei relativi rischi, ma sono anche, in generale, facilmente influenzabili dalla diffusione delle notizie di stampa.

46 L'emissione e il successivo collocamento di titoli ammissibili alla condivisione degli oneri (azioni e titoli di debito subordinati) ha innescato dei meccanismi di mercato che, in spregio ai requisiti di trasparenza, hanno dato luogo a diverse controversie legali: si pensi, ad es., al contenzioso nel quale è stato implicato il Monte dei Paschi di Siena, destinatario di una serie di pretese risarcitorie, non ancora definite nell'*an*, potenzialmente impattanti sui propri equilibri patrimoniali. Sul punto si veda, in particolare, Gruppo Monte dei Paschi di Siena, Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata al 30 Giugno 2022, pp. 98-9 (disponibile su <https://www.gruppompis.it/static/upload/1-r/1-relazione-finanziaria-semestrale-gmps-30-giugno-2022.pdf>), ove si legge quanto segue: «A seguito del burden-sharing attuato nel corso del 2017 in applicazione del D.L. n. 237/2016, alcuni investitori acquirenti di obbligazioni subordinate emesse da società del Gruppo (poi divenuti azionisti per effetto della citata misura, con conseguente emersione di minusvalenze rispetto all'importo inizialmente investito) hanno citato in giudizio la Capogruppo lamentando che la stessa, al momento dell'investimento, non avrebbe informato i clienti circa la natura e le caratteristiche degli strumenti finanziari acquistati, sollevando altresì ulteriori contestazioni sul corretto adempimento degli obblighi gravanti sulla Capogruppo in qualità di intermediario finanziario. Tale contenzioso è prevalentemente relativo ad investimenti in obbligazioni di rango Lower Tier II; infatti nella maggior parte dei casi gli investitori hanno subito la conversione ex lege dei loro titoli in azioni ordinarie, senza poter beneficiare dell'offerta pubblica di transazione e scambio promossa dalla Capogruppo ai sensi del Decreto n. 237/2016 (c.d. Decreto Burden Sharing) destinata unicamente ad investitori retail. Si segnalano tuttavia per completezza anche altri casi in cui le controparti, pur avendo acquistato titoli Upper Tier II, contestano di non aver potuto aderire all'Offerta pubblica per misselling da parte della Capogruppo, ovvero, spiegano comunque contestazioni relativamente ai titoli Upper Tier II acquistati dopo il 31 dicembre 2015 (cut off date). Infine, un limitato numero di controversie ha ad oggetto la fattispecie in cui gli investitori hanno ceduto le proprie obbligazioni anteriormente al Burden Sharing ex Decreto n. 237/2016. Il focus delle contestazioni avversarie è concentrato sull'asserito difetto di informativa e/o comunque di violazione della specifica normativa in materia di intermediazione finanziaria. Il *petitum* complessivo di queste vertenze alla data del 30 giugno 2022 è pari a 37,5 mln di euro (33,7 mln di euro al 31 dicembre 2021), mentre i fondi stanziati sono pari a 16,5 mln di euro (in aumento di 0,7 mln di euro rispetto al 31 dicembre 2021)».

47 In arg. si vedano, anche per ulteriori riferimenti bibliografici, A. MAGLIARI, *Salvataggi bancari, concorrenza e stabilità finanziaria tra disciplina europea ed esperienza nazionale*, in M.P. CHITI, V. SANTORO (a cura di), *Il diritto bancario europeo*, cit., p. 98 ss.; L. PAJEVIC, *La risoluzione della crisi delle Quattro banche e le Argonautiche giurisdizionali*, *ibidem*, p. 129 ss.; P. ROSSI, *Le dinamiche Stato-banche pre e post pandemia*, Torino, 2022, p. 79 ss.

A tale ultimo riguardo, va, peraltro, ricordata l'attività sanzionatoria della CONSOB, nonché i risultati ottenuti dai risparmiatori nelle controversie incardinate davanti all'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF), operante presso la stessa CONSOB sin dal 2017⁴⁸.

La tematica del *mis-selling*, per quanto accennato, non può dunque essere trattata come scissa dalla *resolution*, in quanto ad essa legata da rilevanti sinergie informative ed operative⁴⁹. Se infatti, in situazioni di crisi, la condivisione degli oneri da parte dei privati è una condizione necessaria, nell'ottica di ridurre corrispondentemente l'onere per lo Stato, non è possibile trascurare il tema dei meccanismi di ristoro per danni da *mis-selling* patiti dai sottoscrittori al dettaglio di *bailinable liabilities*⁵⁰, siccome in grado di intaccare la fiducia che i risparmiatori ripongono non solo nelle banche, ma in tutto il sistema finanziario. D'altra parte, non si può omettere di rilevare che, nel quadro della prestazione dei servizi d'investimento, la distribuzione dei predetti

48 Sul punto, G.E. BARBUZZI, *L'attività dell'ACF*, in *Riforma della giustizia civile e tutela stragiudiziale: quali opportunità per cittadini e imprese?*, Atti del Convegno ACF-ANSPC-Sapienza Università di Roma, 24 ottobre 2022, in CONSOB, *Quaderni giuridici*, 2023, n. 27, p. 23 ss.

49 Al riguardo, negli Atti Parlamentari inerenti alla proposta per la "Istituzione di una commissione parlamentare di inchiesta sul sistema del credito e sulla gestione delle crisi bancarie" (28 maggio 2018), si evidenziava come il *fil rouge* che ha legato tutte le crisi bancarie degli ultimi anni sia stato una gestione quanto meno disinvolta del credito, associata, con sempre maggiore frequenza, a pratiche commerciali scorrette, gestioni patrimoniali sospette, operazioni irregolari di acquisizione, fusione, trasformazione o vendita di valori azionari, obbligazionari o addirittura di interi istituti di credito.

50 A riprova della delicatezza del tema, basti notare che, in caso di liquidazione coatta, pretese risarcitorie da *mis-selling*, vantate da soggetti titolari di strumenti destinati ad assorbire le perdite (*in primis*, azionisti), potrebbero determinare una sorta di "ricomposizione" del passivo bancario, giacché i crediti (chirografari) riviventi da tali pretese, ove riconosciute, finirebbero col concorrere nella liquidazione dell'attivo con altri crediti chirografari, a detrimento degli stessi. In ipotesi di risoluzione, invece, ove si ammettesse in capo ai titolari di passività ammissibili al *bail-in* un diritto al risarcimento del danno derivante da pratiche di *mis-selling*, si creerebbe grande incertezza relativamente alla valutazione del passivo dell'ente soggetto a risoluzione e, di conseguenza, sull'importo del *bail-in* necessario a ricostituire il patrimonio della banca (R. CERONE, relazione al seminario *Gli investitori nelle banche al tempo del burden sharing*, Università di Roma Tre, 5 giugno 2021). Alla luce di tali osservazioni, particolarmente rilevante risulta dunque la sentenza resa dalla Corte di Giustizia il 5 maggio 2022 nella causa C-410/20 (*Banco Santander*), secondo la quale le disposizioni combinate dell'art. 34, par. 1, lett. a), dell'art. 53, par. 1 e 3, nonché dell'art. 60, par. 2, primo comma, lett. b) e c), della BRRD, «debbono essere interpretate nel senso che esse ostano a che, successivamente alla svalutazione totale delle azioni del capitale sociale di un'ente creditizio o di un'impresa di investimento sottoposti a una procedura di risoluzione, le persone che hanno acquistato delle azioni, nell'ambito di un'offerta pubblica di sottoscrizione emessa da tale ente o da tale impresa, prima dell'avvio di detta procedura di risoluzione, propongano, nei confronti dell'ente creditizio o dell'impresa in parola, ovvero contro l'entità succeduta a tali soggetti, un'azione di responsabilità a causa delle informazioni fornite nel prospetto, quale prevista dall'articolo 6 della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE, come modificata dalla direttiva 2008/11/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 marzo 2008, oppure un'azione di nullità del contratto di sottoscrizione di tali azioni, la quale, in considerazione del suo effetto retroattivo, porti alla restituzione del controvalore dei titoli azionari suddetti, maggiorato di interessi a decorrere dalla data di conclusione di tale contratto». In altri termini, premesso che, ai sensi della BRRD, ove gli strumenti di capitale vengano svalutati, «non resta alcun obbligo nei confronti del detentore dello strumento di capitale pertinente in base all'importo dello strumento soggetto a svalutazione o in connessione ad esso, eccetto gli eventuali obblighi già maturati e l'eventuale responsabilità per danni che può emergere da un ricorso avverso la legittimità dell'esercizio del potere di svalutazione» (art. 60, par. 2), la Corte ritiene che lo speciale regime della risoluzione debba prevalere su altre disposizioni europee la cui applicazione potrebbe pregiudicare il raggiungimento degli obiettivi (di pubblico interesse) della risoluzione stessa, come dimostrato dal fatto che la BRRD prevede particolari deroghe ai diritti di azionisti e creditori riconosciuti dalle direttive in materia societaria. Azioni risarcitorie connesse all'acquisto di titoli assoggettati al potere di *write-down*, o volte ad ottenere la declaratoria di invalidità dei contratti di acquisto, non sono dunque ammissibili, perché mettono in discussione le valutazioni alla base delle decisioni di risoluzione, basate anche sulla composizione del capitale (in arg. v. R. D'AMBROSIO, F. CHIRICO, L. DROGHINI, G. PALA (a cura di), *Pandectae. Digest on the case-law of the Banking Union*, in BANCA D'ITALIA, *Quaderni di ricerca giuridica*, 2022, n. 92, p. 33 ss.).

titoli è sovente avvenuta con una certa superficialità, stante la mancata comprensione da parte dei sottoscrittori, in molti casi, dei rischi propri di tali strumenti finanziari⁵¹. Tale problematica ha peraltro riguardato diversi Paesi europei – tanto da essere definita come fenomeno di larga scala (*large scale mis-selling*) –, dove si sono riscontrati anche perniciosi fenomeni di elusione (*circumvention*) della normativa MiFiD in tema di servizi d'investimento⁵².

Il tema è di grande rilevanza, essendo collegato alle iniziative adottate, a livello tanto europeo, quanto nazionale, al fine di incrementare la partecipazione degli investitori *retail* ai mercati finanziari. In particolare, a livello europeo, la *Capital Markets Union* è stata concepita proprio con l'intento di conseguire tale finalità, sebbene, allo stato degli atti, non pare sia stata ancora attribuita la giusta centralità alla posizione degli investitori al dettaglio, al di là delle mere dichiarazioni di intenti⁵³. Fatica ancora a delinearsi compiutamente, invero, il perimetro della tutela di tali soggetti, concepita perlopiù in termini di "supporto" da fornire ai medesimi nelle decisioni d'investimento, in fase precontrattuale o in sede di stipula di contratti d'investimento⁵⁴. Parallelamente, a livello nazionale, il *Libro Verde* del 25 marzo 2022 denominato «*La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*», promosso dal MEF, si prefigge l'obiettivo di individuare gli interventi necessari a migliorare il *framework* regolamentare applicabile agli emittenti per realizzare l'accesso e la permanenza delle imprese sui mercati dei capitali, mantenendo intatti i presidi a tutela degli investitori e dell'integrità dei mercati⁵⁵.

3 I requisiti MREL-TLAC. *Ratio* dei presidi quantitativi

L'organizzazione finanziaria dell'intermediario, ovvero la composizione del suo patrimonio, non solo è funzionale alla gestione dei rischi tipici cui sono soggette le attività bancarie/finanziarie (acquisendo rilevanza, per effetto delle regole di Basilea, la determinazione di appositi coefficienti patrimoniali obbligatori, volti ad assicurare la stabilità dell'ente), ma assume un significato ancor più pregnante in relazione alla *compliance* nella distribuzione dei titoli *bail-inable*, in considerazione di ulteriori, specifici interessi, riferibili all'ordinato svolgimento delle procedure di *resolution*. Rileva, in particolare, l'obiettivo di rafforzare la capacità di assorbimento delle perdite degli

51 Problematiche inerenti a fenomeni della medesima specie risalgono, nel nostro ordinamento (seppur sotto un quadro normativo assai meno articolato), ad epoca ben anteriore all'introduzione del *bail-in* (si pensi, ad esempio, alle più risalenti e assai note vicende Cirio e Parmalat), benché solo più recentemente, rispetto a tali episodi, vi sia stata, come accennato, una stigmatizzazione da parte del *Joint Committee* delle ESAs, in considerazione di un contesto nazionale caratterizzato dall'elevata somministrazione di titoli alla clientela *retail*, spesso con pratiche leganti, anziché ad investitori professionali.

52 G. FRANKE, T. MOSK, E. SCHNEBEL, *Fair retail banking: How to prevent mis-selling by banks*, SAFE White Paper, No 39, 2016. Sulla violazione della normativa MiFiD, K. ALEXANDER, *Principles of Banking Regulation*, Cambridge, 2019, p. 253.

53 Per alcune proposte in tal senso v. F. ANNUNZIATA, *Retail Investment Strategy. How to boost retail investors' participation in financial markets*, giugno 2023, reperibile su <https://ssrn.com/abstract=4503351>.

54 COMMISSIONE EUROPEA, *Study on options for development of online tools and services supporting retail investors in investment decisions. Final report*, febbraio 2020, disponibile su <https://op.europa.eu/it/publication-detail/-/publication/74844f7c-cbc7-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en/format-PDF/source-140558169>.

55 D. COLONNELLO, *op. cit.*, p. 142.

enti finanziari, raggiunto, in ambito unionale, attraverso l'emanazione di specifiche regole prudenziali, che prevedono la costituzione di una riserva minima di strumenti di debito, da estinguere o convertire in *equity* in caso di *default* dell'intermediario⁵⁶.

Nel tralasciare, in tale contesto, i profili tecnici di dettaglio circa i sistemi di calcolo, in termini quantitativi, degli strumenti posti in campo (riguardanti aspetti squisitamente economici), s'intende qui soffermare l'attenzione sugli interessi che i c.d. requisiti MREL (*Minimum Requirement of Own Funds and Eligible Liabilities*) e TLAC (*Total Loss Absorbing Capacity*) aspirano a tutelare. Si tratta di requisiti *lato sensu* patrimoniali, atti a dotare ogni intermediario di fondi propri e passività ammissibili (*i.e.*, capitale proprio e capitale di debito)⁵⁷, idonei ad assicurare l'assorbimento delle perdite e la ricapitalizzazione dell'ente, qualora sottoposto a risoluzione, in coerenza con il *resolution plan* approvato dall'Autorità di risoluzione. Ciò affinché le crisi possano essere affrontate con mezzi pressoché esclusivamente interni, senza ricorrere, cioè, a interventi di sostegno pubblico.

La naturale implicazione pratica di MREL e TLAC sulle strutture finanziarie delle aziende di credito è che, al fine di soddisfare tali requisiti, le banche europee sono state chiamate ad aumentare progressivamente il volume delle passività subordinate totali, onde risultare dotate, in vista degli eventi sopra indicati, di una base patrimoniale sufficientemente stabile e solida. E va anche rilevato come il quadro normativo relativo ai predetti requisiti, oltre a costituire un *framework* particolarmente complesso, appaia in continua evoluzione.

MREL e TLAC si differenziano l'uno dall'altro in quanto il campo di applicazione del primo requisito copre l'intero settore bancario europeo⁵⁸, a differenza del secondo, rivolto alle sole banche sistemiche. Il livello del MREL, inoltre, è stabilito dalle Autorità di risoluzione in base ad una valutazione specifica dell'ente, eseguita di volta in volta, laddove il TLAC è determinato in modo uniforme per tutte le entità che devono rispettarlo.

Le caratteristiche delle passività MREL sono state per la prima volta elencate nella normativa europea sulla risoluzione (art. 45 BRRD e art. 12 del Regolamento 806/2014/UE): tra queste, le più rilevanti sono la durata residua di almeno un anno e la circostanza che la passività non risulti da un derivato, né sia coperta da alcun tipo di garanzia fornita dall'emittente (come ad esempio *i covered bonds*, o i finanziamenti

56 L. AMORELLO, *Bail-in or bail-out? A survey on the ECB's role of "bank-loss-absorber of last resort"*, in *Dir. comm. int.*, 2018, n. 2, p. 397.

57 L'ammontare dei fondi propri serve a garantire non soltanto la solvibilità della banca, e quindi la serietà dell'iniziativa intrapresa dai soci, ma la sua capacità di tutelare, in misura polivalente, tutti gli interessi in gioco. L'individuazione e la misurazione dei rischi diventano funzionali non solo alla determinazione dei requisiti patrimoniali minimi, ma anche al controllo prudenziale sull'adeguatezza patrimoniale e all'implementazione di una corretta informativa per il mercato. In argomento, R. CALDERAZZI, *La funzione organizzativa del capitale nell'impresa bancaria*, Torino, 2020, p. 47.

58 Il MREL si applica a tutti gli enti creditizi e di investimento nell'Unione (G-SIFs, altre filiazioni non-EU di G-SIFs, banche *Top Tier*, altre banche assimilabili a G-SIFs ed altri enti creditizi).

dalla Banca Centrale Europea). Sono inoltre escluse dal novero delle passività ammissibili quelle risultanti da un deposito che goda di preferenza nella gerarchia della procedura di insolvenza nazionale⁵⁹.

L'art. 45 della BRRD ha affidato alle Autorità competenti, in base agli *standards* regolamentari emanati dall'EBA, il compito di stabilire i limiti dimensionali della capacità di assorbimento delle perdite attraverso strumenti di capitale e passività ammissibili, vedendo in essi un aspetto essenziale dell'allora nuovo regime europeo di risoluzione. L'obiettivo è garantire che gli intermediari bancari detengano strumenti capaci di assorbire le perdite in quantità adeguata e contrastare, allo stesso tempo, l'incentivo a finanziarsi soprattutto attraverso passività escluse dal *bail-in*.

Contestualmente - per come emerso dal dibattito riguardante il rafforzamento della *loss absorbing capacity* delle banche globali a rilevanza sistemica (c.d. *Global Systemically Important Banks*, G-SIBs) - il 9 novembre 2015 il *Financial Stability Board* pubblicava la lista delle condizioni relative al requisito TLAC⁶⁰, imponendo alle G-SIBs di detenere un quantitativo sufficiente di passività ad elevata capacità di assorbimento delle perdite (sottoportabili al *bail-in*), per assicurare che il capitale di tali soggetti si mantenesse a un livello tale da consentire la risoluzione di una crisi.

Si tratta prevalentemente di grandi gruppi bancari che, per dimensione, volume d'affari, grado di interconnessione e di internazionalizzazione delle rispettive attività (qualificabili appunto come G-SIBs), hanno assunto valenza determinante in relazione al principio del *too big to fail* (TBTF), potendosi verificare, in caso di dissesto degli stessi gruppi, *spill-over effects* negativi in altri Stati, con conseguenti rischi per la stabilità complessiva dei mercati e potenziale effetto domino⁶¹. Va detto, a beneficio di completezza, che il requisito TLAC, al momento della sua ideazione, fu espressamente definito (dal FSB, con riferimento alle G-SIBs) come "argine all'opportunismo" degli istituti di maggiori dimensioni, posto che, se una banca di tipo TBTF è consapevole che

59 Più in dettaglio, secondo la BRRD, per poter essere computati all'interno dei MREL i titoli devono soddisfare i seguenti criteri: *i)* devono essere emessi e completamente versati; *ii)* non devono essere detenuti, garantiti o assicurati dall'emittente; *iii)* non devono essere finanziati né direttamente né indirettamente dall'emittente; *iv)* devono avere una scadenza residua di un anno; *v)* non devono contenere o essere il risultato di una conversione di un derivato; *vi)* non devono provenire da depositi che abbiano un ruolo preferenziale nella gerarchia di insolvenza. Il MREL è inoltre composto da: *i)* una parte definita *Loss Absorption Amount* (LAA), che insiste sul bilancio corrente ed è rappresentata da quei fondi in grado di assorbire le perdite in caso di dissesto; *ii)* un ammontare necessario per la ricapitalizzazione, o *Recapitalization Amount*.

60 Il requisito TLAC - espressione del c.d. *targeted approach*, in base al quale le autorità dovrebbero avere il potere di richiedere alle banche di emettere una certa quantità di *bail-inable debt*, cancellabile/convertibile al raggiungimento di determinate soglie - è ritenuto idoneo a conferire credibilità al *bail-in*, evitando indesiderati effetti sulla stabilità finanziaria e rischi legali connessi all'esclusione di determinate passività su base discrezionale. Sul punto G. DESIDERIO, *Prospettive di sviluppo della normativa UE in materia di vigilanza e crisi bancarie*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2017, supplemento al n. 3, p. 208 ss.; A. DE ALDISIO, *La gestione delle crisi nell'Unione bancaria*, in *BIS*, 2015, n. 3, p. 418; G.B. NAVARETTI, G. CALZOLARI, A.F. POZZOLO, *The tangled web: do capital requirements and loss absorption capacity foster a systemic risk free, pro-growth banking environment?*, in *European Economy*, Vol. 1, n. 9, 2015; Sul principio TBTF, in prospettiva storica, v. G.G. KAUFMAN, *Too Big to Fail in US Banking: Quo Vadis?*, gennaio 2003, reperibile su <https://ssrn.com/abstract=386902>.

61 A. PIERINI, *Unione bancaria europea e mercato unico dei servizi finanziari. Dinamiche di integrazione e limiti del processo di federalizzazione delle funzioni in materia di vigilanza e risoluzione delle crisi bancarie*, in *Costituzionalismo.it*, 2016, n. 3, p. 404.

le conseguenze negative del suo fallimento sarebbero troppo nefaste per essere accettate dall'autorità pubblica, la stessa potrebbe assumere rischi eccessivi per aumentare i propri rendimenti potenziali, in vista di un salvataggio con fondi pubblici⁶².

Mentre il campo di applicazione TLAC è circoscritto alle G-SIBs, il MREL, come già accennato, deve essere rispettato da ogni banca e copre l'intero settore bancario dell'Unione, oltre ad essere stabilito dalle Autorità di risoluzione in base a una valutazione specifica dell'ente, eseguita di volta in volta. In ragione di un approccio flessibile, il requisito MREL non è predeterminato nella BRRD, bensì viene fissato *ex ante* specificamente per ciascun istituto bancario: per le banche di maggiori dimensioni (*significant*) e i gruppi *cross-border* dal SRB, in consultazione con la BCE; per le banche minori (*less significant*), dalle Autorità di risoluzione nazionali, in consultazione con le rispettive Autorità di vigilanza. Senza scendere nel dettaglio delle modalità di individuazione di tale parametro, basti qui dire che si tiene conto delle caratteristiche idiosincratiche dell'istituto bancario (principio di proporzionalità)⁶³.

Ancora, il requisito minimo TLAC dovrebbe essere soddisfatto, in linea di massima, mediante strumenti di debito subordinati, mentre ai fini del MREL la subordinazione degli strumenti di debito potrebbe essere richiesta, di volta in volta, dalle Autorità di risoluzione, se necessario per evitare che ai creditori sottoposti al *bail-in* sia riservato un trattamento meno favorevole che in un ipotetico scenario di insolvenza (c.d. scenario controfattuale alla risoluzione). Le componenti del requisito MREL, in particolare, riguardano l'importo necessario per l'assorbimento delle perdite. Al fine di poter garantire l'ordinato svolgimento della procedura di gestione della crisi prescelta, l'Autorità di risoluzione è tenuta ad avviare un procedimento amministrativo, finalizzato a determinare, per ogni intermediario, un requisito minimo di passività che possano, al ricorrere di certe condizioni, essere svalutate o convertite per coprire le perdite emerse a seguito del dissesto o per una sua eventuale ricapitalizzazione, dopo le passività computabili nei fondi propri. L'ente, al quale il requisito viene comunicato, ha a disposizione un periodo di tempo per presentare eventuali osservazioni. Il mancato rispetto del requisito deve essere prontamente segnalato dall'intermediario all'Autorità di risoluzione.

62 *Capacità di assorbimento di perdite e di ricapitalizzazione degli enti creditizi e delle imprese di investimento, Atto del Governo 273 (Schema di decreto legislativo recante attuazione della direttiva (UE) 2019/879)*, 14 settembre 2021, p. 9; S. CROSETTI, *Verso la BRRD II. Analisi delle proposte di armonizzazione del requisito minimo di passività ammissibili con le indicazioni del Financial Stability Board in materia di Total Loss Absorbing Capacity*, in *Amministrazione in cammino*, 18 gennaio 2018, p. 3 e *ivi* nota n. 13, ove si sottolinea come il requisito TLAC sia nato, nelle intenzioni espresse dal FSB, come argine al problema dell'azzardo morale da parte degli istituti di maggiori dimensioni, posto che questi ultimi, consapevoli del potenziale impatto devastante di un loro fallimento, potrebbero attendersi di beneficiare di un generoso salvataggio con fondi pubblici, a fronte del quale sarebbe ragionevole per loro assumere rischi eccessivi connessi a più alti rendimenti.

63 V. BARBANTI, P. BENCIVENGA, C. TOMMASILE, *I nuovi strumenti di debito chirografario di secondo livello: novità e prospettive*, in *Società*, 2018, n. 7, p. 824.

3.1 (Segue). L'apporto della BRRD 2 in tema di unificazione dei requisiti

Posto che gli *standards* TLAC e MREL perseguono, essenzialmente, lo stesso obiettivo (ovvero garantire che le banche dispongano di un'adeguata capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione in caso di risoluzione), la BRRD 2 ha armonizzato i due requisiti, per evitare la coesistenza di due regimi paralleli per le G-SIBs dell'UE⁶⁴.

Più in dettaglio, la BRRD 2 ha esteso, in larga parte, la disciplina MREL-TLAC a tutti gli intermediari bancari europei, per i quali vale, pertanto, il principio di autosufficienza nell'assorbimento delle perdite derivanti dalle crisi d'impresa già contenuto nei suoi termini essenziali nella BRRD: quest'ultima, infatti, obbligava già le banche a dotarsi di un ammontare minimo di passività che, in caso di risoluzione dell'emittente, fossero in grado di assorbire le perdite e contribuire alla ricapitalizzazione della stessa, tramite l'applicazione dello strumento del *bail-in*.

La BRRD 2 fissa quindi i modi, i tempi e le caratteristiche dell'emissione degli strumenti computabili nel requisito MREL, con l'obiettivo primario di assicurare la loro capacità di assorbire le perdite (*i.e.*, l'assoggettabilità al *bail-in*) in una situazione di crisi. A questo fine, la nuova disciplina tiene conto della struttura gerarchica del passivo delle banche, alla quale corrisponde, specularmente, l'ordine secondo il quale le varie fonti di finanziamento della banca contribuiscono all'assorbimento delle perdite. In particolare, è previsto che una parte del requisito MREL debba avere un grado di subordinazione più prossimo a quello degli strumenti di capitale, con l'obiettivo di proteggere le passività *senior*, cioè i crediti chirografari e i depositi, ferma restando, naturalmente, la garanzia prestata sui depositi protetti.

In particolare, il nuovo art. 45 della BRRD (modificato dalla BRRD 2) prevede un nuovo requisito MREL, articolato in due coefficienti: uno espresso in percentuale delle attività ponderate per il rischio (definite dall'art. 92 del CRR) e uno espresso in percentuale dell'esposizione complessiva al rischio (definita dall'art. 429, par. 4 del CRR in relazione al coefficiente di leva finanziaria), dove, in sostanza, le attività vengono sommate, pur con alcuni aggiustamenti, senza essere ponderate per il rischio. L'ammissibilità delle passività ai fini del computo dei requisiti viene definita mediante riferimento alle condizioni disposte dagli articoli 72-*bis* e seguenti del CRR. Il nuovo MREL è determinato in base a specifici criteri definiti dal nuovo art. 45-*quater* della BRRD. Il principio resta quello di una fissazione "caso per caso", pur con una integrazione dei criteri e delle procedure volte alla relativa determinazione quantitativa. Per garantire un'armonizzazione con la norma TLAC, tuttavia, vengono predefiniti dei livelli quanti-

64 Le principali differenze tra i due requisiti continuano ad essere le seguenti: *i*) il requisito TLAC si applica solo alle G-SIBs, mentre il requisito MREL si applica a tutte le banche dell'UE; *ii*) il TLAC è lo stesso per tutte le entità, mentre il MREL è stabilito entità per entità, sulla base delle formule e delle valutazioni contemplate nella BRRD 2; *iii*) il requisito TLAC deve essere soddisfatto principalmente da strumenti subordinati, mentre il MREL può essere soddisfatto, in parte, con ulteriori strumenti: C.A. ATTINÀ, P. BOLOGNA, *TLAC-eligible debt: who holds it? A view from the euro area*, in BANCA D'ITALIA, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)* n. 604, 2021, p. 7; M. MARTÍNEZ GUERRA, *The new European Bank Resolution Directive in the face of MREL adaptation*, SEFO - *Spanish and International Economic & Financial Outlook*, 2019 (www.sefofuncas.com).

tativi *i*) per le sole G-SIBs, stabiliti dall'art. 45-*quinquies* della BRRD mediante riferimento ai requisiti di cui agli articoli 92-*bis* e 494 del CRR: un coefficiente basato sulle attività ponderate per il rischio del 18 per cento (16 per cento fino al 31 dicembre 2021), che rappresenta i fondi propri e le passività ammissibili dell'ente espressi in percentuale dell'importo complessivo dell'esposizione al rischio, calcolato conformemente all'art. 92, paragrafi 3 e 4; un coefficiente calcolato sul totale delle attività senza ponderazione del rischio delle stesse, pari al 6,75 per cento (6 per cento fino al 31 dicembre 2021), che rappresenta i fondi propri e le passività ammissibili dell'ente, espressi in percentuale della misura dell'esposizione complessiva di cui all'art. 429, par. 4; *ii*) per gli enti i cui attivi totali superano i 100 miliardi di euro, stabiliti dall'art. 45-*quater* della BRRD definendo il valore dei requisiti di cui agli articoli 92-*bis* e 494 del CRR, pari al 13,5 per cento e al 5 per cento; *iii*) specificando, tuttavia, che l'Autorità di risoluzione ha la possibilità di richiedere un MREL aggiuntivo⁶⁵.

Più in dettaglio, la normativa prevede che alle banche sistemiche globali si applichi un requisito MREL di "primo pilastro", in linea con quanto stabilito dal FSB per il TLAC. Per le altre banche destinate alla risoluzione, il requisito MREL è pari alla somma di due componenti: una quota di assorbimento delle perdite (pari ai requisiti di capitale di primo e secondo pilastro) e una quota di ricapitalizzazione, finalizzata a ricostituire il capitale regolamentare dell'intermediario. Questa componente ulteriore è denominata *market confidence buffer* (MCB) ed è volta a "riconquistare" la fiducia del mercato da parte della banca che abbia risolto la sua crisi⁶⁶.

In data 3 agosto 2020, l'EBA ha pubblicato il progetto finale di norme tecniche di attuazione (*Implementing Technical Standards, ITSs*) sull'informativa e sulle segnalazioni relative al requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili (MREL) e alla capacità di assorbimento totale delle perdite (TLAC)⁶⁷.

L'EBA ha cercato di massimizzare l'efficienza per i soggetti nel conformarsi ai loro obblighi informativi e segnaletici, nonché di facilitare l'utilizzo delle informazioni da parte delle Autorità e degli operatori di mercato. A tal fine, MREL e TLAC sono presentati con modalità integrate, sia nei modelli per l'informativa che in quelli per le segnalazioni. I requisiti in materia di segnalazioni e informativa sono contenuti in un'unica serie di ITS, e viene fornita un'associazione tra le informazioni quantitative da pubblicare e i dati da segnalare. Inoltre, gli ITS intendono massimizzare la coerenza e la comparabilità delle informative ai sensi degli stessi ITS con i modelli e le definizioni inclusi nei pertinenti standard relativi al Pillar 3 del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, al fine di rafforzare la disciplina di mercato.

Le banche dovranno adeguarsi al nuovo requisito MREL entro il 2024 (con un obiettivo intermedio per il 2022). L'EBA ha osservato nel documento di monitoraggio del 7 ottobre 2022, a seguito della relazione intermedia relativa all'attuazione e alla

65 *Capacità di assorbimento di perdite e di ricapitalizzazione degli enti creditizi e delle imprese di investimento*, cit., p. 11.

66 *Ibidem*.

67 È la prima volta che l'EBA elabora obblighi segnaletici e informativi in tale area, estendendo l'ambito dei quadri esistenti per le segnalazioni di vigilanza e il Pillar 3 nell'UE.

progettazione del MREL, che vi è convergenza e standardizzazione in termini di redazione giuridica delle note e dei programmi, derivante anche dall'effettiva attuazione delle raccomandazioni EBA sugli aspetti TLAC/MREL⁶⁸.

Per quanto riguarda, invece, gli obblighi segnaletici e informativi relativi alla TLAC, essi si applicano solamente alle G-SIBs, mentre gli obblighi segnaletici e informativi relativi al MREL si applicano ai soggetti diversi da quelli i cui piani di risoluzione ne prevedono la liquidazione in caso di normali procedure di insolvenza⁶⁹.

In data 19 ottobre 2022 è stato altresì adottato il Regolamento UE 2022/2036 che modifica il Regolamento (UE) n. 575/2013 e la Direttiva 2014/59/UE per quanto riguarda il trattamento prudenziale degli enti di importanza sistemica a livello mondiale con strategia di risoluzione a punto di avvio multiplo e metodi di sottoscrizione indiretta degli strumenti ammissibili per il soddisfacimento del requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili⁷⁰.

Da ultimo, sempre in argomento, l'EBA ha pubblicato in data 13 febbraio 2023 alcune *Linee guida* rivolte alle Autorità di risoluzione per la pubblicazione del loro approccio all'attuazione dello strumento del *bail-in*⁷¹. In particolare, l'EBA evidenzia come la trasparenza e la prevedibilità risultino fondamentali, sia per l'adeguatezza del quadro di risoluzione delle crisi, che per la salvaguardia della protezione degli investitori. In quest'ottica, pertanto, le *Guidelines* mirano a garantire che venga reso pubblico un livello minimo di informazioni armonizzate sul modo in cui le Autorità eseguono la riduzione e la conversione degli strumenti di capitale e applicano lo strumento del *bail-in*.

4 La Direttiva (UE) 2017/2399: l'introduzione dei *senior non-preferred bonds*

Come più volte precisato, la *ratio* legislativa dei requisiti TLAC-MREL è fare sì che gli strumenti di debito ad essi *compliant*, tra i quali rientrano i SNPBs, assorbano le perdite prima di altri titoli (ovviamente ad eccezione delle passività escluse).

L'obiettivo generale di tali strumenti, in chiave macroeconomica, rimane pur sempre quello di garantire che il sistema bancario-finanziario possa disporre di un'adeguata dotazione patrimoniale e che, in caso di crisi, essa sia funzionale ad un'ordinata risoluzione. Ciò in quanto i principali strumenti che le Autorità preposte possono in tali

68 EBA, *Report on the monitoring of TLAC-/MREL-eligible liabilities instruments of European Union institutions - Update*, 7 ottobre 2022.

69 Si veda il pacchetto tecnico associato ai requisiti in materia di segnalazioni, che include il *data point model* (DPM), le *validation rule* e la tassonomia XBRL. Le disposizioni relative alle informative sulla TLAC si applicano immediatamente dopo l'entrata in vigore degli ITS. Le disposizioni relative alle informative sul MREL si applicano non prima del 1° gennaio 2024. La prima data di riferimento per le segnalazioni conformemente agli ITS è stata il 30 giugno 2021 (*Reporting framework 3.0*), sia per il MREL che per la TLAC.

70 Il Regolamento, pubblicato sulla *Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea* del 25 ottobre 2022, si applica a decorrere dal 14 novembre 2022.

71 EBA, *Guidelines to resolution authorities on the publication of the write-down and conversion and bail-in exchange mechanic*, 13 febbraio 2023.

circostanze applicare prevedono, come detto, il salvataggio interno mediante svalutazione o conversione in capitale delle passività ammissibili (*bail-in*), da utilizzare in misura proporzionale sia alle dimensioni che alla rischiosità dell'ente, ma comunque sufficiente ad assorbire tutte le perdite accertate a seguito di un dissesto, nonché a ricostituire un'adeguata dotazione patrimoniale, evitando, ove possibile, il coinvolgimento dei titolari di passività con un elevato grado di *seniority* (in particolare, i depositanti), in ragione degli effetti sulla stabilità finanziaria che tale coinvolgimento potrebbe determinare.

Come accennato, l'elaborazione di parametri contabili (MREL-TLAC) in relazione alle dimensioni o all'andamento della banca è strettamente connessa con la prospettiva della *resolution*, atteso che il sistema bancario italiano, secondo recenti stime degli analisti, presenta ancora dei rischi con *outlook* negativo. In tal senso i SNPBs, strutturati come debito subordinato (v. *infra*, parte II), costituiscono un "cuscinetto" di passività ad elevata capacità di assorbimento delle perdite, che consente di evitare il ricorso a fondi pubblici e il rischio di trasmissione della crisi ad altri intermediari, con ripercussioni negative per la stabilità finanziaria complessiva.

Il 23 novembre 2016, la Commissione europea aveva approvato una proposta di modifica dell'art. 108 della BRRD, relativa alla gerarchia dei crediti in situazioni di insolvenza. In particolare, nel progetto di modifica dell'articolo in esame, tra le varie proposte è stata considerata l'emissione di nuovi strumenti di debito *senior non-preferred*, specificanti il *junior rank* rispetto ai titoli non subordinati e il *senior rank* rispetto alle obbligazioni subordinate dell'istituto creditizio⁷².

A tal riguardo, è stata proposta un'armonizzazione a livello europeo della gerarchia delle obbligazioni *senior non garantite*, creando una nuova *asset class* definita come *senior non-preferred*, sottoponibile a *bail-in* prima delle altre obbligazioni *senior* e dopo gli altri strumenti di capitale. In tal modo, le banche di tutti gli Stati membri avrebbero potuto avere una gerarchia del passivo basata su regole di subordinazione uniformi e beneficiare di maggiore chiarezza in merito agli strumenti computabili nelle misure di "protezione patrimoniale", rendendo così più agevole la risoluzione di istituti con operatività *cross-border*.

Nel 2017 la Commissione europea ha formalmente proposto un emendamento alla BRRD⁷³, poi sfociato nella Direttiva 2017/2399/EU del Parlamento europeo e del Consiglio del 12 dicembre 2017⁷⁴. Tale emendamento ha previsto l'introduzione per gli emittenti bancari di una nuova classe di obbligazioni non garantite, denominate *senior*

72 Più in dettaglio, la proposta della Commissione europea enucleava nell'ambito dei crediti chirografari (tra i quali rientrano le obbligazioni *senior* emesse dalle banche) una particolare categoria di strumenti di debito, rispetto ai quali il resto del credito chirografario diviene preferito.

73 La modifica anzidetta muoveva nella chiara direzione di armonizzare e rendere lineare l'operatività del *bail-in* all'interno dell'UE, garantendo la necessaria certezza giuridica alle banche e agli investitori.

74 F. MAZZINI, *Al via gli strumenti di debito chirografario di secondo livello*, in *Guida dir.*, 2018, fasc. 16, XX e ss., osserva che la BRRD lasciava agli Stati membri ampia discrezionalità, in caso di insolvenza di una banca, nella definizione della gerarchia dei creditori titolari di obbligazioni non subordinate, con la conseguenza che ciascuno Stato membro avrebbe potuto introdurre nell'ordinamento interno un proprio ordine di priorità.

non-preferred bonds, poste nella gerarchia delle pretese dei creditori in posizione "intermedia", ovvero su un livello inferiore ai debiti *senior* con più elevato grado di priorità, ma in posizione superiore e prioritaria rispetto al debito *junior* o subordinato. Le nuove disposizioni in materia di *insolvency hierarchy* ruotano intorno a questa nuova classe intermedia di debito *senior* non garantito, rilevante sia ai fini MREL sia ai fini TLAC.

La creazione di questa nuova classe di passività, destinate alla svalutazione o conversione forzata, è volta a facilitare l'operatività del *bail-in*, contemperando allo stesso tempo le esigenze di contenimento dei costi di finanziamento degli istituti di credito. Essa, inoltre, realizza l'effetto di fornire una protezione maggiore alle altre obbligazioni e ai depositi sopra 100.000 euro, che, in quanto crediti ordinari, sono tutelati dal cuscinetto di passività sottostanti. La maggiore visibilità delle passività specificamente identificate per l'assorbimento delle perdite in caso di crisi, inoltre, aiuterebbe gli altri creditori a valutare con maggiore accuratezza la probabilità di svalutazione o conversione in azioni dei propri investimenti in strumenti di debito⁷⁵.

4.1 I *senior non-preferred bonds* nell'ordinamento italiano. Gli articoli 12-*bis* e 12-*ter* del TUB

In sostanza, i *senior non-preferred bonds* rappresentano un "cuscinetto di sicurezza" che si interpone tra le passività *junior* e quelle *senior* emesse dalle banche (e dagli altri enti indicati dalla normativa). In tal senso, qualora sussistano le condizioni per avviare l'ordinaria procedura d'insolvenza, tali strumenti si classificherebbero sia come "più *junior*" rispetto ad altri crediti *senior* non garantiti, che come "più *senior*" rispetto a passività subordinate di tipo *Tier 1* o *Tier 2*.

Essi devono soddisfare tre condizioni base: avere una durata iniziale di almeno un anno; non avere una componente derivativa o strutturata; collocarsi ad un livello inferiore rispetto ad altri titoli non garantiti (*senior*), ma più elevato rispetto alle passività subordinate.

La nuova disciplina prospetta tuttavia diversi problemi di interpretazione, se non anche di comprensibilità, almeno di primo acchito. Sorgono, infatti, questioni di coordinamento con il sistema della *resolution* nel suo complesso, che suggeriscono, in questa sede, di rappresentare idealmente la gerarchia della subordinazione avvalendoci per semplificazione di una figura geometrica: la forma piramidale.

In cima alla "piramide" della *insolvency hierarchy* sono situati gli strumenti di capitale più liquidi e immediatamente interessati in caso di risoluzione bancaria. In tale circostanza, dunque, la prima tipologia destinata ad assorbire le perdite è rappresentata dagli strumenti di capitale di primaria qualità o CET1. Vengono quindi in considerazione le altre tipologie di capitale regolamentare, quali quelle ricomprese nei livelli AT1 e T2, e subito dopo le passività subordinate. Prima del debito *senior preferred* si inseriscono, a questo punto, le nuove tipologie di strumenti finanziari, quali i *senior non-preferred*,

75 A. ENRIA, *Il "pacchetto bancario" CRD 5/CRR 2/BRRD 2*, Audizione del Presidente dell'Autorità Bancaria Europea presso il Senato della Repubblica Italiana, Commissione Finanze e Tesoro, Roma, 5 luglio 2017, p. 5.

introdotti in vari ordinamenti dei Paesi membri dell'Eurozona. A seguire, vi è la classica categoria di debito *senior* e, infine, i depositi⁷⁶.

Il richiamo agli strumenti di AT1 induce, peraltro, ad accennare quanto meno al recente caso *Credit Suisse*, che, com'è noto, ha destato forte preoccupazione nei mercati a causa del trattamento riservato, nell'ambito delle misure di intervento volte a facilitare l'acquisizione della banca da parte di UBS, ai titolari di tali strumenti, allertando altresì le Autorità di vigilanza europee⁷⁷.

Più in dettaglio, il dibattito sulle vicende di *Credit Suisse* si è acceso in ragione della decisione, assunta dalle Autorità svizzere, di procedere per ragioni di necessità all'azzeramento integrale (*total write-down*) di tutte le obbligazioni AT1 emesse dalla banca, senza prima addossare le perdite agli azionisti: scelta che si pone in evidente discontinuità con i criteri di assorbimento delle perdite previsti dalle norme di diritto europeo (cui le banche svizzere non sono sottoposte), secondo le quali le perdite dovrebbero gravare *in primis* sugli azionisti dell'ente creditizio e soltanto in subordine sui titolari di strumenti di debito. Considerato l'allarme suscitato presso gli investitori, pertanto, la BCE, il SRB e l'EBA hanno ritenuto di dover emettere, il 20 marzo 2023, un comunicato congiunto con il quale, dopo aver manifestato il proprio apprezzamento rispetto alle azioni intraprese dalle Autorità elvetiche, hanno ribadito che il *resolution framework* europeo è caratterizzato da una precisa gerarchia, in base alla quale la riduzione (o l'azzeramento) del valore nominale degli strumenti AT1 può avvenire solo dopo che gli strumenti di capitale primario di classe 1 (CET1) siano stati integralmente

76 Senato della Repubblica, XIV Commissione Permanente, Atto n. 1721, *Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione Europea – Legge di Delegazione Europea*, Memoria relativa all'audizione del prof. M. Marzo effettuata in data 26 maggio 2020, p. 9. In tale sede si osserva, peraltro, come in fase di *bail-in* sia ragionevole immaginare che il valore del capitale ricompreso nel CET1 possa subire delle modifiche, essendo composto da azioni, mentre il capitale rientrante all'interno degli aggregati AT1 e T2, composti prevalentemente da strumenti di debito, tenderà a mantenere il valore di libro durante l'attuazione della procedura di risoluzione, rendendo tendenzialmente preferibile l'emissione di titoli di debito subordinato.

77 Sul punto, A. MESSORE, F. BONARDI, *Crisi bancarie e Additional Tier 1: il caso Credit Suisse*, aprile 2023, p. 2, reperibile su www.diritto bancario.it. Gli autori specificano che gli AT1 – anche indicati, in gergo, come *Contingent Convertible Bonds* o *CoCo Bonds* – sono «strumenti "ibridi" di capitale, emessi di norma come titoli di debito subordinati, utilizzati dalle banche per rafforzare i propri coefficienti patrimoniali senza ricorrere all'emissione di azioni ordinarie o altri strumenti di *equity*, in tal modo evitando la diluizione degli azionisti e ottimizzando il costo del proprio capitale». Tali strumenti, tipicamente riservati a investitori istituzionali, offrono dunque «un'opportunità di investimento normalmente considerata "più sicura" rispetto agli strumenti rappresentativi del capitale di rischio, in considerazione della gerarchia degli strumenti che compongono il capitale bancario». A tal riguardo, merita peraltro aggiungere che gli strumenti AT1 possono essere azzerati o convertiti in *equity* anche là dove l'ente emittente non abbia ancora raggiunto il *point of non-viability* (trattasi, invero, di strumenti di *going concern capital*, utili ad assorbire le perdite in condizioni di continuità aziendale, al verificarsi una *trigger event* contrattualmente stabilito: art. 52 CRR), e ciò a differenza degli strumenti di *gone concern capital*, azzerabili o convertibili solo quando, a giudizio dell'Autorità, le condizioni dell'emittente siano definitivamente deteriorate e quest'ultimo, non più in grado di sopravvivere autonomamente, debba essere sottoposto a liquidazione o a risoluzione (cfr. S. SORRENTINO, *Basilea III e Contingent Capital: occasione mancata o falsa panacea?*, in *BIS*, 2012, n. 1, p. 25 ss.). Sebbene, nella prassi, i meccanismi contrattuali di assorbimento delle perdite su iniziativa dell'emittente risultino di difficile applicazione, gli strumenti AT1 sarebbero dunque idonei, in linea teorica, ad assicurare tale risultato in uno scenario di continuità aziendale (salvo l'esercizio dei poteri di riduzione e conversione da parte delle Autorità di risoluzione, nelle ipotesi previste dalla legge), senza che vengano intaccati gli altri strumenti di capitale, la *insolvency hierarchy* divenendo operativa solo in caso di liquidazione o risoluzione dell'ente. Vale la pena sottolineare, ad ogni modo, che le obbligazioni *senior non-preferred*, oggetto diretto di questo studio, rilevano proprio nell'ottica dell'ordinato svolgimento delle procedure di risoluzione (in quanto non computabili tra i fondi propri della banca, diversamente dagli strumenti AT1, ma comunque eleggibili ai fini MREL e TLAC), segnatamente in caso di ricorso al *bail-in* (in arg., V. CORRENTE, *Art. 12-bis*, in R. COSTI, F. VELLA, *Commentario breve al testo unico bancario*, CEDAM, 2019, p. 79).

utilizzati per assorbire le perdite⁷⁸. Confermando la volontà di continuare a seguire tale approccio anche in futuro, si è quindi cercato di tranquillizzare i mercati circa il perdurante rispetto della ordinaria gerarchia degli strumenti di capitale bancario, in ipotesi di risoluzione o di avvio di procedure liquidatorie⁷⁹.

Tornando al tema del debito chirografario di secondo livello, si è accennato al fatto che in numerosi Paesi europei sono state disciplinate diverse categorie di strumenti di debito *senior*.

In Francia, ad esempio, è stata introdotta, dal 2017, la distinzione tra obbligazioni *senior preferred* e *senior non-preferred*, queste ultime collocandosi nella gerarchia del *bail-in* immediatamente dopo le passività subordinate e prima del debito *senior*⁸⁰. Tali strumenti devono avere una scadenza minima di un anno, non devono essere prodotti strutturati e devono avere un livello di subordinazione più elevato rispetto ad ogni altra forma di passività non subordinata o debito *senior* durante l'effettuazione di una procedura di liquidazione o *bail-in*⁸¹.

Anche in Spagna è stata introdotta una nuova categoria di titoli, aventi le medesime caratteristiche dei titoli *senior non-preferred* varati in Francia. Si tratta dei *créditos ordinarios no preferentes*, istituiti attraverso un decreto recante misure urgenti inerenti a questioni finanziarie, modificativo della legge di attuazione della BRRD. La disciplina spagnola ricalca quella francese e stabilisce che detti strumenti – classificati come complessi ai fini MiFID – non devono presentare le stesse caratteristiche dei derivati.

Tuttavia, sebbene allo stato non vi si rilevi una codificazione puntuale degli strumenti in esame, «è l'ordinamento tedesco che ha anticipato, o meglio ispirato, le istituzioni europee, le quali hanno poi indirizzato gli Stati membri ancor prima di giungere ad un testo definitivo». Nel marzo 2015, invero, il Governo federale ha sottoposto

78 ECB Banking Supervision, SRB and EBA statement on the announcement on 19 March 2023 by Swiss authorities, disponibile all'indirizzo <https://www.bankingsupervision.eu-ropa.eu/press/pr/date/2023/html/ssm.pr230320-9f0ae34dc5.en.html>. Comunicazione di analogo tenore, in merito alla *creditor hierarchy*, è stata peraltro effettuata dalla Bank of England il 20 marzo 2023.

79 Come ricorda B. PEZZULLI, *La caduta dei Titani (bancari): storia idiosincratia o rischio sistemico?*, cit., infatti, i mercati «hanno bocciato la gestione del caso da parte della Svizzera, gettando nel tumulto il mercato obbligazionario AT1, che vale \$275 miliardi. Il fondo Invesco AT1 Capital Bond UCITS, negoziato in Borsa (LON:AT1P), è sceso di oltre il 16% il giorno dell'annuncio, mentre la nota AT1 da €650 milioni con cedola del 7,125% di Deutsche Bank (Xtra: DBK) è scesa a 64 p., il calo più grande mai registrato in un giorno» (pp. 25-6). Pare opportuno evidenziare, ad ogni buon conto, che, nel caso *Credit Suisse*, la decisione delle Autorità svizzere di azzerare gli strumenti AT1 (senza imporre perdite agli azionisti) non è stata assunta nei confronti di una banca dichiarata insolvente o in stato di dissesto, ma di un istituto che, seppure interessato da un forte stress finanziario, versava ancora in condizioni di solvibilità. Si tratterebbe, dunque, di situazioni che, come ritenuto in dottrina, paiono «assomigliare ai casi in cui, ai sensi della BRRD, è possibile per gli Stati membri fornire un sostegno finanziario pubblico straordinario al fine di porre rimedio a una situazione di serio squilibrio nell'economia di uno Stato membro con l'obiettivo di preservare la stabilità finanziaria dello Stato in questione (...), senza che trovino applicazione le norme sulla gerarchia degli strumenti di capitale previste dalla BRRD» (A. MESSORE, F. BONARDI, *Crisi bancarie e Additional Tier 1*, cit., pp. 21-2).

80 La Francia ha anticipato il legislatore europeo introducendo nel proprio ordinamento, già nel dicembre 2016, i c.d. *titres de créance chirographaires non structurés* (*Code monétaire et financier*, art. L.613-30-I-4), nell'ambito di un intervento legislativo relativo alla trasparenza, alla lotta corruzione e alla modernizzazione della vita economica noto come *Loi Sapin 2*, dal nome del Ministro delle Finanze francese.

81 *Ibidem*.

a consultazione una bozza di provvedimento implementativo del Meccanismo di risoluzione unico, proponendo uno schema di subordinazione di precisi strumenti senior in caso di default dell'istituto bancario, funzionale all'attuazione delle disposizioni concernenti il *bail-in*. La Banca Centrale Europea ha condiviso la posizione tedesca, ritenendola utile all'implementazione degli strumenti di *bail-in*, ed il legislatore ha quindi provveduto alla modifica del *Kreditwesengesetz*, con efficacia dal 1° gennaio 2017⁸².

Quanto all'ordinamento italiano, come ricostruito in dottrina, dagli Atti della XIV Commissione permanente, Politiche dell'UE, costituita in seno al Senato della Repubblica e riunitasi il 21 giugno 2017 per l'esame della Legge di delegazione 2016, risulta che un ordine del giorno aveva impegnato il Governo «ad attivarsi per anticipare l'attuazione delle proposte della Commissione europea del 23 novembre 2016, proponendo le opportune modifiche normative per introdurre la nuova categoria di strumenti di debito di primo rango non privilegiato (*senior non-preferred*), classificati al di sotto dei creditori ordinari e al di sopra dei detentori di strumenti di debito subordinati, al fine di consentire agli istituti di credito italiani condizioni equivalenti a quelle presenti in altri Paesi europei, per assicurare l'assorbimento delle perdite e evitare problemi sistemici in caso di risoluzione e per tutelare adeguatamente i singoli creditori e investitori bancari». Parallelamente, nell'ambito dell'Indagine conoscitiva della VI Commissione, Finanze e Tesoro, istituita in seno al Senato della Repubblica, il Presidente dell'Autorità Bancaria Europea rilevava che, oltre a facilitare l'operatività del *bail-in*, «la creazione di questa nuova classe di passività destinata alla svalutazione o conversione forzata ha anche l'effetto di fornire una protezione maggiore alle altre obbligazioni ed ai depositi sopra euro 100.000 che, in quanto creditori ordinari, sono tutelati dal cuscinetto di passività sottostanti»⁸³.

Il legislatore domestico, in linea con le indicazioni unionali, ha infine disciplinato (con la Legge di bilancio 2018) gli «strumenti di debito chirografario di secondo livello», che identificano la «classe di debito di primo rango non privilegiata» di cui alla sopra citata Direttiva 2399/2017, «con il dichiarato fine di rendere più immediatamente percepibile il rapporto patrimoniale tra il finanziato ed il finanziatore, in caso di dissesto del primo, e dunque maggiormente trasparente il mercato del credito alle banche»⁸⁴. Più in particolare, l'art. 1, co. 1103, lett. b), L. 27 dicembre 2017, n. 205, ha introdotto nel Testo Unico Bancario l'art. 12-*bis*, ai sensi del quale sono strumenti di debito chirografario di secondo livello le obbligazioni e gli altri titoli di debito, emessi da una banca o da una società del gruppo bancario, aventi le seguenti caratteristiche: a) la durata originaria degli strumenti di debito è pari ad almeno dodici mesi; b) gli strumenti di debito non sono strumenti finanziari derivati, come definiti dall'art. 1, comma 3 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, non sono collegati a strumenti finanziari derivati, né includono caratteristiche ad essi proprie; c) la documentazione contrattuale e, se previsto, il prospetto di offerta o di ammissione a quotazione degli strumenti di debito indicano che il rimborso del capitale e il pagamento degli interessi

82 V. BARBANTI, P. BENCIVENGA, C. TOMMASILE, *op. cit.*, p. 825.

83 V. BARBANTI, P. BENCIVENGA, C. TOMMASILE, *op. cit.*, p. 826.

84 D. VATTERMOLI, «Strumenti di credito chirografario di secondo livello». *Alchimie linguistiche e tutela del mercato*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2018, n. 2, p. 216.

e di eventuali altri importi dovuti ai titolari sono disciplinati secondo quanto previsto dall'art. 91, comma 1-*bis*, lettera c-*bis*, TUB.

A tale norma si è successivamente affiancato l'art. 12-*ter* (inserito nel TUB dall'art. 2, comma 1, lett. e), d. lgs. 8 novembre 2021, n. 193), concernente il valore nominale unitario minimo delle obbligazioni e degli altri strumenti di debito. Tale disposizione stabilisce che il valore nominale unitario delle obbligazioni subordinate e degli altri titoli di debito subordinato emessi da una banca sia pari ad almeno 200.000 euro, mentre quello degli strumenti di debito chirografario di secondo livello di cui all'art. 12-*bis* emessi da una banca deve essere pari ad almeno 150.000 euro. Si dispone inoltre che tali previsioni si applichino anche alle obbligazioni subordinate, agli altri titoli di debito subordinati, nonché agli strumenti di debito chirografario di secondo livello di cui all'art. 12-*bis* emessi da un soggetto di cui all'art. 2 del d. lgs. 16 novembre 2015, n. 180, diverso da una banca.

5 Tecniche di tutela dell'investitore *retail*, tra *suitability rule* e limiti di valore unitario minimo (art. 44-*bis* BRRD)

Nel recepimento della BRRD non si era tenuto in debita considerazione che, in caso di *default* di una banca, i soggetti più esposti a sopportarne i costi sarebbero stati gli investitori *retail*, in quanto ignari del rischio effettivamente assunto.

La BRRD 2 ha però avuto l'indiscusso merito di apportare, a tutela degli investitori al dettaglio, alcune modifiche alle regole riguardanti la commercializzazione di *eligible liabilities* emesse dagli enti creditizi e dalle imprese di investimento. In particolare, le regole di nuova introduzione, per come attuate nell'ordinamento italiano, definiscono un sistema di garanzie che, aggiungendosi ai presidi generali previsti dalla disciplina armonizzata sui servizi di investimento (MiFID 2), mira ad assicurare che determinati strumenti finanziari, emessi per costituire il MREL, siano commercializzati – in ragione dei rischi ad essi connessi – ad investitori con significative disponibilità finanziarie e, quindi, potenzialmente più in grado di far fronte alle perdite derivanti da *bail-in*⁸⁵.

Nel nostro Paese, come detto, all'indomani del recepimento delle BRRD si erano verificate massicce e, in parte, drammatiche ripercussioni sui risparmiatori, molti dei quali hanno visto volatilizzarsi tutte le risorse investite in strumenti finanziari emessi da banche. A giudicare dalle risultanze della Commissione Parlamentare d'inchiesta (sul sistema bancario) istituita alla fine della XVII Legislatura, le persone maggiormente danneggiate sono state vittime di condotte poco corrette. L'elemento particolarmente grave, in relazione a tali vicende, è dunque la responsabilità che pesa su

85 La BRRD 2, come accennato in precedenza, non modifica il quadro del *bail-in*, seguendo la gerarchia che prevede che le perdite siano sostenute prima da chi investe in strumenti finanziari più rischiosi e, dopo aver esaurito tutte le risorse della categoria più rischiosa, da investitori appartenenti ad altre categorie. Tuttavia, la BRRD non conteneva alcuna previsione in merito alla vendita a clienti al dettaglio di passività ammissibili subordinate: in questa direzione, quindi, è intervenuta la BRRD 2.

quelle banche colpevoli di aver convinto ignari clienti a sottoscrivere prestiti subordinati, cioè obbligazioni con un indice di rischio più elevato di quelle ordinarie, senza comunicare agli acquirenti i rischi che effettivamente avrebbero potuto correre.

La drammaticità di tali eventi (non solo a livello nazionale) ha quindi messo in risalto, negli ultimi anni, una certa "tossicità delle regole", collegata anche al progressivo intensificarsi delle richieste regolatorie di rafforzamento patrimoniale. Tale circostanza, invero, ha da tempo indotto le banche ad incentivare corposamente la raccolta di capitali, inondando il mercato di strumenti che, alla luce delle attuali regole di gestione delle crisi, hanno visto consolidarsi un grado di rischio assai elevato⁸⁶. Un fenomeno stigmatizzato anche dal *Joint Committee* delle ESAs⁸⁷ e ben conosciuto anche nel nostro contesto nazionale, ancora caratterizzato dall'elevata diffusione di titoli "bailinabili" presso la clientela *retail*⁸⁸.

Premesso che ai sensi dell'art. 2, par. 1, punto 71-*bis*, della BRRD (come modificata dalla BRRD 2), le «passività ammissibili» sono definite come «le passività sottoponibili al *bail-in* che soddisfano, a seconda dei casi, le condizioni di cui all'articolo 45-*ter* o all'articolo 45-*septies*, paragrafo 2, lettera *a*) della presente direttiva, e gli strumenti di classe 2 che soddisfano le condizioni di cui all'articolo 72-*bis*, paragrafo 1, lettera *b*), del regolamento (UE) n. 575/2013»⁸⁹, il nuovo art. 44-*bis* della BRRD, introdotto dalla BRRD 2, nel prevedere l'applicazione di presidi appositamente volti a mitigare il rischio di *mis-selling* di passività ammissibili subordinate a clienti al dettaglio, ha riconosciuto agli Stati Membri talune scelte opzionali da esercitare in sede di trasposizione della norma, alla luce anche delle specificità dei mercati nazionali.

L'art. 44-*bis*, attraverso il rinvio a specifiche disposizioni del Regolamento (UE) 575/2013 (CRR), come modificato dal Regolamento (UE) 2019/876 (CRR 2), definisce in primo luogo un perimetro minimo di strumenti a cui si applicano i presidi di tutela degli investitori, lasciando poi agli Stati membri la facoltà di ampliare tale novero. In

86 In arg., A. SCIARRONE ALIBRANDI, U. MALVAGNA, *Self-placement di titoli bancari tra vincoli patrimoniali e tutela dell'investitore*, in *Banca e borsa*, 2019, n. 2, p. 153 ss.

87 Nel documento congiunto *Placement of financial instruments with depositors, retail investors and policy holders ('Self placement')* (UC 2014 62, 31 luglio 2014), infatti, si legge: «As part of their respective mandates to protect investors, depositors and policy holders, the three European Supervisory Authorities, the EBA, ESMA and EIOPA are concerned about the practices used by some financial institutions to comply with enhanced prudential requirements under the CRD/R IV, the pending BRRD, and Solvency 2, as well as the ongoing EBA stress test and the ECB's comprehensive assessment. These practices include financial institutions selling to their own client base financial instruments that they themselves have issued and that are eligible to comply with the above requirements. This practice may breach a number of rules governing the conduct of these institutions».

88 A. ANTONUCCI, *Fra opacità e regole tossiche: il ruolo degli scenari probabilistici*, in *Dialoghi dir. ec.*, febbraio 2016, pp. 6-7 (reperibile su www.dirittobancario.it).

89 Per «passività sottoponibili al *bail-in*» si intendono, invece, «le passività e gli strumenti di capitale che non rientrano negli strumenti del capitale primario di classe 1, negli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1 o 2 di un ente o entità di cui all'art. 1, par. 1, lettera *b*), *c*) o *d*), e che non sono esclusi dall'ambito di applicazione dello strumento del *bail-in* in virtù dell'art. 44, par. 2» (art. 2, par. 1, punto 70). Tra le principali esclusioni dal *bail-in* previste dal citato art. 44, par. 2, rientrano, in particolare, i depositi protetti fino a 100.000 euro, le passività garantite (incluse le obbligazioni bancarie garantite), le passività interbancarie con scadenza originaria inferiore a sette giorni e la disponibilità dei clienti detenuta nella prestazione di servizi e attività d'investimento e accessori ovvero da o per conto di organismi d'investimento collettivo o fondi d'investimento alternativi, a condizione che questi clienti siano protetti nelle procedure concorsuali applicabili.

tale perimetro non rientrano le obbligazioni *senior*, in quanto l'art. 72-ter CRR, richiamato dall'art. 44-bis cit., fa riferimento ai soli titoli di debito subordinato. In concreto, quindi, ricadrebbero nell'ambito oggettivo della norma solo le obbligazioni subordinate escluse dal computo degli strumenti che costituiscono il patrimonio di vigilanza, oltre ai titoli *senior non-preferred* (anch'essi non computabili tra i fondi propri).

Più in dettaglio, la vendita di tali passività ai clienti al dettaglio è concessa unicamente se sono soddisfatte le seguenti condizioni: a) il venditore procede con la valutazione dell'adeguatezza e la documenta, al fine di accertarsi che dette passività siano adeguate a tale tipologia di cliente⁹⁰; b) il portafoglio del cliente è superiore a 500.000 euro e comprende i depositi in contante e gli strumenti finanziari, ma esclude tutti gli strumenti finanziari forniti a titolo di garanzia reale; se è inferiore a tale valore valgono invece le seguenti condizioni: c) il cliente al dettaglio non investe in passività un importo aggregato che supera il 10% del proprio portafoglio di strumenti finanziari; d) l'importo d'investimento iniziale è pari ad almeno 10.000 euro.

In alternativa, tuttavia, gli Stati membri possono fissare un importo nominale minimo di almeno 50.000 euro, tenendo conto delle condizioni di mercato e delle pratiche del mercato dello Stato membro, nonché delle misure di protezione dei consumatori vigenti nella sua giurisdizione.

Tenuto conto, dunque, degli spazi di discrezionalità concessi ai singoli ordinamenti nazionali, cui è rimessa la scelta fra diverse opzioni di tutela degli investitori *retail*, nell'ambito della Consultazione pubblica concernente il recepimento dell'art. 44-bis della Direttiva 2014/59/UE (cd. BRRD), avviata dal MEF nel mese di maggio 2021⁹¹, sono state elaborate due differenti possibili soluzioni concernenti il recepimento della predetta norma in materia di commercializzazione a clienti al dettaglio di strumenti finanziari soggetti a *bail-in*:

- a) Opzione del limite di concentrazione del portafoglio. In base a questa opzione:
- l'intermediario che presta a un cliente al dettaglio un servizio di investimento avente ad oggetto passività subordinate MREL deve: i) effettuare in ogni caso la valutazione di adeguatezza ai sensi dell'art. 25, par. 2, MiFID 2; ii) accertare

90 Con riferimento alla *suitability rule* (sulla quale v., in generale, A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2018, p. 216 ss. e F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021, p. 158 ss.), l'art. 44-bis prevede una serie di tutele aggiuntive per gli acquirenti dei titoli sopra indicati, che imporrebbero da parte degli operatori del mercato una specifica *compliance*. In particolare, secondo le indicazioni dell'ESMA, gli Stati membri devono prevedere che la vendita ai clienti al dettaglio delle passività ammissibili subordinate (e degli altri strumenti ai quali si decidesse di estendere il regime) sia consentita solo qualora siano soddisfatte tutte le seguenti condizioni, ossia che il venditore abbia: a) effettuato la valutazione di adeguatezza ai sensi dell'art. 25, par. 2, MiFID 2, indipendentemente dal servizio d'investimento prestato; b) accertato che le passività ammissibili risultino adeguate per quel cliente; c) documentato l'adeguatezza a norma dell'art. 25, par. 6, MiFID 2. Secondo quanto chiarito dall'ESMA, la norma prevede un'estensione della valutazione di adeguatezza a tutti i servizi d'investimento, ivi inclusa l'ipotesi di *self-placement* (che, nel nuovo quadro normativo, è ricondotta al servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti), e non soltanto alla consulenza e alla gestione di portafogli, come previsto dal citato art. 25, par. 2 della MiFID 2 (ESMA, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, Sezione 18, avente ad oggetto «*MiFID practices for firms selling financial instruments subject to the BRRD resolution regime*», in particolare alle Q&As 1 e 2).

91 MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Consultazione pubblica concernente il recepimento dell'art. 44-bis della Direttiva 2014/59/UE (cd. BRRD) relativo alla commercializzazione a clienti al dettaglio di strumenti finanziari soggetti a bail-in, in riferimento agli ambiti discrezionali rimessi al legislatore nazionale* (può reperirsi su https://www.dt.mef.gov.it/dipartimento/consultazioni_pubbliche/consultazione_pubblica_44bis.html).

che le passività risultino adeguate per quel cliente al dettaglio; e *iii*) documentare l'adeguatezza a norma dell'art. 25, par. 6, MiFID 2;

- se al momento dell'acquisto delle passività subordinate MREL il portafoglio finanziario complessivo del cliente al dettaglio non è superiore a 500.000 euro, devono essere verificate anche le seguenti condizioni: l'investimento complessivo in dette passività non è superiore al 10% del portafoglio; l'investimento iniziale in dette passività è almeno pari a 10.000 euro.
- b) Opzione del taglio minimo. In base a questa opzione, il taglio minimo unitario delle passività subordinate MREL deve essere pari ad almeno 50.000 euro; resta fermo l'obbligo della valutazione di adeguatezza o di appropriatezza in base a quanto previsto dalla disciplina MiFID 2⁹².

È stata successivamente prescelta, dal legislatore italiano, la soluzione di imporre un taglio minimo unitario per i titoli di debito chirografario di secondo livello e le obbligazioni subordinate. Ciò al fine di coniugare l'obiettivo di massimizzare la tutela degli investitori non professionali con la semplicità di applicazione della disciplina, oltre che per assicurare omogeneità con le scelte effettuate dagli altri Stati Membri e, quindi, non alterare eccessivamente il relativo mercato in un'ottica europea⁹³.

Il già citato art. 12-*ter* del TUB, in tema di tutela degli investitori non professionali nell'ambito della distribuzione degli strumenti finanziari emessi da enti creditizi e imprese di investimento, ha quindi previsto per le obbligazioni subordinate (*junior*) e per le obbligazioni rappresentative di debito chirografario di secondo livello (*senior non-preferred*) emesse dopo l'entrata in vigore della norma, un taglio minimo differenziato, rispettivamente pari a 200.000 euro e a 150.000 euro. La definizione di un valore unitario minimo alquanto elevato consente invero di limitare l'accesso a tali tipologie di investimenti da parte dei piccoli investitori, in considerazione del loro grado di rischio.

Alla luce di tali considerazioni, è dunque possibile rimarcare come, nell'ambito di quella che potrebbe prospettarsi come una "*compliance dedicata*", da parte degli operatori del mercato, sia stata data particolare rilevanza al limite quantitativo, affidando quindi a metriche dimensionali l'ambito della *suitability* e mettendo così in secondo piano le questioni connesse sia alla conoscenza ed esperienza in materia di investimenti legati al tipo specifico di strumento o di servizio, sia quelle connesse agli obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio, superando ogni questione su limiti cognitivi e *bias* comportamentali degli investitori *retail*. Si soggiunge, inoltre, che presidi legati ad aspetti per lo più quantitativi potrebbero ben beneficiare di tecniche di automazione a distanza ai fini della valutazione di adeguatezza riconducibile all'art. 21, lett. b), del TUF, secondo la quale gli intermediari devono «acquisire le informazioni

92 Questa opzione era già presente nell'ordinamento italiano, limitatamente al collocamento degli strumenti di debito chirografario di secondo livello, per i quali era previsto un taglio minimo di 250.000 euro.

93 Schema di decreto legislativo recante attuazione della direttiva (UE) 2019/879, *Analisi dell'impatto della regolamentazione* (www.governo.it).

necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati»⁹⁴.

Va inoltre registrato l'inserimento nel TUF del nuovo art. 25-*quater*, che estende alle imprese di investimento la disciplina in tema di tutela degli investitori non professionali disposta dalla BRRD, prevedendo il rinvio all'art. 12-*ter* TUB, e relativa disciplina sanzionatoria. Vengono inoltre estese alle imprese di investimento le modifiche apportate al TUB in ordine alla disciplina della liquidazione coatta amministrativa, così come viene adeguata la disciplina della risoluzione delle SIM, attraverso i corretti richiami al decreto legislativo n. 180 del 2015.

Si tratta, in definitiva, di interventi apprezzabili in ragione del fatto che la tutela del risparmio discende non solo dall'utilizzo di strumenti di "garanzia" dell'investitore, bensì dalla predisposizione di una peculiare struttura finanziaria degli intermediari, che consente loro un equilibrato reperimento di risorse dal mercato⁹⁵.

Ad una dettagliata analisi delle norme in materia di strumenti di debito chirografario di secondo livello, e degli strumenti approntati dal legislatore a tutela degli investitori e del mercato, sarà dedicata la seconda parte di questo lavoro.

94 In arg., M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti della Mifid II*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, suppl., p. 153.

95 G. FERRI JR., *Il finanziamento delle società per azioni*, relazione al Convegno: *Il pensiero di Paolo Ferro-Luzzi nell'evoluzione del Diritto commerciale e bancario. Incontro a dieci anni dalla sua scomparsa*, La Sapienza, Roma, 11 novembre 2022.

La disciplina degli strumenti di debito chirografario di secondo livello. Profili tipologici, vicende circolatorie e strumenti di tutela dell'investitore

PARTE
SECONDA

1 L'ambito soggettivo di applicazione della disciplina dei SNPBs. L'estensione alle SIM ex art. 55-*bis* TUF (art. 60 *bis.4-bis* TUF)

Prevista con particolare riferimento alle banche, alle società facenti parte di un gruppo bancario, o alle società incluse nella vigilanza consolidata, l'emissione di strumenti di debito chirografario di secondo livello è consentita, nell'ordinamento italiano, anche alle SIM di cui all'art. 55-*bis*, comma 1, TUF, cui risulta altresì applicabile la disciplina dettata dall'art. 12-*ter* TUB, sul valore nominale unitario minimo delle obbligazioni e degli altri strumenti di debito (art. 60-*bis.4-bis* TUF⁹⁶)⁹⁷.

Le disposizioni dell'art. 60-*bis.4.bis* TUF trovano origine nelle modifiche del quadro normativo concernente la capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione degli enti creditizi e delle imprese di investimento apportate dalla BRRD 2, al cui interno si inscrivono, come in precedenza chiarito, anche le prescrizioni in tema di *senior non-preferred bonds* (SNPBs).

La disciplina italiana scaturente dal recepimento dei provvedimenti eurounitari, tuttavia, non appare di agevole lettura, essendo basata su una tecnica normativa che si giova essenzialmente di un rinvio ad altre disposizioni, in modo peraltro frammentario e incompleto (basti osservare che la disposizione in esame necessita comunque di essere integrata con la lettura del nuovo art. 25-*quater* TUF, a sua volta contenente ulteriori richiami alle norme del TUB: v. *infra*, par. 4).

Il primo comma della suddetta norma stabilisce, come accennato, che gli strumenti di debito chirografario di secondo livello possono essere emessi dalle SIM di classe 1 e dalle SIM aventi sede legale in Italia, diverse dalle SIM di classe 1, che prestano il servizio di negoziazione per conto proprio o il servizio di assunzione a fermo di strumenti finanziari e, in aggiunta o in alternativa, di collocamento di strumenti finanziari sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente. Al contempo, si

96 La norma, introdotta dall'art. 1, comma 1104, L. n. 205/17, è stata così modificata dall'art. 3 del d. lgs. n. 193/21.

97 Si badi che le disposizioni del Titolo IV, Capo II-*bis* del TUF (*Risoluzione delle SIM*), tra le quali è ricompreso l'art. 60-*bis.4-bis*, si applicano alle SIM di cui all'art. 55-*bis*, comma 1, e alle succursali italiane di imprese di paesi terzi diverse dalle banche che svolgono le attività indicate dal medesimo articolo, «se non rientrano nel campo di applicazione del decreto legislativo 16 novembre 2015, n. 180». Le SIM che vi rientrano, invece, sono equiparate alle banche ai fini dell'applicazione del decreto medesimo (art. 60-*bis.1*, comma 1 e 2, TUF). Quanto al «campo di applicazione» del d. lgs. n. 180/2015, esso riguarda banche aventi sede legale in Italia, società italiane capogruppo di un gruppo bancario e società appartenenti ad un gruppo bancario, società incluse nella vigilanza consolidata ex art. 65 TUB e società aventi sede legale in Italia incluse nella vigilanza consolidata in altro Stato membro (art. 2). Le SIM, le succursali italiane di imprese di investimento di paesi terzi diverse da una banca e le società appartenenti ad un gruppo ex art. 11 TUF, se non rientranti nel campo di applicazione dell'art. 2 cit., sono assoggettate, per le materie regolate dal d. lgs. n. 180/2015, al TUF e alle disposizioni ivi richiamate (art. 2-*bis*).

richiama l'art. 91, comma 1-*bis*, lett. c-*bis*), TUB, che determina la collocazione dei SNPBs nella gerarchia concorsuale dei crediti.

Già la sola definizione dell'ambito soggettivo di applicazione della norma richiede un certo sforzo interpretativo, volto a individuare con la dovuta precisione gli enti ivi contemplati, nonché la *ratio* della limitazione del relativo raggio di operatività ad alcune categorie soltanto di imprese di intermediazione mobiliare.

Sotto il primo profilo, invero, va rammentato che per SIM di classe 1 si intendono quelle che soddisfano i requisiti previsti dall'art. 4, par. 1, punto 1), lett. b), Reg. UE n. 575/13 (CRR)⁹⁸. Si tratta, in altri termini, delle società di intermediazione mobiliare che, in virtù del possesso di determinati requisiti (riconducibili, in breve, a tipologia e valore delle attività svolte), rientrano oggi nella nozione di ente creditizio, per come novellata dal Reg. 2019/2033 (IFR)⁹⁹. Anche nella materia che ci occupa, dunque, si concretizza l'uniformazione della disciplina giuridica di enti che appaiono accomunati dagli stessi modelli imprenditoriali e da profili di rischio simili, tali da giustificare, su un piano più generale, l'assoggettamento al medesimo regime prudenziale (*i.e.*, quello delineato dal pacchetto CRD/CRR)¹⁰⁰.

Nella stessa ottica sembra doversi leggere, inoltre, il riferimento alle SIM, con sede legale in Italia, che – indipendentemente, stavolta, dall'indicazione di specifiche

98 Art. 1, co. 1, lett. e-*bis*), TUF, introdotta con d. lgs. n. 201/21.

99 Art. 4 CRR: «Ai fini del presente regolamento si intende per:

1) «ente creditizio», un'impresa che svolge una delle attività seguenti:

a) raccogliere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e concedere crediti per proprio conto;

b) svolgere una qualsiasi delle attività di cui all'allegato I, sezione A, punti 3) e 6), della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio se ricorre una delle condizioni seguenti ma l'impresa non è un negoziante per conto proprio di merci e di quote di emissioni, un organismo di investimento collettivo o un'impresa di assicurazione:

i) il valore totale delle attività consolidate dell'impresa è pari o superiore a 30 miliardi di EUR; ii) il valore totale delle attività dell'impresa è inferiore a 30 miliardi di EUR e l'impresa fa parte di un gruppo in cui il valore totale delle attività consolidate di tutte le imprese di tale gruppo che individualmente detengono attività totali inferiori a 30 miliardi di EUR e svolgono una qualsiasi delle attività di cui all'allegato I, sezione A, punti 3) e 6), della direttiva 2014/65/UE è pari o superiore a 30 miliardi di EUR; oppure iii) il valore totale delle attività dell'impresa è inferiore a 30 miliardi di EUR e l'impresa fa parte di un gruppo in cui il valore totale delle attività consolidate di tutte le imprese del gruppo che svolgono una qualsiasi delle attività di cui all'allegato I, sezione A, punti 3) e 6), della direttiva 2014/65/UE è pari o superiore a 30 miliardi di EUR, ove l'autorità di vigilanza su base consolidata – in consultazione con il collegio delle autorità di vigilanza – decida in tal senso per far fronte ai potenziali rischi di elusione e ai potenziali rischi per la stabilità finanziaria dell'Unione.

Ai fini della lettera b), punti ii) e iii), se l'impresa fa parte di un gruppo di un paese terzo, le attività totali di ciascuna succursale del gruppo di un paese terzo autorizzata nell'Unione sono incluse nel valore totale combinato delle attività di tutte le imprese del gruppo».

100 Cfr. Reg. 2019/2033, considerando n. 9: «Occorre pertanto un regime prudenziale specifico per le imprese di investimento che non sono sistemiche in virtù delle loro dimensioni e interconnessioni con altri attori finanziari ed economici. Le imprese di investimento sistemiche, tuttavia, dovrebbero continuare a essere soggette al vigente quadro prudenziale stabilito dal regolamento (UE) n. 575/2013 e dalla direttiva 2013/36/UE. Esse rappresentano un sottoinsieme delle imprese di investimento cui si applica attualmente il quadro stabilito dal regolamento (UE) n. 575/2013 e dalla direttiva 2013/36/UE e che non godono di esenzioni specifiche dai principali obblighi. Le imprese di investimento più grandi e più interconnesse hanno modelli imprenditoriali e profili di rischio simili a quelli degli enti creditizi significativi. Esse forniscono servizi analoghi a quelli bancari e sottoscrivono rischi su grande scala. Inoltre, le imprese di investimento sistemiche hanno dimensioni, modelli imprenditoriali e profili di rischio tali da rappresentare una minaccia per la stabilità e il corretto funzionamento dei mercati finanziari, al pari dei grandi enti creditizi. È pertanto opportuno che tali imprese di investimento restino soggette alle norme di cui al regolamento (UE) n. 575/2013 e alla direttiva 2013/36/UE». Sul processo di espansione della nozione di ente creditizio v. l'accurata ricostruzione di A. BROZZETTI, *La legislazione bancaria europea. Le revisioni del 2019-2020*, Milano, 2020, p. 29 ss.

soglie dimensionali o operative - prestano il servizio di negoziazione per conto proprio o il servizio di assunzione a fermo di strumenti finanziari e/o di collocamento di strumenti finanziari sulla base di un impegno irrevocabile: trattasi anche in questo caso, invero, di imprese di investimento *bank-like*, in quanto caratterizzate da un'operatività che può ritenersi sotto alcuni aspetti assimilabile a quella degli enti bancari. Come si ricava dal preambolo del Reg. 2019/2033, infatti, la prestazione dei suddetti servizi espone le imprese che li forniscono a rischi (anche di natura sistemica) analoghi a quelli cui sono esposte le banche, ossia, nella specie, il rischio di credito, principalmente sotto forma di rischio di controparte, nonché il rischio di mercato per le posizioni assunte per conto proprio, siano esse o meno relative a clienti, con potenziali conseguenze anche in termini di stabilità finanziaria¹⁰¹.

Il comma 1-*bis*, di più recente introduzione, contiene invece un rinvio all'art. 12-*ter* TUB, del quale si prevede l'applicabilità sia alle SIM di cui all'art. 55-*bis*, comma 1, TUF, sia alle società del gruppo individuato ai sensi dell'art. 11 TUF. Il richiamo all'art. 12-*ter* cit. (dedicato, con formula generica, al valore unitario minimo delle obbligazioni e degli altri strumenti di debito) non appare, per vero, perfettamente allineato con il più circoscritto ambito di operatività dell'art. 60-*bis*.4-*bis*, riferito ai soli strumenti di debito chirografario di secondo livello. Nondimeno, limitando l'attenzione soltanto a questi ultimi, dall'insieme delle disposizioni in materia si può evincere che:

- le SIM ex art. 55-*bis* TUF, non incluse tra i soggetti indicati dall'art. 2 d. lgs. n. 180/2015 (v. art. 60-*bis*.1, comma 1, TUF, nonché art. 2-*bis* d. lgs. n. 180/2015), possono emettere strumenti di debito chirografario di secondo livello, rispettando il limite minimo di valore nominale unitario di 150.000 euro;
- i medesimi limiti di valore si applicano, ex art. 12-*ter*, comma 3, TUB, anche alle emissioni di strumenti di debito chirografario di secondo livello da parte delle SIM rientranti nel campo di applicazione del d. lgs. n. 180/2015 (in quanto appartenenti ad un gruppo bancario o incluse nella vigilanza consolidata), le quali sono peraltro equiparate alle banche, ai fini dell'applicazione del decreto medesimo (art. 60-*bis*.1, comma 2, TUF).

Si raggiunge, in tal modo, l'obiettivo di una sostanziale uniformazione, sotto i profili esaminati, della disciplina del TUB e del TUF, sia pure attraverso un gioco di rimandi tra norme che rende la ricostruzione del quadro complessivo quanto mai farraginoso.

101 Cfr. Reg. 2019/2033, considerando n. 37, con specifico riferimento alle «grandi imprese di investimento che forniscono servizi bancari di investimento e sul mercato all'ingrosso (negoziazione per conto proprio in strumenti finanziari, assunzione a fermo di strumenti finanziari o collocamento di strumenti finanziari sulla base di un impegno irrevocabile)».

2 I SNPBs nella disciplina italiana. Caratteri strutturali e rango del credito

Una volta delineato il contesto normativo di riferimento, è possibile procedere ad una più dettagliata analisi della disciplina degli strumenti di debito chirografario di secondo livello, finalizzata in primo luogo ad evidenziarne i tratti strutturali.

Ora, sulle ragioni che hanno condotto all'introduzione di una disciplina specifica di tali strumenti si è già detto: il debito *senior non-preferred* è funzionale all'ordinato espletamento delle procedure di risoluzione (la cui efficacia postula, com'è noto, che gli enti dispongano di una sufficiente capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione, al fine di minimizzare l'impatto di un eventuale dissesto sulla stabilità finanziaria e sui conti pubblici), giacché tra i *bail-inable instruments* computabili nella componente subordinata del MREL viene ad essere inclusa un'ulteriore categoria di strumenti di debito chirografario, aventi un grado di priorità *superiore* agli strumenti di fondi propri e alle passività subordinate non rientranti fra gli strumenti di fondi propri, ma *inferiore* alle altre passività chirografarie. In tal modo, come già si è osservato, si persegue l'obiettivo di consentire agli enti di continuare ad utilizzare le emissioni di debito chirografario ordinario (o di primo livello) per finanziarsi a condizioni meno onerose, laddove il debito chirografario non preferito (o di secondo livello), seppure più costoso per l'emittente (in ragione della sua maggiore rischiosità rispetto al primo), consentirebbe di ottenere (ulteriori) finanziamenti nel rispetto del requisito di subordinazione, così riducendo il rischio di contestazioni, da parte dei creditori, (di assunzione inconsapevole di rischi¹⁰², nonché) di violazione del principio del *no creditor worse off* (ossia di un trattamento deteriore, in sede di risoluzione, rispetto a quello che si sarebbe ottenuto nella procedura di insolvenza)¹⁰³.

102 Ancorché sottoponibili al *bail-in*, invero, gli strumenti di debito chirografario ordinario emessi dalle banche (si pensi alle comuni obbligazioni) possono essere (erroneamente) percepiti dai comuni investitori come forme di investimento del tutto sicuro, in ragione della particolare qualifica del soggetto emittente. Da qui l'esigenza di proteggere i soggetti deboli che abbiano in buona fede instaurato rapporti con la banca entrata in dissesto (R. LENER, *Profili problematici delle nuove regole europee sulla gestione delle crisi bancarie*, in *BIS*, 2018, n. 1, p. 18). La presenza di una clausola di subordinazione (sulla quale v. ampiamente *infra*, par. 2.1), in particolare, dovrebbe allertare i sottoscrittori di SNPBs circa la reale rischiosità degli strumenti acquistati.

103 Dir. UE 2017/2399, considerando n. 5 e n. 10. Si è avuto modo di osservare, in precedenza, che il requisito della subordinazione era obbligatoriamente richiesto ai fini TLAC, ma non anche ai fini MREL. In atto, tuttavia, i criteri di ammissibilità delle passività ai fini MREL sono allineati a quelli previsti per il requisito minimo TLAC, posto che anche il primo può essere soddisfatto con fondi propri e passività subordinate, in particolare ove si profili il rischio di violazione del principio *NCWO* (Dir. 2019/879, BRRD 2, considerando n. 8 e n. 9; art. 16-*quater* d. lgs. n. 180/2015). Sul requisito della subordinazione ai fini MREL (differenziato per *Pillar 1* e *non-Pillar 1 banks*), v. N. MARAGOPOULOS, *The MREL framework under the Banking Reform Package. A critical assessment of the revised rules for the MREL*, *EBI Working Paper Series*, 2020, n. 72, Frankfurt am Main, p. 12 ss., ove peraltro si evidenzia come, nella prospettiva della risolvibilità dell'ente, la subordinazione presenti diversi vantaggi, in quanto: «*Firstly, it addresses the risk of breach of the No Creditor Worse Off (NCWO) principle, which may arise due to the application of the bail-in tool to liabilities that rank pari passu with operational liabilities and other liabilities excluded from bail-in. In that case, affected shareholders and creditors would be entitled to compensation out of the resolution fund. Secondly, subordination increases speed of action at the resolution stage, as resolution authorities do not have to consider potential exclusions from bail-in due to implications regarding NCWO principle. Thirdly, it promotes market transparency in relation to debt instruments that are likely to absorb losses allowing investors to price them accordingly. Fourthly, other senior unsecured liabilities (e.g. non-eligible deposits for coverage from DGS and uncovered deposits) are less likely to suffer losses and, thus, less prone to the risk of run-off in the pre-resolution phase.*».

Si tratta, in altri termini, di un intervento normativo che rileva principalmente in vista ed ai fini dell'applicazione del *bail-in*, poiché la previsione di una classe secondaria di strumenti di debito chirografario incide, di fatto, sulle modalità di attuazione di quel peculiare processo di allocazione delle perdite nel quale si sostanzia l'esercizio del potere di riduzione/conversione del debito, destinato ad operare secondo l'ordine (o meglio, inversamente all'ordine) gerarchico di soddisfacimento dei crediti nell'ambito delle procedure concorsuali: la *falcidia* dei crediti rappresentati dai *senior non-preferred bonds*, invero, è prevista dopo quella dei crediti subordinati, ma prima di quella di tutti gli altri crediti chirografari (art. 91, comma 1-*bis*, lett. c-*bis*, TUB).

Merita peraltro puntualizzare che il riferimento alla norma da ultimo citata – volta ad assicurare particolare protezione, fra tutti i creditori chirografari, alla vasta categoria dei depositanti, nell'ottica del mantenimento della fiducia dei risparmiatori verso il sistema bancario – evoca le spinose problematiche relative alla concreta applicazione della c.d. *depositor preference rule*: regola che, com'è noto, assicura il soddisfacimento in via prioritaria, nel contesto delle procedure di liquidazione coatta amministrativa, dei crediti nascenti da rapporti di deposito, graduandoli tuttavia secondo un ordine che pone al primo posto i depositi protetti (ovvero i crediti dei DGSs che abbiano già rimborsato i depositanti protetti, surrogandosi nei loro diritti), quindi i crediti di persone fisiche, microimprese o PMI, per la parte dei depositi non coperta dai sistemi di garanzia (ossia, per la parte eccedente il limite dei 100.000 euro) e, infine, i crediti derivanti da «altri depositi» presso la banca (crediti la cui individuazione, stante la genericità della formula normativa, può tuttavia rivelarsi difficoltosa)¹⁰⁴. Vero è, nondimeno, che mentre la regola in questione può risultare problematica in sede di ripartizione dell'attivo nell'ambito delle procedure di insolvenza (occorrendo stabilire quali crediti, tra quelli di rango chirografario, debbano essere soddisfatti con precedenza rispetto agli altri), meno ostica si presenta l'applicazione della medesima con specifico riguardo agli strumenti di debito chirografario di secondo livello, posto che questi ultimi sono comunque collocati «dopo tutti gli altri crediti chirografari», a prescindere da ogni loro articolazione interna, costituendo una sorta di cuscinetto tra il debito non garantito di primo livello e il debito subordinato. Ciò non toglie che, considerate nel loro insieme, le regole sui riparti nella l.c.a. bancaria tratteggino una situazione particolarmente ingarbugliata, introducendo diverse sottocategorie di crediti chirografari (suddivisi in "classi", assimilabili a quelle previste dalla disciplina del concordato preventivo¹⁰⁵), caratterizzate da diversi livelli di *seniority*¹⁰⁶.

Alla luce di quanto osservato, si evince dunque con chiarezza che, a dispetto della fumosa denominazione utilizzata dal legislatore, gli strumenti di debito chirografario di secondo livello sono caratterizzati da una clausola di postergazione rispetto a

104 Sul punto, ampiamente, S. BONFATTI, *La disciplina della depositor preference e il ruolo dei sistemi di garanzia dei depositanti*, in *Riv. dir. banc.*, 2016, n. 2, p. 23 ss.

105 L'accostamento con il concordato preventivo, sovente richiamato in letteratura, è tuttavia improprio, «in quanto la formazione e la gradazione di queste tipologie di depositanti sono imposte dalla legge e non corrispondono ad una opzione della banca debitrice» (S. FORTUNATO, *Art. 91*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* diretto da F. Capriglione, Milano, 2018, II, p. 1226).

106 D. VATTERMOLI, «*Strumenti di credito chirografario di secondo livello*». *Alchimie linguistiche e tutela del mercato*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2018, n. 2, p. 223.

tutti gli altri crediti chirografari, che consente di collocarli, di fatto, tra i titoli di debito subordinati (atteso che, in termini generali, un credito si definisce subordinato quando il suo soddisfacimento è posposto a quello di altri crediti nei confronti del medesimo debitore)¹⁰⁷. Ed in questo senso, non può non condividersi il rilievo secondo cui l'omissione, nel *nomen* attribuito dal legislatore agli strumenti in esame, di ogni riferimento al carattere della subordinazione (celato dietro la tranquillizzante evocazione della natura chirografaria del credito), contiene un elemento di potenziale decettività per gli investitori, non rendendo immediatamente intellegibile «il posto che i crediti vantati dai portatori dei titoli occupano nell'ordine verticale di distribuzione del patrimonio responsabile»¹⁰⁸.

Sui caratteri di tale subordinazione ci soffermeremo nel paragrafo seguente.

2.1 Le caratteristiche della subordinazione e le vicende circolatorie dei SNPBs

Il tema della subordinazione del credito ha sempre occupato uno spazio di particolare rilevanza nell'ambito del diritto bancario, ove ha rappresentato la punta di emersione di un fenomeno successivamente sviluppatosi su ben più vasta scala. Ciò non soltanto in quanto l'ordinamento creditizio ha anticipato, mediante le disposizioni contenute nell'art. 12 TUB, le soluzioni normative poi introdotte, sul piano del diritto comune, dalla riforma del diritto societario del 2003 (il riferimento è al riconoscimento della liceità delle obbligazioni subordinate, operato dal novellato art. 2411 c.c.), ma anche perché, come rilevato in dottrina, la clausola di subordinazione è stata largamente utilizzata dalle banche, oltre che per il reperimento di risorse finanziarie sul mercato dei capitali, come strumento di *credit enhancement*, ossia al fine di incrementare, quali beneficiarie della postergazione, le possibilità di soddisfacimento dei crediti vantati nei confronti delle imprese sovvenute¹⁰⁹. Storicamente, dunque, è nel settore

107 Sebbene, in letteratura, i termini *subordinazione* e *postergazione* siano utilizzati spesso come sinonimi, il primo indicherebbe le ipotesi in cui l'arretramento del grado di un credito deriva da un accordo negoziale fra le parti, il secondo, invece, il caso in cui detto arretramento discende da una disposizione normativa o da un provvedimento giudiziale (A. GIANNELLI, *Art. 2411*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2006, p. 30, nt. 6). La distinzione correrebbe, in altri termini, lungo il medesimo confine esistente tra subordinazione *volontaria* e *involontaria* (v. *infra*, nel testo).

108 D. VATTERMOLI, «*Strumenti di credito chirografario di secondo livello*», cit., p. 219. L'Autore conclude affermando, pertanto, che la denominazione dei titoli di debito chirografario di secondo livello, seppur introdotti con l'obiettivo di rendere immediatamente evidente agli investitori la loro sottoponibilità a *bail-in*, finisce per sacrificare la trasparenza del mercato bancario. A maggior ragione, quindi, l'EBA ha stigmatizzato come fuorviante la prassi di qualificare i titoli in esame, nella documentazione contrattuale, come *unsubordinated* (sebbene «*SNP is meant to ensure a form of resolution-driven subordination*»), ritenendo preferibile «*to simply describe and clearly state the status on how they rank vis-à-vis senior unsecured and other subordinated debt*» (EBA, *On the monitoring of TLAC-/MREL-eligible liabilities instruments of European Union Institutions – Update*, 7 ottobre 2022, EBA/REP/2022/23, pp. 15-6).

109 Evidenzia D. VATTERMOLI, *Finanziamento alle imprese, banche e subordinazione volontaria dei crediti*, in *Banca e borsa*, 2011, n. 6, p. 743, che l'*enhancement* consiste, nella specie, nel soddisfacimento prioritario rispetto al creditore *junior*. Quest'ultimo, dal canto suo, accetta la postergazione perché ritiene sia l'unica via per espandere la capacità di credito del sovrvenuto, che sarà così in grado di attrarre nuove risorse da investire in specifici progetti imprenditoriali o per superare situazioni di *financial distress*; ciò nella speranza, nell'uno e nell'altro caso, che non si apra la procedura d'insolvenza e che, tanto il *senior* quanto il *junior creditor*, vengano soddisfatti per intero attraverso il futuro *cash-flow* assicurato da quei progetti. In questo senso, dunque, troverebbe giustificazione l'inquadramento della subordinazione relativa nell'ambito delle "garanzie", intese in accezione estremamente ampia (p. 775).

bancario che il fenomeno della subordinazione del credito ha trovato la più ampia manifestazione, al punto che il dibattito circa l'ammissibilità nel nostro ordinamento delle obbligazioni subordinate si è sviluppato, prima della citata riforma, quasi interamente in tale ambito¹¹⁰.

Per quanto nell'attuale contesto normativo non vi sia più ragione di dubitare della piena compatibilità dei prestiti obbligazionari postergati con l'ordinamento interno, l'inquadramento dogmatico dei medesimi presenta ancora molti aspetti controversi, specie in considerazione della diversa configurazione che la clausola di subordinazione può concretamente assumere, in funzione degli interessi che la stessa mira a realizzare.

Il dato certo dal quale avviare ogni ulteriore riflessione, nondimeno, è che, sebbene colui che concede un credito subordinato si accoli, in ragione della postergazione delle proprie pretese di rimborso, un rischio di insolvenza del debitore assimilabile, sul piano economico, a quello assunto da coloro che apportano all'impresa finanziata capitale di rischio, la presenza di una clausola di subordinazione non è idonea ad incidere, trasformandola, sulla «natura meramente creditoria di tali posizioni», potendo influire unicamente sulle modalità di determinazione dell'obbligo di rimborso (posticipato, sul piano temporale, al soddisfacimento di altre pretese)¹¹¹.

In altri termini, dunque, pare di poter affermare che, pur determinando un'evidente attenuazione della linea di demarcazione tra capitale di rischio e capitale di debito (perfettamente espressa dal ricorso, nella terminologia tecnico-giuridica concernente la struttura patrimoniale delle banche, alla nozione di *strumenti ibridi di patrimonializzazione*, quale particolare sottospecie delle passività subordinate¹¹²), la

110 G.F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, in G.B. PORTALE (a cura di), *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, p. 345 ss.; nello stesso Volume, G.B. PORTALE, *La ricapitalizzazione delle aziende di credito (problemi e ipotesi)*, p. 5 ss.; L. DESIDERIO, P. ZAMBONI, *Brevi note sui prestiti subordinati*, p. 567 ss. Per una trattazione generale, S. VANONI, *I crediti subordinati*, Torino, 2000.

111 D. GALLETI, «Elasticità» della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie, in *Banca e borsa*, 1997, I, n. 2, p. 260. Malgrado le autorevoli opinioni dottrinarie che evocano figure come la cointeressenza impropria ex art. 2554 c.c. o il contratto di associazione in partecipazione (G.B. PORTALE, «Prestiti subordinati» e «prestiti irredimibili» (Appunti), in *Banca e borsa*, 1996, n. 1, p. 1 ss.), prevale l'affermazione secondo cui anche le obbligazioni subordinate – che rappresentano la forma più comune di debito subordinato – siano caratterizzate dalla causa mutualità, sussistendo (e non potendo essere escluso) l'obbligo di rimborso del capitale versato. Maggiori perplessità sono sorte, invece, con riguardo ai prestiti irredimibili, che le banche possono emettere anche sotto forma di obbligazioni (art. 12, comma 7, TUB), poiché rispetto a questi ultimi sembrerebbe venire meno ogni diritto alla restituzione del capitale, determinando il superamento della categoria concettuale del prestito (D. GALLETI, *op. cit.*, p. 267; G. FAUCEGLIA, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, Milano, 2000, p. 126; G.B. PORTALE, *Finanziamento dell'impresa bancaria e raccolta del risparmio (Ricordo di Gian Franco Campobasso)*, in *Banca e borsa*, 2004, n. 4, p. 421 ss.; contra, E. CUSA, *Gli strumenti ibridi delle banche*, in *BIS*, 2010, n. 1, p. 86, secondo il quale anche il prestito irredimibile avrebbe una scadenza implicita, corrispondente alla data in cui l'emittente viene sottoposto a liquidazione, al verificarsi della quale sorgerebbe l'obbligo di restituire le somme ricevute). È stato affermato, tuttavia, che in tali casi l'esistenza di un obbligo di rimborso, sia pur collegato alla durata della società emittente, andrebbe determinata volta per volta, analizzando la volontà delle parti nella costruzione dello strumento (A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride. Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, Milano, 2013, p. 111 ss.).

112 In arg., D. LA LICATA, *La struttura finanziaria della società bancaria: patrimonio, patrimonio netto, patrimonio di vigilanza*, Torino, 2008; C. BRESCIA MORRA, *Finanziamento e partecipazione all'impresa*, Napoli, 2008, p. 67 ss.; più di recente, sulle diverse tipologie di strumenti finanziari ibridi e sul rapporto con la categoria delle obbligazioni, C. LIMATOLA, *Strumenti finanziari "ibridi" e risanamento dell'impresa*, in *Banca e borsa*, 2019, n. 2, p. 230; P. SPOLAORE, *Finanziamento "privato" e strumenti finanziari "partecipativi"*, in *Banca e borsa*, 2018, n. 2, p. 272. Sulla computabilità dei prestiti subordinati e degli strumenti ibridi nel patrimonio di vigilanza delle banche, nel quadro normativo delineato dal pacchetto *Capital Requirements IV*, v. ancora C. BRESCIA MORRA, *Obbligazioni bancarie e altri strumenti di raccolta*

clausola di subordinazione, ove inserita in uno strumento obbligazionario, non consente in alcun caso di spingersi oltre un limite invalicabile, rappresentato dall'impossibilità di traslare sul titolare del credito subordinato il rischio (giuridico) che tipicamente incombe sul socio, in qualità di *residual claimant* (sicché non sarebbe lecito prevedere, nell'esercizio dell'autonomia contrattuale, la postergazione del rimborso del creditore subordinato alla soddisfazione dei soci)¹¹³.

Ciò posto, va rammentato che, secondo le tecniche classificatorie comunemente adottate, la subordinazione può essere convenzionale (se dipendente da un accordo negoziale fra le parti) o involontaria (assumendo, in quest'ultimo caso, veste legale o giudiziale, a seconda che scaturisca da una disposizione normativa o da una statuizione giudiziaria); assoluta (o generale) o relativa (o specifica), quest'ultima operando, a differenza della prima, a vantaggio non di tutti gli altri creditori non postergati, presenti e futuri, ma soltanto di alcuni di essi¹¹⁴; totale o parziale (a seconda che riguardi l'intero credito o parte dello stesso); contestuale o successiva al sorgere del credito; condizionata o incondizionata¹¹⁵, e ciò a riprova delle molteplici forme che la stessa può volta per volta rivestire¹¹⁶.

del risparmio diversi dal deposito, in E. CAPOBIANCO (a cura di), *I contratti bancari*, Milano, 2021, p. 1083 ss., ove si osserva come gli strumenti aventi le medesime caratteristiche di quelli già definiti dalla previgente normativa secondaria emanata dalla Banca d'Italia come passività subordinate e strumenti ibridi di patrimonializzazione compongano ora il capitale di classe 2 (*Tier 2*).

113 In dottrina, del resto, da tempo è stato evidenziato come i prestiti subordinati costituiscano pur sempre dei debiti e non già strumenti di capitale, sicché, in difetto di apposita previsione normativa, gli stessi non possono essere assoggettati alla disciplina del capitale sociale (G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, pp. 377-80). In questo senso, in letteratura continua ad affermarsi che la fattispecie obbligazionaria sussiste solo al permanere della distinzione fra la posizione dei possessori degli strumenti in discorso e quella degli azionisti, ovvero fra «il piano delle pretese *patologicamente eventuali* (corrispondenti al capitale di credito) ed il piano delle pretese *fisiologicamente eventuali* (corrispondenti al capitale di rischio)» (L. PICARDI, *Le obbligazioni: inquadramento sistematico*, in V. DONATIVI (a cura di), *Trattato delle società*, Torino, 2022, II, p. 875, con richiamo a M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca e borsa*, 2003, I, n. 5, p. 530). I prestiti subordinati, del resto, si limitano a realizzare una graduazione fra i creditori sociali, collocandosi però «al di sopra» della linea di confine che separa questi ultimi dai proprietari (L. DESIDERIO, P. ZAMBONI, *Brevi note sui prestiti subordinati*, cit., p. 371). Più in generale, si può rilevare che la differenza tra obbligazioni e titoli rappresentativi del capitale di rischio, al di là dell'assimilazione sul piano dei rischi sopportati dai sottoscrittori (M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, n. 4-6, p. 441), risiede sostanzialmente nell'elemento causale, giacché, mentre nella prima ipotesi il rapporto che si instaura tra le parti è meramente patrimoniale (in quanto caratterizzato da una *causa credendi*), nella seconda si realizza una partecipazione al rapporto di società (*causa societatis*), con implicazioni anche sul piano dell'attribuzione di diritti di natura associativa (A. GIANNELLI, *Art. 2411. Diritti degli obbligazionisti*, cit., p. 29; con più specifico riferimento all'ordinamento bancario, C. BRESCIA MORRA, *Obbligazioni bancarie e altri strumenti di raccolta del risparmio diversi dal deposito*, cit., p. 1089).

114 La subordinazione specifica, rispetto cioè ad uno o più creditori o categorie di creditori, viene a sua volta suddivisa dalla dottrina in propria e impropria (S. VANONI, *I crediti subordinati*, cit., p. 210 ss.).

115 In realtà, anche nella subordinazione pura (o incondizionata), l'esigibilità del credito è sottoposta alla condizione sospensiva rappresentata dall'estinzione dei crediti antergati, sicché, al fine di evitare equivoci, si è preferito fare ricorso, in dottrina, alle espressioni «subordinazione completa» (incondizionata) e «subordinazione incompleta» (ossia condizionata al verificarsi di uno degli eventi previsti in contratto): S. VANONI, *I crediti subordinati*, cit., p. 14.

116 L'art. 2411 c.c. prevede, del resto, che il diritto degli obbligazionisti al rimborso del capitale e degli interessi può essere, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società, così riconoscendo alle parti ampia autonomia nella strutturazione del patto di subordinazione. Sulle differenti forme di subordinazione (*contractual, statutory, structural subordination*), v. EBA, *Report on the monitoring of TLAC-/MREL-eligible liabilities instruments of European Union Institutions – Update*, 7 ottobre 2022, p. 13 ss.

Ebbene, con specifico riferimento agli strumenti di debito chirografario di secondo livello, è agevole rilevare che la subordinazione va qualificata come *assoluta e totale*, giacché determina la postergazione del credito *i)* rispetto ad ogni altro credito chirografario, presente e futuro, nei confronti dell'ente emittente (secondo lo schema della c.d. *public subordination*), e *ii)* per la sorte capitale, per gli interessi e per eventuali altri importi dovuti (art. 91, comma 1-*bis*, lett. c-*bis*)).

Più complesso è il discorso, invece, con riguardo agli altri elementi che possono connotare la clausola di subordinazione.

L'esistenza di apposite previsioni normative in ordine al rango attribuibile ai crediti in esame, invero, potrebbe indurre ad escludere la natura volontaria della stessa, lasciando propendere per lo schema della subordinazione legale.

A ben vedere, tuttavia, nella specie ci si trova al cospetto di un'ipotesi di subordinazione *convenzionale* tipica, in quanto, attraverso la sottoscrizione del titolo, il portatore accetta pur sempre su base volontaria la clausola di subordinazione inerente al credito, ancorché predeterminata - nel contenuto e negli effetti - dal legislatore¹¹⁷. Il credito verso la banca o la SIM emittente i SNPBs, in altri termini, nasce come subordinato per volontà delle parti (che liberamente scelgono di aderire ad un modello contrattuale prestabilito), a differenza di quanto si verifica, ad es., nell'ipotesi di cui all'art. 2467 c.c., ove la postergazione rappresenta una caratteristica congenita dei crediti dei soci finanziatori, imposta dalla legge a prescindere dall'inserimento nel regolamento negoziale di un'apposita previsione in tal senso.

Fermo quanto sopra, va comunque preso atto che la rilevanza pratica di tale distinzione (subordinazione legale vs. subordinazione convenzionale), apprezzabile con particolare riferimento alle vicende circolatorie dei crediti subordinati, tende nel caso di specie a sbiadire: se è certamente vero, infatti, che il credito caratterizzato da subordinazione involontaria mantiene tale sua intrinseca qualità all'atto del trasferimento del medesimo, è altrettanto vero che anche nel caso degli strumenti di debito chirografario di secondo livello la clausola di subordinazione (volontaria) potrà risultare opponibile ai successivi possessori del titolo, in base ai principi generali del diritto cartolare (art. 1993 c.c.)¹¹⁸.

Infine, va osservato che, per come disciplinata dalla normativa bancaria, la subordinazione che caratterizza i SNPBs non è da ritenere pura, bensì *condizionata* (qualifica che peraltro accompagna, di norma, la postergazione di tipo assoluto, come

117 Così D. VATTERMOLI, «*Strumenti di credito chirografario di secondo livello*», cit., p. 219, nt. 24, ove si rammenta altresì che la subordinazione volontaria può essere anche atipica, se la determinazione dei caratteri della medesima (presupposti, condizioni, effetti ed estensione) è lasciata alla piena autonomia delle parti, a differenza delle ipotesi di subordinazione volontaria tipica, previste e disciplinate dal legislatore.

118 Sull'efficacia reale del patto di postergazione, «sempre che la clausola risulti dal contesto letterale del titolo», G.F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, cit., p. 372; D. VATTERMOLI, «*Strumenti di credito chirografario di secondo livello*», cit., p. 222. Nella specie, occorre però tenere conto che la subordinazione del credito, ancorché risultante dalla lettera del titolo (ritenendosi a tal fine sufficiente la denominazione di strumento di debito chirografario di secondo livello, in quanto evocativa della disciplina legale dello specifico rapporto obbligatorio), potrebbe risultare comunque inefficace ex art. 12, comma 2, TUB, ove la documentazione contrattuale, il prospetto di offerta o il prospetto di quotazione non indicassero la posizione occupata dallo strumento nella gerarchia concorsuale (*infra*, par. 3.1).

quella che qui ci occupa¹¹⁹), per tale intendendosi quella che opera solo al verificarsi di un determinato evento (*trigger event*), tipicamente (ma non necessariamente) rappresentato dall'avvio di una procedura liquidatoria¹²⁰. Nella specie, invero, la subordinazione produce i suoi effetti solo *dopo* l'apertura della procedura di liquidazione coatta amministrativa dell'ente emittente, determinando l'arretramento del credito rispetto agli ulteriori crediti chirografari¹²¹, mentre, prima di tale momento, il titolare dello strumento di debito subordinato può esercitare tutti i diritti connessi alla propria posizione (diritto di percepire gli interessi e di ottenere, alla scadenza, la restituzione del capitale)¹²².

È invece da escludere che, in relazione agli strumenti in esame, le parti possano concordare, nell'esercizio della loro autonomia contrattuale, una modifica della clausola di subordinazione, o finanche la soppressione della stessa: qui non hanno ragione di prospettarsi, invero, i problemi, specie di tutela dei beneficiari della postergazione, notoriamente connessi ai c.d. *de-subordination agreements*¹²³, poiché la stessa legge vieta espressamente che, una volta emessi, gli strumenti di debito chirografario di secondo livello possano essere modificati in maniera tale da alterare le loro caratteristiche essenziali (art. 12-*bis*, comma 3, TUB). Previsione normativa che trova fondamento, del resto, nella funzione – riconducibile al soddisfacimento di interessi di carattere generale – per la quale tali titoli sono stati introdotti nell'ordinamento, ossia munire gli intermediari di passività in grado di soddisfare i requisiti MREL/TLAC, ai fini di una corretta ed efficiente conduzione delle procedure di dissesto (sul punto v. anche

119 G.F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, cit., p. 356.

120 In teoria, infatti, il *trigger event* potrebbe essere rappresentato anche da accadimenti di diversa natura, come, ad es., il superamento di un certo livello di perdite o di indebitamento (M. MAROCCHI, *Ai confini del debito. Le obbligazioni subordinate, indicizzate e irredimibili*, in *Giur. comm.*, 2020, n. 6, p. 1131).

121 Tale rilievo rimanda al noto dibattito dottrinario, del quale non occorre qui dare puntuale contezza, concernente la natura giuridica del credito subordinato: rispetto a quest'ultimo, infatti, si è discusso, con ampia varietà di argomentazioni (riferite alle possibili diverse configurazioni della clausola medesima), di credito condizionale, di credito caratterizzato da un *pactum de non petendo*, di rinuncia alla *par condicio creditorum*, di differimento del termine di adempimento, di remissione del debito sottoposta a condizione, di contratto a favore di terzi e di associazione in partecipazione, sebbene sembri prevalere l'opinione che ravvisa nel fenomeno, sia pure nella difficoltà di una ricostruzione unitaria, un credito sottoposto a condizione sospensiva (S. VANONI, *op. cit.*, p. 63; sul punto, in senso critico, D. VATTERMOLI, *Finanziamento alle imprese, banche e subordinazione volontaria dei crediti*, cit., p. 744 ss., secondo il quale, peraltro, la clausola di subordinazione agisce diversamente in caso di liquidazione volontaria e di liquidazione coatta: nella prima ipotesi, infatti, essa si traduce in un vincolo all'esigibilità del credito subordinato, determinando uno spostamento in avanti del relativo termine di adempimento, che rende il credito esigibile solo dopo il pagamento dell'ultimo credito non ugualmente subordinato; nella seconda, invece, il credito diviene esigibile sin dal momento dell'apertura della procedura concorsuale, sebbene la clausola di subordinazione determini la retrocessione del rango dello stesso, collocandolo al di sotto di tutti gli altri crediti formanti la massa passiva, ma in posizione peggio rispetto al diritto alla quota di liquidazione dei soci).

122 D. VATTERMOLI, «*Strumenti di credito chirografario di secondo livello*», cit., p. 221, non esclude, peraltro, che la subordinazione venga fatta scattare, in base ad eventuali disposizioni di rango secondario, in un momento precedente l'apertura della procedura concorsuale (ad es., in caso di liquidazione volontaria).

123 Sul fondamento teorico della (presunta) immodificabilità/irrevocabilità dei patti di subordinazione (volti ad avvantaggiare il debitore e/o il creditore, a detrimento dei terzi che, nell'assumere rischi nei confronti del debitore, abbiano tenuto conto dell'esistenza di creditori subordinati), F. CAPUTO NASSETTI, *Del debito subordinato delle banche*, in *Dir. comm. int.*, 2003, n. 2-3, pp. 255-7.

infra, par. 3.3, con riguardo all'eventuale modifica della qualifica soggettiva dell'emittente)¹²⁴.

Allo stesso modo, si dubita che il credito nascente dalla titolarità dello strumento in oggetto possa essere compensato, durante la fase liquidatoria, con eventuali debiti del creditore subordinato nei confronti dell'ente emittente. È evidente, infatti, che, sul piano concreto, l'operatività della compensazione assicurerebbe il soddisfacimento in via preferenziale del creditore postergato, in danno dei creditori di grado più elevato (pregiudicati dalla diminuzione della garanzia generica rappresentata dal patrimonio del debitore, in ragione della sottrazione dallo stesso di una posta attiva), traducendosi essenzialmente nella vanificazione della clausola di subordinazione (e dunque, nella specie, delle esigenze di tipo prudenziale alla stessa sottese)¹²⁵.

Tale assunto, astrattamente valido per la generalità dei crediti assistiti dalla clausola di subordinazione, merita peraltro di essere ulteriormente vagliato alla luce del quadro normativo complessivo in materia di gestione delle crisi bancarie, introdotto a seguito della BRRD.

Si noti, infatti, che le norme in materia di risoluzione prevedono, all'art. 52, comma 2, lett. c), del d. lgs. n. 180/2015, che il *bail-in* debba essere attuato «*tenendo conto del valore nominale degli strumenti finanziari o dei crediti*», concedendo spazio all'eventualità di una compensazione tra le reciproche posizioni creditorie e debitorie dell'investitore e dell'intermediario nel solo caso in cui «*i relativi effetti siano stati fatti valere da una delle parti prima dell'avvio della risoluzione*». La medesima disposizione fa poi salva l'applicazione dell'art. 91, ove, con riferimento ai contratti di garanzia finanziaria, agli accordi di *netting*¹²⁶ e agli accordi in virtù dei quali debiti e crediti tra l'ente sottoposto a risoluzione e una controparte possono essere compensati, si sancisce il divieto di trasferimento, di modifica e di estinzione di una parte soltanto dei diritti e delle passività che le parti «*possono sottoporre a compensazione o a netting*» in forza di uno dei rapporti medesimi.

La disciplina della risoluzione, pertanto, esclude tendenzialmente l'operatività della compensazione, quale metodo di estinzione delle reciproche obbligazioni intercorrenti tra l'ente in dissesto e i relativi creditori, riconoscendola e ammettendola solo al ricorrere di determinate condizioni. E ciò vale anche per la disciplina della liquidazione coatta amministrativa, per come modificata con d. lgs. n. 181/2015, che stabilisce in egual modo il divieto di compensazione nel corso della procedura (con le medesime

124 Devono ritenersi ammissibili, per converso, clausole (*flipper clauses*) che prevedano la modifica del *ranking* del credito da *senior* (o da contrattualmente subordinato) a subordinato per legge, a far data dall'entrata in vigore di specifici provvedimenti normativi, come anche meccanismi di conversione (opzionale o automatica) da *senior preferred* a *senior non-preferred*. Resta inteso, naturalmente, che al momento della conversione i titoli devono soddisfare i criteri di eleggibilità ai fini TLAC/MREL (EBA, *Report on the monitoring of TLAC-/MREL-eligible liabilities instruments of European Union institutions - Update*, cit., pp. 17-18).

125 D. VATTERMOLI, *Finanziamento alle imprese, banche e subordinazione volontaria dei crediti*, cit., p. 766. Non a caso, come evidenzia F. CAPUTO NASSETTI, *Del debito subordinato delle banche*, cit., pp. 266-7, elemento comune degli strumenti di patrimonializzazione delle banche è rappresentato dalla clausola di rinuncia alla compensazione da parte dei creditori postergati (clausola che, tuttavia, l'A. ritiene modificabile, in linea teorica, con successivo accordo tra le parti).

126 L'accordo di *netting* è definito come «un accordo in virtù del quale determinati crediti o obbligazioni possono essere convertiti in un unico credito netto, compresi gli accordi di *netting per close-out* di cui all'art. 1, comma 1, lettera f) del decreto legislativo 21 maggio 2004, n. 170» (art. 1, comma 1, lett. a), d. lgs. n. 180/2015).

eccezioni sopra illustrate), al fine di assicurare il rispetto del principio del *no creditor worse off*¹²⁷.

Al contempo, non può tralasciarsi di evidenziare che, in base alle vigenti disposizioni prudenziali, gli strumenti di passività ammissibili, per essere qualificati come tali, non devono essere soggetti ad accordi di compensazione o di *netting* che possano comprometterne la capacità di assorbire le perdite nella risoluzione (art. 72-ter, par. 2, lett. f), CRR, per come richiamato anche dall'art. 16-*quater* del d. lgs. n. 180/15)¹²⁸. La *ratio* di tali previsioni, invero, è quella di assicurare una rapida ed efficace applicazione dello strumento del *bail-in*, che finirebbe per essere ostacolata, di fatto, là dove il titolare di passività soggette al potere di riduzione/conversione, eleggibili ai fini MREL, potesse fare valere la compensazione nei confronti della banca nel corso della risoluzione, frustrando il raggiungimento degli obiettivi di pubblico interesse che l'ordinato svolgimento della stessa persegue¹²⁹. Le ragioni sopra illustrate – unitamente alla dubbia compatibilità, su un piano più generale, tra clausola di subordinazione e meccanismi compensativi – inducono dunque a concludere che, con riferimento alle passività ammissibili di tipo subordinato, la compensazione stessa non possa avere luogo¹³⁰.

Ulteriori dubbi potrebbero prospettarsi, infine, con riferimento all'ipotesi – non espressamente disciplinata dal legislatore – di più emissioni consecutive di strumenti di debito chirografario di secondo livello, riconducibili a distinte operazioni di finanziamento. Occorre infatti stabilire se, ed in che termini, ciò possa dare luogo ad una graduazione delle pretese dei rispettivi sottoscrittori, organizzata, in particolare, secondo l'ordine cronologico di emissione dei titoli (ipotizzandosi, cioè, che le obbligazioni subordinate di successiva emissione siano postergate a quelle già in circolazione).

127 Più in particolare, la necessità di rispettare il citato principio del NCWO ha reso necessaria la modifica dell'art. 83 del TUB, che al comma 3-*bis* contempla il divieto di compensazione nel corso della liquidazione coatta amministrativa, in deroga all'art. 155 del Codice della crisi e dell'insolvenza, a meno che i relativi effetti siano stati fatti valere da una delle parti prima che sia stata disposta la procedura, salvo che la compensazione sia prevista da un contratto di garanzia finanziaria, da un accordo di *netting* o da un accordo di compensazione ex art. 1252 c.c. L'allineamento tra le disposizioni sulla risoluzione e quelle sulla l.c.a., in tal modo operato, assicura dunque che, in caso di risoluzione, i creditori dell'ente non ricevano un trattamento peggiore di quello che avrebbero ottenuto nella procedura di insolvenza.

128 Secondo quanto stabilito dal CRR in merito alle *MREL-eligible liabilities*, invero, l'ammontare di queste ultime «cannot be set off or netted with any claims of the creditors (e.g. loans), while such issuances must not include signals of exercising a call, as well as credit sensitive features» (N. MARAGOPOULOS, *The MREL framework under the Banking Reform Package*, cit., p. 20).

129 E. GALANTI, *Art. 83*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* diretto da F. Capriglione, Milano, 2018, II, pp. 1164-5.

130 Tale conclusione è peraltro confermata, a livello pratico, dalle condizioni contrattuali delle recenti emissioni, da parte di intermediari italiani, di *senior non-preferred bonds*, le cui clausole prevedono sistematicamente che il titolare di tali strumenti «unconditionally and irrevocably waves any right of set-off, netting, counterclaim, abatement or other similar remedy». La presenza di tali clausole, per quanto non essenziali ai fini della qualificazione di uno strumento come *eligible liability*, è fortemente raccomandata anche dall'EBA a fini di certezza giuridica, rispondendo altresì alle aspettative del mercato (EBA, *On the monitoring of TLAC-/MREL-eligible liabilities instruments of European Union Institutions – Update*, cit., p. 19). Il problema si pone, nondimeno, allorché vengano adottate disposizioni contrattuali che escludono sì la compensazione, ma solo nella misura in cui ciò sia consentito dalle norme nazionali, la cui applicazione viene dunque fatta salva. Con riferimento a tali situazioni, l'EBA ha osservato come «in the vast majority of EU jurisdictions, set-off and netting rights can be waived effectively. However, in some jurisdictions there might be specific circumstances (insolvency) or certain parties (consumers) for which statutory set-off or netting rights cannot be waived contractually», sicché alle *resolution authorities* compete «to monitor how set-off and netting rights would work in practice under the respective national laws and assess how to resolve at best any potential issue in this respect».

Ora, sancendo la parità di trattamento tra creditori appartenenti alla medesima categoria (*i.e.*, che occupano la stessa posizione nella gerarchia applicabile in sede concorsuale), le disposizioni in tema di risoluzione (art. 22, comma 1, lett. *b*) e art. 52, comma 2, lett. *a*), d. lgs. n. 180/15) sembrano orientare in direzione contraria, postulando l'assenza di ogni forma di preferenza tra i sottoscrittori, anche futuri, della stessa tipologia di strumenti di debito¹³¹.

Va tuttavia rammentato che parte della dottrina riconosce all'emittente, sulla scorta del dato letterale dell'art. 2411, comma 1, c.c., la possibilità di strutturare secondo uno specifico ordine di priorità i reciproci rapporti tra i portatori di diverse *tranches* di titoli subordinati¹³²; e d'altra parte, sul piano generale vale l'assunto secondo cui il creditore, così come è libero di rinunciare al proprio diritto, può a maggior ragione acconsentire ad una limitazione del suo esercizio, nella specie decidendo di postergare la realizzazione delle proprie pretese al soddisfacimento di altri creditori (sia pure appartenenti, in ipotesi, alla medesima categoria). A rigore, dunque, non pare contrario all'ordinamento – in assenza di un espresso divieto normativo – un accordo attraverso il quale le parti, nell'esercizio della loro autonomia negoziale, introducano una sorta di gerarchia interna tra gli strumenti di *senior non-preferred debt*, che potrebbe in qualche modo equipararsi alla creazione di titoli di debito chirografario di terzo, quarto, quinto livello, ecc.

La soluzione ipotizzata appare dunque, in linea teorica, giuridicamente praticabile, benché affatto auspicabile a livello operativo: anche a voler tacere dei potenziali riflessi negativi sul piano della tutela degli investitori (cui dovrebbe essere assicurata una chiara ed efficace trasmissione delle informazioni circa l'effettivo *ranking* del proprio credito), infatti, si introdurrebbero per tale via ulteriori elementi di complicazione nella già farragginosa gerarchia concorsuale stabilita dal TUB, con evidenti conseguenze anche in termini di speditezza ed efficienza di eventuali procedure di riduzione/conversione delle passività, che sulla medesima gerarchia necessariamente si basano.

2.2 SNPBs e *market discipline*

Un'ultima notazione concerne, infine, il tema, ampiamente dibattuto nella letteratura giuridico-economica, delle interrelazioni tra la subordinazione dei crediti e la *market discipline*, terzo pilastro degli Accordi di Basilea¹³³.

L'assunto di partenza è che gli investitori in passività subordinate siano propensi a monitorare più attentamente le condizioni patrimoniali dell'emittente, avendo

131 Anche in questo caso, peraltro, l'esame dei documenti contrattuali relativi agli strumenti di debito chirografario di secondo livello emessi da enti creditizi italiani denota la costante presenza della clausola *pari passu*.

132 A. GIANNELLI, *Art. 2410*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, cit., p. 48.

133 Sul tema, A. SIRONI, *Testing for market discipline in the European banking industry: Evidence for subordinated debt issues*, in *Journal of Money, Credit and Banking*, 2003, Vol. 35, No 3, p. 443. Il dibattito si è peraltro rinvigorito, come si darà conto nel testo, con l'entrata in vigore delle norme sul *bail-in*: J. CUTURA, *Debt holder monitoring and implicit guarantees: Did the BRRD improve market discipline?*, 2018, *SAFE Working Paper*, No 232, Frankfurt; U. LEWRICK, J.M. SERENA, G. TURNER, *Believing in bail-in? Market discipline and the pricing of bail-in bonds*, 2019, *BIS Working Paper*, No 831, Basel.

un incentivo naturale a controllarne la solvibilità, in ragione della maggiore rischiosità di tali posizioni¹³⁴. Pertanto, là dove emergesse, nel tempo, un incremento del livello di rischiosità dell'emittente, il collocamento di titoli subordinati avverrebbe a condizioni maggiormente onerose, per effetto dell'aumento del premio al rischio richiesto dai potenziali sottoscrittori. L'aumento degli *spreads* sul rendimento dei titoli subordinati assumerebbe poi, a sua volta, una funzione segnaletica per il mercato e per le Autorità di vigilanza, tale da indurre gli intermediari ad adottare comportamenti più virtuosi, con effetti di contenimento del *moral hazard*¹³⁵.

L'idea che il debito subordinato possa rappresentare un fedele e attendibile indicatore della rischiosità dell'emittente, per vero, è da sempre controversa, anche a causa della lamentata mancanza di evidenze empiriche di univoco tenore¹³⁶. In particolare, in sede dottrina è stata rilevata, in senso critico, la fragilità delle premesse teoriche su cui si basa l'asserita valenza segnaletica dell'andamento dei tassi di interesse applicati alle emissioni di debito subordinato, ossia: *i)* che i titolari di crediti subordinati sappiano o riescano effettivamente a monitorare le scelte strategiche dell'impresa emittente, ciò presupponendo, a monte, un'adeguata circolazione delle informazioni a tal fine rilevanti e una altrettanto adeguata capacità di elaborazione delle stesse da parte degli interessati; *ii)* che il sistema nel suo complesso possa garantire agli investitori che la banca insolvente verrà assoggettata a procedura concorsuale, posto che l'aspettativa di un salvataggio pubblico finirebbe col neutralizzare ogni incentivo al monitoraggio per i creditori *junior*¹³⁷.

134 Ciò a differenza *i)* dei creditori chirografari, spesso disinteressati alla situazione patrimoniale dell'ente, in quanto privi delle necessarie capacità tecniche di valutazione, o perché assistiti, nel caso dei depositanti, dalla *safety net* rappresentata dai *deposit guarantee schemes*; *ii)* dei creditori garantiti, in ragione dell'affidamento dagli stessi riposto verso la capienza della garanzia; *iii)* degli azionisti, che potrebbero decidere di supportare anche progetti imprenditoriali particolarmente rischiosi, nell'aspettativa di un maggiore rendimento economico.

135 Sul punto v. A. RESTI, *Bank subordinated debt: a source of capital for lenders or a source of concern for retail investors?*, in *BIS*, 2016, n. 1, pp. 24-5, ove si legge: «Additionally, subordinated bonds may provide an incentive for market participants to actively monitor the risks faced by the issuing bank, as they anticipate a substantial loss rate in the event of a default. In this sense, although empirical tests of such a relationship have provided mixed results, most academic studies find that secondary market quotes for subordinated issues convey information about the issuer's default risk, complementing the analyses carried out by supervisors, equity analysts and credit rating agencies». In arg. v. anche G. GONZÁLES-RIVERA, D.B. NICKERSON, *Monitoring Financial Intermediaries with Subordinated Debt: A Dynamic Signal Model for Bank Risk*, 27 giugno 2021, reperibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=354390>, i quali precisano che «Current subordinated debt proposals aim to achieve the following objectives: (1) improve direct market discipline by increasing funding costs if the intermediary increases the risk of its portfolio; (2) improve indirect market discipline, by augmenting the information available to other investors and to regulators, if debt prices in secondary markets respond to the solvency risk of the institution; (3) improve transparency and disclosure, which are needed to price risk accurately; (4) protect the deposit insurance fund because subordinated debt holders have claims subordinated to the deposit insurer; and (5) reduce regulatory forbearance, encouraging regulators to take prompt corrective actions» (p. 4). In pratica, «Assuming that the prices of subordinated debt are sensitive to the impact of managerial decisions on the probability of an institution's solvency, subordinated debtholders can directly discipline portfolio risk by increasing the yields required to hold the debt of relatively riskier institutions and in so doing can also create beneficial informational externalities to other claimants and to regulators» (p. 9). Più in generale, sui potenziali benefici dell'emissione di debito subordinato rispetto alle attività di vigilanza, D.D. EVANOFF, L.D. WALL, *Sub-debt yield spreads as bank risk measures*, in *20 Journal of Financial Services Research*, 2001, 121 ss., nonché, degli stessi Autori, *Reforming Bank Capital Regulation: Using Subordinated Debt to Enhance Market and Supervisory Discipline*, in *19 Contemporary Economic Policy*, 2001, p. 444 ss.

136 G. GONZÁLES-RIVERA, D.B. NICKERSON, *op. cit.*, p. 4.

137 D. VATTERMOLI, *Finanziamento alle imprese, banche e subordinazione volontaria dei crediti*, cit., pp. 712-3, secondo il quale nessuna delle suddette precondizioni può dirsi concretamente assicurata.

Non v'è dubbio che, in linea di principio, il rispetto delle predette condizioni non appare di agevole configurazione, ma vale comunque la pena verificare se le perplessità sopra illustrate possano rivelarsi fondate anche con riguardo alla peculiare fattispecie degli strumenti di debito chirografario di secondo livello.

Ora, a noi pare che, relativamente a questi ultimi, la risposta possa essere di segno negativo.

Il problema dell'incapacità dei *debt holders* di valutare la reale rischiosità dell'emittente, infatti, nella specie è certamente ridimensionato dal fatto che, quanto meno sino ad un recente passato, i SNPBs sono stati destinati ai soli investitori qualificati, ossia a soggetti che, per le specifiche competenze possedute, si presume siano maggiormente in grado di monitorare, nel tempo, le condizioni di solvibilità del debitore. Vero è che tale limite è stato da ultimo rimosso (v. *infra*, par. 4), ma l'ulteriore previsione di un taglio minimo unitario, per gli strumenti di debito subordinato (par. 3), ne limita comunque, indirettamente, la diffusione tra la clientela *retail*, rendendoli accessibili soprattutto agli investitori istituzionali.

Né possono per altro verso trascurarsi, per la determinante valenza che assumono ai fini del problema in discussione, le modifiche intervenute, negli ultimi anni, nel quadro normativo complessivamente considerato. Non occorre certo spiegare, infatti, che il legislatore ha notevolmente ristretto i margini di ricorso all'uso di fondi pubblici in funzione di salvataggio degli intermediari in crisi, segnando l'abbandono della vecchia logica del *bail-out* in favore dell'applicazione del principio di internalizzazione delle perdite (cui sono funzionali, del resto, le stesse disposizioni TLAC/MREL). In un contesto, dunque, in cui è venuta meno ogni garanzia (esplicita o implicita) di salvataggio pubblico, è logico attendersi che specialmente i sottoscrittori di passività assoggettabili al *bail-in* (tra le quali rientrano anche i debiti chirografari di secondo livello), soprattutto se professionalmente qualificati, esercitino un certo controllo sulla solvibilità degli intermediari emittenti, tanto più puntuale, peraltro, quanto più elevato si profila il rischio dell'investimento.

Recenti studi econometrici condotti sul sistema bancario europeo, del resto, sembrano confermare tali considerazioni. È stato dimostrato, invero, che non soltanto «*the cost of MREL-eligible debt products is risk sensitive, as investors closely monitor indicators related to individual banks, issuances, markets and the banking system potentially affecting MREL-eligible debt default risk*», ma che tale *risk sensitiveness* è correlata positivamente anche al tipo di strumenti di debito emessi. Più in particolare, considerato l'incremento di emissioni di *senior non-preferred debt* registratosi negli ultimi anni ai fini del soddisfacimento dei requisiti MREL, pare che «*investors are closely monitoring bank risk characteristics, market risk characteristics, and macroeconomic and banking sector variables for this type of debt*». Ciò significa che, nel post-BRRD, proprio il *senior non-preferred debt* può giocare un ruolo particolarmente significativo in relazione all'esercizio della *market discipline*¹³⁸.

138 M. ROCAMORA, N. SUÁREZ, M. MONJAS, *What are the determinants of Mrel-eligible liabilities? Evidence from the EU banking sector*, *EBA Staff paper series*, No 9, settembre 2020, p. 21 ss. In arg. v. anche R. LINDSTROM, M. OSBORNE, *Has bail-*

Una conclusione che si rivela assai interessante, in quanto attribuisce agli strumenti di debito chirografario di secondo livello la funzione di utili indicatori della stabilità del sistema bancario, ponendoli così a diretto servizio dell'attività delle Autorità di supervisione e dei *policymakers*.

3 Forma e struttura dei titoli di debito chirografario di secondo livello

Ai sensi dell'art. 12-*bis* TUB, richiamato anche dall'art. 60-*bis*.4-*bis*, sono strumenti di debito chirografario di secondo livello «le obbligazioni e gli altri titoli di debito» emessi da una banca o da uno dei soggetti indicati dall'art. 2 d. lgs. n. 180/2015, che abbiano durata originaria pari ad almeno dodici mesi, che siano diversi dagli strumenti finanziari derivati, che non siano collegati a strumenti finanziari derivati e che non includano caratteristiche proprie di questi ultimi¹³⁹. Ulteriore requisito degli strumenti in considerazione è rappresentato dal valore nominale unitario minimo, determinato dal nuovo art. 12-*ter* TUB in 150.000 euro (soglia ridotta rispetto alle originarie previsioni dell'art. 1, comma 1105, L. n. 205/17, ma pur sempre idonea, come sarà ulteriormente approfondito nel prosieguo, a limitarne la diffusione tra i piccoli investitori).

Appare dunque evidente, da quanto osservato, che la legge non impone l'adozione di una specifica veste giuridica per gli strumenti di debito chirografario di secondo livello, riconoscendo all'emittente un certo margine di autonomia nella scelta della relativa forma - salvo l'obbligo di indicare nella documentazione contrattuale o nell'eventuale prospetto di quotazione che il rimborso del capitale e il pagamento di interessi o di eventuali altri importi debba avvenire secondo quanto previsto dall'art. 91, comma 1-*bis*, lett. c-*bis*, TUB (*infra*, par. 3.1).

Si evince dall'*incipit* dell'art. 12-*bis*, nondimeno, che gli strumenti in questione rivestono *in primis* la forma delle obbligazioni, risultando l'emissione di titoli di massa, del resto, perfettamente rispondente alle esigenze per la cui realizzazione è stata ideata la categoria del *senior non-preferred debt* (vale a dire, come giova ancora una volta ribadire, ampliare la gamma delle passività idonee ad assorbire le perdite e a garantire l'eventuale ricapitalizzazione degli enti assoggettabili a risoluzione). Va da sé, peraltro, che la scelta della forma obbligazionaria, da parte dell'emittente bancario (non anche da parte delle SIM di cui all'art. 55-*bis* TUF), determinerebbe, per un verso, l'applicazione delle speciali disposizioni in deroga al codice civile dettate dall'art. 12, commi 3 e 4, TUB¹⁴⁰; per l'altro, vincolerebbe l'emittente medesimo al rispetto dei re-

in increased market discipline? An empirical investigation of European banks' credit spreads, Bank of England, Staff Working Paper No 87, novembre 2020.

139 Gli strumenti derivati, invero, sono soggetti per natura ad elevata volatilità e tale caratteristica li priva della stabilità necessaria ad integrare i requisiti MREL (M. SEPE, Art. 12-*bis*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* diretto da F. Capriglione, Milano, 2018, I, p. 169).

140 L'art. 12, comma 4-*bis*, TUB estende espressamente l'applicazione dei commi 3 e 4 agli «strumenti finanziari assoggettati alla disciplina delle obbligazioni prevista dal codice civile» (ossia gli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento della società: art. 2411, comma 3,

quisiti stabiliti per le obbligazioni bancarie dall'Autorità di vigilanza, avendo quest'ultima provveduto a predeterminarne il contenuto tipico a pena di nullità, in forza di quanto disposto dall'art. 117, comma 8, TUB¹⁴¹. Resta salvo, naturalmente, il rispetto delle caratteristiche degli strumenti di debito chirografario di secondo livello individuate dall'art. 12-bis ed ulteriormente disciplinate dalla Banca d'Italia in forza della facoltà riconosciutale dal comma 4 di tale disposizione.

Quanto sinora osservato non esclude, peraltro, che i *senior non-preferred bonds* possano rivestire, in astratto, una forma diversa da quella obbligazionaria¹⁴², potendo essere emessi anche come «altri titoli di debito» (purché dotati delle caratteristiche – durata, valore, ecc. – dapprima elencate).

In questo senso, è stato affermato in dottrina che «deve intendersi ricompreso nella categoria qualsiasi strumento negoziale che crei, rappresenti o riconosca un debito di natura monetaria, non essendo peraltro nemmeno necessario che si tratti di uno strumento diffuso o di un titolo di massa (e dunque rappresentativo di una frazione di un più ampio rapporto negoziale di debito/credito)»¹⁴³. Un'interpretazione che apre dunque la via all'inclusione fra gli strumenti di debito chirografario di secondo livello anche di certificati di deposito e di buoni fruttiferi, o di altri titoli di debito o strumenti finanziari non partecipativi, fermo restando il limite ultimo rappresentato dall'inalterabilità della natura giuridica dello strumento in esame: quale che sia la veste attribuita a quest'ultimo, infatti, non può in nessun caso ammettersi che eventuali diritti patrimoniali o anche partecipativi ad esso legati finiscano per trasformarlo da *strumento di debito* a *strumento di capitale*¹⁴⁴.

Premesso quanto sopra, va precisato che la definizione delle caratteristiche tipologiche degli strumenti di debito chirografario di secondo livello appare funzionale all'applicazione di un peculiare regime di tutela dell'investitore, fondato essenzialmente sul meccanismo rimediabile – ampiamente utilizzato nel contesto della disciplina bancaria e finanziaria – della nullità di protezione.

c.c.), inclusi gli strumenti di debito chirografario di secondo livello di cui all'art. 12-bis. Tale disposizione, pertanto, legittima in via generale l'emissione di strumenti finanziari (non partecipativi) atipici da parte delle banche, al fine di agevolare l'attività di raccolta tramite titoli (M. MARCUCCI, *Art. 12*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* diretto da F. Capriglione, Milano, 2018, I, p. 162). Ambigua potrebbe apparire, nondimeno, l'inclusione degli strumenti ex art. 12-bis tra gli strumenti finanziari di cui all'art. 2411, comma 3, c.c., posto che i primi possono rivestire – per come previsto dalla legge e come solitamente accade – la forma di obbligazioni. La norma andrebbe dunque interpretata – come sarà chiarito anche più avanti, nel testo – nel senso che gli strumenti di debito chirografario di secondo livello possono essere emessi dalle banche, oltre che nella forma di obbligazioni, *anche* come strumenti finanziari non partecipativi (assoggettati, quindi, alla comune disciplina delle obbligazioni, con le medesime eccezioni stabilite dall'art. 12 cit. per le obbligazioni bancarie).

141 Banca d'Italia, *Istruzioni di vigilanza*, Circolare n. 229 del 21 aprile 1999, Titolo V, Cap. 3.

142 Con tale espressione intendendosi fare riferimento, come pare ulteriormente utile precisare, a titoli caratterizzati da uno specifico *nomen iuris*, corrispondenti, in punto di requisiti formali e sostanziali, al tipo delineato per via normativa (v. nota precedente).

143 M. SEPE, *Art. 12-bis*, cit., p. 167, ove si richiama altresì l'ampia definizione di titoli di debito contenuta nell'art. 2, par. 1, punto 48, BRRD (mod. con dir. 2017/2399/UE), riferita a obbligazioni, altre forme di debito trasferibile e strumenti che creano o riconoscono un debito.

144 M. SEPE, *Art. 12-bis*, loc. cit.

Per vero, va specificato che, nella specie, i mezzi di tutela dell'investitore non appaiono definiti in modo unitario, bensì differenziati in base alle caratteristiche soggettive che quest'ultimo riveste. E infatti, a disposizioni di carattere generale, applicabili alla totalità dei sottoscrittori del debito chirografario di secondo livello, si affiancano previsioni relative ai soli clienti al dettaglio, quali soggetti ritenuti meritevoli di un maggior grado di protezione.

In questo quadro, genericamente rappresentato, le tutele dell'investitore operano su tre distinti piani, che costituiranno oggetto di approfondimento nei successivi paragrafi.

3.1 La nullità delle clausole difformi

In primo luogo, l'art. 12-*bis*, comma 2, TUB subordina l'applicazione dell'art. 91, comma 1-*bis*, lett. *c-bis*, al rispetto delle condizioni stabilite nel comma 1 (durata e caratteristiche strutturali degli strumenti, nonché indicazione obbligatoria, nella documentazione contrattuale o nell'eventuale prospetto di offerta o di ammissione a quotazione, della collocazione degli strumenti nella gerarchia concorsuale), comminando altresì la nullità delle sole clausole che prevedano diversamente (e non già, pertanto, dell'intero contratto di acquisto).

Di primo acchito, può dunque affermarsi che il chiaro intento della norma è assicurare la piena corrispondenza degli strumenti in esame ad un modello scolpito a livello legislativo nelle sue caratteristiche essenziali¹⁴⁵; corrispondenza che, peraltro, non deve limitarsi ad esistere soltanto nella fase dell'emissione, ma va mantenuta integra per tutta la durata dell'investimento, come senz'altro conferma la lettura del terzo comma (che sancisce il divieto di modificare gli strumenti di debito chirografario di secondo livello già emessi, là dove ciò faccia venire meno le caratteristiche di cui al comma 1, prevedendo anche in questo caso la nullità di ogni pattuizione difforme).

Il legislatore, in altri termini, non ammette deviazioni pattizie dalle caratteristiche tipologiche degli strumenti in esame, in presenza delle quali, come dianzi osservato, non soltanto risulterebbero inapplicabili le regole previste per detti strumenti in tema di riparto dell'attivo, ma le relative clausole contrattuali sarebbero altresì fulminate da nullità.

Ora, sotto il primo profilo, la disposizione in esame è stata ritenuta sostanzialmente superflua, atteso che difficilmente potrebbe predicarsi l'applicabilità della disciplina dettata dall'art. 91 cit., là dove lo strumento emesso, a dispetto della denominazione utilizzata, difettasse degli elementi caratteristici del debito chirografario di secondo livello. L'impossibilità di ricondurre quest'ultimo entro i confini tipologici tracciati dal legislatore, invero, ne impedirebbe ugualmente il collocamento nella peculiare

¹⁴⁵ Ulteriori caratteristiche del debito chirografario di secondo livello potrebbero essere fissate, come già accennato, nell'esercizio della facoltà attribuita alla Banca d'Italia dal comma 4 dell'art. 12-*bis* TUB, sul quale v. *infra*.

posizione "intermedia" che, in sede di suddivisione dell'attivo, viene riconosciuta al debito chirografario non preferito, proprio in ragione delle sue peculiarità strutturali¹⁴⁶.

A ben vedere, però, a noi pare che alla norma possa essere comunque riconosciuta una funzione utile, quanto meno con riferimento alla particolare ipotesi in cui la documentazione contrattuale o il prospetto di offerta (o di quotazione) di uno strumento che pur possieda i requisiti prescritti per il debito chirografario di secondo livello, e che sia eventualmente definito come tale, non specifichi quale posizione lo stesso occupi nella gerarchia fallimentare, in violazione di quanto imposto dall'art. 12-bis, comma 1, lett. c). In questo caso, infatti, la legge introduce una peculiare sanzione, ancorata ad un criterio di carattere formale (carenza di indicazioni nella documentazione contrattuale), che sembra trovare precipua giustificazione nell'esigenza di proteggere l'investitore dal rischio di operazioni non del tutto trasparenti. L'inosservanza degli obblighi informativi, in altri termini, agisce, in modo del tutto originale, (non sul consueto piano del risarcimento del danno, ma) sul *ranking* del credito, determinandone una variazione in senso migliorativo (sul punto si tornerà *infra*).

In questo contesto, rilevanza indubbiamente maggiore è dunque destinata ad acquisire la previsione, complementare a quella sinora illustrata, di nullità delle (sole) clausole negoziali che derogano alle caratteristiche stabilite a livello normativo per il *senior non-preferred debt*¹⁴⁷.

La scelta del rimedio sanzionatorio della nullità parziale, invero, esprime in modo nitido la volontà legislativa di mantenere in vita l'impianto contrattuale (essendo espressamente esclusa la propagazione del vizio all'intero contratto, anche in deroga a quanto disposto dall'art. 1419, comma 1, c.c.), invalidando unicamente le parti di esso non conformi ai requisiti di legge. Eppure, tale soluzione si rivela lacunosa e contraddittoria, dando luogo, come si avrà modo di constatare, a difficoltà interpretative non agevolmente superabili, alimentate anche dalla scarsa intellegibilità degli scopi perseguiti dal legislatore.

Più in dettaglio, sembra di poter affermare che, una volta accertata la nullità delle clausole viziate, il titolo privo dei requisiti tipici mantenga sì la sua validità, per

146 M. SEPE, *Art. 12-bis*, loc. cit.

147 La formulazione della norma, che prevede specificamente la nullità delle clausole difformi dalle condizioni indicate nel comma 1 dell'art. 12-bis, aveva fatto sorgere dei dubbi in merito all'applicabilità di tale sanzione anche in caso di violazione dell'art. 1, comma 1105, L. n. 205/2017, ai cui sensi gli strumenti di cui all'art. 12-bis: *i)* non potevano avere valore nominale unitario inferiore ad 250.000 euro; *ii)* dovevano essere oggetto di collocamento riservato ai soli investitori qualificati (da identificare, in difetto di apposita definizione, sia con i clienti professionali privati che soddisfino i requisiti di cui all'Allegato 3 del Regolamento intermediari approvato con delibera Consob n. 20307/18, che con i clienti professionali pubblici ex art. 2 Decreto MEF n. 236/2011: V. CORRENTE, *Art. 12-bis*, cit., p. 80). L'abrogazione di tali disposizioni ad opera del d. lgs. n. 193/2021, con contestuale inserimento nel TUB dell'art. 12-ter e nel TUF dell'art. 25-quater, consente tuttavia di ritenere superato il problema, quanto meno con riferimento ai titoli sottoscritti da clienti al dettaglio ed emessi dopo l'entrata in vigore dell'art. 12-ter cit., essendo stato per tali casi introdotto un regime di nullità (relativa) del contratto di investimento, là dove lo strumento abbia un valore nominale unitario inferiore a 150.000 euro (v. *infra*, par. 4). Per le altre ipotesi (sottoscrizione di strumenti di debito chirografario di secondo livello aventi valore inferiore a quello stabilito dalla legge e/o acquistati da investitori non qualificati, emessi anteriormente all'entrata in vigore del nuovo art. 12-ter), pare comunque doversi escludere, in quanto inattuabile sul piano concreto, l'estensione del regime di nullità parziale previsto dall'art. 12-bis («se uno strumento è stato emesso per un importo inferiore a 250.000 euro o collocato presso investitori non qualificati come opererebbe la clausola di nullità parziale?», si domanda M. SEPE, *Art. 12-bis*, cit., p. 170), sicché all'investitore competerebbe, al più, l'azione di risarcimento danni, ferma restando, per altro verso, la responsabilità dell'emittente verso l'Autorità di vigilanza.

essere tuttavia considerato – coerentemente con quanto previsto dalla prima parte del comma 2 dell'art. 12-*bis* – come uno strumento di debito chirografario ordinario. Verrebbe in questo modo assicurata adeguata tutela agli interessi del sottoscrittore (che beneficerebbe di un migliore posizionamento delle proprie pretese nella gerarchia concorsuale, con evidenti riflessi anche in caso di ricorso agli strumenti di risoluzione), ancorché sacrificando gli obiettivi cui è preordinata la disciplina del debito chirografario di secondo livello (garantire, attraverso una particolare strutturazione del patrimonio dell'ente emittente, un ordinato ed efficiente svolgimento delle procedure di risoluzione: v. *supra*, par. 2). Pur riconoscendo, dunque, l'indubbia rilevanza della correlazione fra debito chirografario non preferito e disciplina TLAC/MREL, non pare possibile spingersi ad affermare che l'esclusione del rimedio demolitorio integrale sia funzionale a garantire la sopravvivenza del titolo "irregolare" come strumento di *senior non-preferred debt*, seppur depurato dalle clausole divergenti dalle citate disposizioni di legge¹⁴⁸.

Anche a voler convergere su tali conclusioni, è qui che si avverte in tutta la sua evidenza, però, la rilevata lacunosità delle previsioni normative in esame. L'individuazione della sanzione della nullità parziale, invero, non è accompagnata da alcuna specificazione delle ulteriori conseguenze che si produrrebbero sul regolamento negoziale, una volta privato dei contenuti non conformi all'art. 12-*bis* TUB. Il designato rimedio, pertanto, finisce col presentare non poche difficoltà sul piano applicativo, la cui consistenza varia, peraltro, in base alle singole clausole invalidate.

Sul punto occorre distinguere, in particolare, a seconda che la nullità colpisca: *a)* la clausola relativa alla durata originaria degli strumenti; *b)* la qualificazione dello strumento di debito come derivato o come strumento collegato ad un derivato, o avente caratteristiche proprie dei derivati; o ancora, se dipenda *c)* dalla mancata indicazione nella documentazione contrattuale (o nel prospetto di offerta o di ammissione a quotazione) del rango del credito, mediante richiamo all'art. 91.

Nell'ipotesi sub *a)*, invero, si potrebbe ipotizzare che, pur in assenza di specifiche indicazioni normative, la durata dello strumento di debito debba essere equiparata a quella (minima) prevista dalla legge (12 mesi), operando, nella specie, un meccanismo di integrazione legale del contratto, mediante sostituzione automatica delle clausole contrarie a norme imperative (artt. 1339 e 1419, comma 2, c.c.)¹⁴⁹. Trattasi, ad ogni modo, di soluzione che non risulta del tutto appagante, in quanto connotata da una palese contraddizione di fondo: al ripristino dei requisiti violati dall'emittente,

148 In questo senso potrebbe essere letta, invero, l'affermazione di M. SEPE, *Art. 12-bis*, loc. cit., secondo cui il meccanismo della nullità parziale serve a «rispristinare la coerenza» tra qualifica formale dello strumento (debito chirografario di secondo livello) e regime applicabile, considerata anche l'interrelazione dello stesso con le discipline TLAC/MREL.

149 La sostituzione di diritto della clausola nulla con una norma imperativa presuppone ovviamente l'identificazione – non sempre agevole – di quest'ultima, che nella specie andrebbe individuata nell'art. 12, comma 1, TUB, in quanto norma che definisce in modo vincolante il contenuto di un'operazione privata, ponendosi a tutela di interessi di carattere pubblico e generale (nella specie, quelli relativi all'efficiente gestione delle situazioni di crisi degli intermediari, con le connesse implicazioni sulla stabilità finanziaria e sul contenimento della spesa pubblica). Sui criteri di qualificazione di una norma come imperativa, v. G. D'AMICO, *Nullità non testuale (voce)*, in *Enc. dir.*, Annali IV, Milano, 2011, p. 798 ss.

infatti, non potrebbe fare seguito, a rigore, l'applicazione del regime disciplinare proprio del debito chirografario di secondo livello (come postulerebbe il principio di conservazione del contratto, cui risulta ispirato il regime codicistico della nullità parziale), posto che la mancanza (originaria) nello strumento di debito di determinate condizioni preclude, per espressa previsione, l'operatività dell'art. 91, comma 1, lett. c-bis), TUB¹⁵⁰.

Ancor più complessa, poi, l'ipotesi sub b). L'eventuale configurazione dello strumento di debito chirografario di secondo livello come derivato, o come strumento a quest'ultimo assimilabile (si pensi, ad es., ad un'emissione di obbligazioni strutturate, quali strumenti di debito incorporanti al loro interno un contratto derivato)¹⁵¹, implica, invero, l'adozione di specifici meccanismi di rendimento (variabili in funzione dell'andamento dell'attività sottostante al derivato o alla componente derivata dello strumento), che, nella specie, dovrebbero essere caducati. La mancata previsione di clausole sostitutive di quelle colpite da nullità, tuttavia, lascia aperto il problema della determinazione delle concrete modalità di remunerazione dell'investimento, tanto più che la soluzione *prima facie* ipotizzabile, ossia quella secondo cui l'investitore avrebbe diritto unicamente alla restituzione del capitale per il suo valore nominale, perdendo il diritto ad ogni forma di rendimento, potrebbe rivelarsi eccessivamente penalizzante per gli investitori medesimi, che si presume si siano determinati ad acquistare i SNPBs proprio in ragione della loro più elevata remuneratività rispetto ad altri prodotti. Anche in questo caso, dunque, si avverte l'esigenza di previsioni normative più dettagliate, che non lascino spazio a ricostruzioni incerte o arbitrarie.

Infine, quanto alla mancata indicazione nella documentazione contrattuale o di offerta del riferimento all'ordine di preferenza nella ripartizione dell'attivo¹⁵², va precisato che, mentre può dirsi coerente con tale *deficit* di informazioni la prevista inapplicabilità dell'art. 91, comma 1-bis, lett. c-bis), in quanto posta a garanzia del diritto dell'investitore ad essere informato in modo corretto ed esaustivo, assai meno lo è la previsione del rimedio della nullità parziale, se non altro perché non vi sarebbe,

150 In questi termini, S. BOATTO, *Art. 12-bis*, in S. BONFATTI, *Commentario al Testo Unico Bancario* coordinato da G. Falcone, Pisa, 2021, p. 66.

151 A tal fine, si rammenta che «i titoli di debito a interesse variabile calcolato sulla base di un tasso di riferimento ampiamente utilizzato e i titoli di debito non denominati nella valuta nazionale dell'emittente, purché il debito principale, il rimborso e gli interessi siano denominati nella medesima valuta, non sono considerati titoli di debito incorporanti una componente derivata solo per la presenza di tali caratteristiche» (art. 108 BRRD). Inoltre, con riguardo ai criteri di ammissibilità delle passività sottoponibili al *bail-in* ai fini del MREL, il considerando n. 8 della BRRD 2 prevede che «(...) determinati strumenti di debito con una componente derivata incorporata, come talune obbligazioni strutturate, dovrebbero essere ammissibili, a determinate condizioni, ai fini della conformità al MREL nella misura in cui hanno un valore nominale fisso o crescente rimborsabile alla scadenza che sia noto in anticipo, mentre solo un rendimento aggiuntivo è legato a tale componente derivata e dipende dalla performance di un'attività di riferimento. Viste tali condizioni, tali strumenti di debito dovrebbero avere un'elevata capacità di assorbimento delle perdite ed essere facilmente sottoponibili al *bail-in* nel quadro della risoluzione». Le condizioni in presenza delle quali le passività da strumenti di debito che incorporano una componente derivata, come le obbligazioni strutturate, possono essere computate nell'importo dei fondi propri e delle passività ammissibili sono poi specificate nell'art. 45-ter della direttiva BRRD, per come introdotto dalla BRRD 2.

152 Per come formulata, la norma implica che la documentazione contrattuale, di offerta o di ammissione a quotazione dello strumento non possa limitarsi ad un'espressa qualificazione dello stesso come strumento di debito chirografario di secondo livello (difettando la quale, peraltro, non sarebbe neanche possibile ricondurre quest'ultimo nell'ambito dell'art. 12-bis, né ricorrere al meccanismo recuperativo della nullità parziale: M. SEPE, *Art. 12-bis*, cit., p. 170), ma debba altresì specificare, attraverso un rinvio all'art. 91 TUB, il trattamento riservato al sottoscrittore in caso di liquidazione coatta amministrativa o di risoluzione dell'emittente.

nella specie, alcuna clausola da invalidare, bensì l'assenza di una clausola che la legge ritiene obbligatoria, al fine di rendere edotto il sottoscrittore circa l'effettivo grado di rischiosità dell'investimento¹⁵³.

Alla luce delle considerazioni sin qui svolte, pare dunque evidente che, nella materia *de qua*, occorra una disciplina ben più puntuale, che consenta di dirimere i dubbi interpretativi che le scarse disposizioni dell'art. 12-*bis* inevitabilmente sollevano. Andrebbero escogitate, in sostanza, soluzioni in grado di conciliare la tutela degli investitori (rispetto al rischio di investimenti non adeguati) con l'interesse a non frustrare le esigenze sottese al regime MREL/TLAC, che postula una sufficiente disponibilità di passività munite di specifiche caratteristiche.

Anche in questo caso, peraltro, si potrebbero immaginare soluzioni differenziate a seconda delle prescrizioni concretamente violate dall'emittente.

In particolare, con riguardo all'ipotesi di mancate indicazioni in merito al *ranking* dello strumento emesso, considerato che il precetto violato è posto a presidio dell'interesse dei sottoscrittori a non assumere rischi in modo inconsapevole, la tutela dell'investitore non correttamente informato dovrebbe acquisire prevalenza rispetto ad ogni altra esigenza. Sembra ragionevole concludere, pertanto, che in tali circostanze lo strumento resti valido, assumendo però, a parità di condizioni di durata e di rendimento, il rango chirografario ordinario, a vantaggio dell'acquirente.

Viceversa, muovendo dal presupposto che le caratteristiche di durata e strutturali (: diversità dai derivati) del *senior non-preferred debt* appaiono più immediatamente funzionali al soddisfacimento dei criteri previsti dalle norme prudenziali e sulla *resolution* (*i.e.*, alla computabilità di determinate passività ai fini TLAC/MREL)¹⁵⁴, e dunque agli interessi di carattere generale ad esse connessi, a noi pare che, in caso di difformità dalle previsioni di cui alle lett. *a*) e *b*) dell'art. 12-*bis*, sarebbe preferibile che lo strumento di debito chirografario di secondo livello restasse in vita come tale, sia pure sostituendo le clausole contrattuali non conformi a legge (e quindi nulle) con disposizioni normative che consentano di ripristinare la corrispondenza dello strumento medesimo con il tipo astratto delineato dal legislatore (risultato che potrebbe ottenersi, in particolare, imponendo una durata minima di 12 mesi e prevedendo meccanismi di rendimento di fonte legale, disancorati dall'alea tipica dei derivati). In tali ipotesi, invece, il rimedio della nullità parziale potrebbe rivelarsi strumento utile a soddisfare le esigenze poste a base del regime MREL/TLAC, purché accompagnato da una chiara definizione dei suoi effetti sul regolamento negoziale, secondo il modello già offerto nell'ordinamento finanziario dall'art. 117, comma 7, TUB (norma che individua espressamente i criteri di integrazione del contratto bancario, se privo di elementi obbligatori o se contenente clausole viziate da nullità). La tutela degli interessi dell'investitore (che

153 V. ancora M. SEPE, *Art. 12-bis*, loc. cit., secondo il quale, in tali casi, all'investitore spetterebbe solo una tutela di tipo risarcitorio. Tutela che avrebbe senso, tuttavia, solo ove si ritenesse che il titolo, nelle ipotesi in esame, sopravviva ugualmente come *senior non-preferred* (in danno dell'investitore che lo abbia inconsapevolmente sottoscritto), non essendo agevole identificare un pregiudizio risarcibile, là dove si sposasse la soluzione secondo la quale lo strumento di debito chirografario di secondo livello assurgerebbe, in simili situazioni, a strumento di debito chirografario ordinario (scalando così la gerarchia interna dei crediti chirografari, a vantaggio dell'investitore).

154 Cfr. artt. 72-*bis* e ss. CRR e 45-*ter* e ss. BRRD.

abbia sottoscritto lo strumento ritenendolo non riconducibile al tipo disciplinato dall'art. 12-*bis*, proprio perché privo dei requisiti ivi prescritti) resterebbe dunque affidata, in tali casi, unicamente al rimedio risarcitorio, assumendo carattere recessivo rispetto alle esigenze di tipo marcatamente prudenziale.

3.2 La disciplina secondaria. Il ruolo della Banca d'Italia

Si noti infine che, ai sensi del comma 4 dell'art. 12-*bis*, la Banca d'Italia può ulteriormente disciplinare, mediante apposite disposizioni, l'emissione e le caratteristiche degli strumenti di debito chirografario di secondo livello.

La norma può essere intesa nel senso che l'Autorità di vigilanza potrebbe specificare per via regolamentare le caratteristiche degli strumenti in esame (nel rispetto di quanto previsto dalle norme di rango primario), sino al punto da esercitare il potere di "tipizzazione" (*rectius*, di "connotazione") riconosciute dall'art. 117, comma 8, TUB (disposizione ai sensi della quale la Banca d'Italia può prescrivere che determinati contratti, individuati attraverso una particolare denominazione o sulla base di specifici criteri qualificativi, abbiano un contenuto tipico determinato¹⁵⁵). Il punto è che, in base a quanto stabilito dalla predetta disposizione, i contratti difformi dalle prescrizioni dell'Autorità di vigilanza sono affetti da nullità, sicché, ove la Banca d'Italia decidesse di esercitare la facoltà di connotazione degli strumenti di debito chirografario di secondo livello (come già accaduto, del resto, con riferimento alle comuni obbligazioni bancarie), al regime sanzionatorio previsto dall'art. 12-*bis*, come fin qui illustrato, si sommerebbe quello, più severo (nullità totale, benché rilevabile solo dal cliente), stabilito dall'art. 117¹⁵⁶. Un conflitto fra norme che, tuttavia, sembra possibile risolvere – seppur con soluzione non del tutto lineare – accordando la preferenza al regime "speciale" di nullità parziale previsto dall'art. 12-*bis*, quanto meno là dove risultassero violate le sole caratteristiche degli strumenti di debito chirografario di secondo livello ivi specificate¹⁵⁷.

Resta ferma, inoltre, l'applicazione della sanzione (nullità di protezione) prevista dall'art. 25-*quater* TUF, con riferimento all'ipotesi di vendita a investitori al dettaglio di strumenti *senior non-preferred* di valore nominale inferiore a quello prescritto dall'art. 12-*ter* (*amplius*, par. 4), nulla essendo stabilito, per converso, con riguardo ad

155 Tale disposizione, secondo l'opinione prevalente in dottrina, è volta ad impedire che contratti espressamente individuati con uno specifico *nomen iuris* presentino contenuti diversi da quelli determinati dalla prassi e dall'autorità amministrativa (R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2001, p. 630). È controverso, tuttavia, se accanto a tale potere di "connotazione" del contratto esista anche un potere di "tipizzazione" in capo all'Autorità di vigilanza, inteso come potere di creare nuove figure contrattuali, caratterizzate da una specifica denominazione e da un particolare contenuto (per una lettura estensiva v. E. CAPOBIANCO, *Profili generali della contrattazione bancaria*, in E. CAPOBIANCO (a cura di), *I contratti bancari*, cit., p. 17 ss.).

156 Con la differenza che il primo (nullità parziale) si applicherebbe solo in difetto degli specifici requisiti indicati dall'art. 12-*bis*, comma 1, mentre il secondo (nullità totale) opererebbe nel caso, di portata più generale, di difformità dello strumento di debito chirografario di secondo livello dalle disposizioni della Banca d'Italia.

157 M. SEPE, *Art. 12-bis*, cit., p. 171. Il limite di tale soluzione è tuttavia costituito dal fatto che la stessa rischia di condurre a risultati incongrui. Si noti, infatti, che la mancanza delle principali caratteristiche strutturali degli strumenti di debito chirografario di secondo livello, per come individuate dall'art. 12-*bis*, darebbe luogo alla nullità (parziale) delle sole clausole difformi, mentre la mancanza delle ulteriori caratteristiche eventualmente specificate dalla Banca d'Italia, ancorché secondarie, provocherebbe la nullità totale del contratto.

analoghe situazioni concernenti altre categorie di investitori (soggetti ai quali si ritiene possa competere, pertanto, unicamente una tutela di tipo risarcitorio).

3.3 L'immodificabilità degli strumenti di debito chirografario di secondo livello

Su un piano complementare a quello testé descritto opera poi, come già accennato, la previsione del comma 3 dell'art. 12-*bis* TUB, là dove si stabilisce che gli strumenti di debito chirografario di secondo livello non possono essere modificati successivamente all'emissione, in maniera tale da fare venire meno le caratteristiche indicate nel comma 1. Anche in questo caso, peraltro, la norma decreta la nullità di ogni eventuale pattuizione difforme, destinata a restare priva di effetto.

La *ratio* della disposizione sembra doversi ricercare non soltanto nella tutela del sottoscrittore degli strumenti (al quale deve essere garantita la corrispondenza in ogni tempo fra il titolo acquistato e le rispettive caratteristiche "tipiche", per come disciplinate dalla normativa primaria e secondaria), ma anche nella protezione degli ulteriori interessi che potrebbero essere pregiudicati dall'eventuale conclusione di accordi modificativi, in grado di frustrare le finalità per le quali gli strumenti di debito chirografario di secondo livello sono stati originariamente emessi.

Il discorso assume concretezza ove si pensi, in particolare, ad eventuali patti di de-subordinazione, conclusi tra le parti originarie (di norma, in vista della cessione a terzi di strumenti già emessi) al fine di modificare o eliminare le condizioni di postergazione: sanzionando con la nullità tali accordi, infatti, il legislatore non soltanto tutela i creditori chirografari antergrati ai titolari degli strumenti di *senior non-preferred debt*, vanificando ogni possibilità di alterare su base consensuale il rango deteriore attribuito a quest'ultimo dalla legge, ma garantisce, allo stesso tempo, il rispetto dei requisiti previsti dalla normativa TLAC/MREL, assicurando che gli strumenti in esame mantengano inalterate le caratteristiche di eleggibilità previste dalle regole di settore.

A quest'ultimo proposito, peraltro, si pone il problema di stabilire se il vincolo di immodificabilità del titolo debba persistere anche là dove gli enti emittenti, per effetto di eventi che incidano sulla loro qualifica soggettiva, non siano più sottoposti alla disciplina UE sul risanamento e la risoluzione (ciò che potrebbe verificarsi, in particolare, in caso di cessione a terzi delle loro attività creditizie o di investimento). La risposta è suggerita dal considerare n. 15 della Direttiva UE/2017/2339, ove si chiarisce che compete agli Stati membri stabilire se debba continuare a trovare applicazione, in simili circostanze, la disciplina degli strumenti di debito chirografario di secondo livello. Opzione che pare preferibile sciogliere in senso affermativo, giacché, pur venendo meno le originarie esigenze poste a giustificazione dell'emissione di *bail-inable liabilities* nella forma di *senior non-preferred debt* (*supra*, par. 2), permarrebbe comunque l'esigenza di tutelare le ragioni dei creditori ordinari (e l'affidamento da essi riposto nell'esistenza di crediti di rango inferiore), i quali, per effetto di un'eventuale de-subordinazione del debito chirografario di secondo livello, vedrebbero concretizzarsi, in caso di

insolvenza dell'emittente, un peggioramento della propria posizione (dovendo concorrere, sul patrimonio di quest'ultimo, in condizioni di parità con i titolari del debito "de-subordinato").

4 Il nuovo regime di tutela dell'investitore *retail* (art. 25-*quater* TUF)

Terza e ultima forma di tutela assicurata ai sottoscrittori degli strumenti in esame è offerta dall'art. 25-*quater* TUF, per come introdotto con d. lgs. n. 193/2021, in vigore dall'1 dicembre 2021.

Abrogata la disposizione secondo la quale gli strumenti di debito chirografario di secondo livello potevano essere oggetto di collocamento, in qualsiasi forma realizzato, solo nei confronti di investitori qualificati, il legislatore prevede ora la possibilità che detti titoli siano sottoscritti anche da clienti al dettaglio, seppure con specifiche limitazioni e cautele.

In particolare, il nuovo art. 25-*quater* TUF sancisce la nullità dei contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento sottoscritti da clienti *retail*, ove tali contratti abbiano ad oggetto «strumenti di cui all'articolo 12-*ter* del Testo Unico bancario emessi dai soggetti indicati all'articolo 2 del decreto legislativo 16 novembre 2015, n. 180, dalle Sim indicate all'articolo 55-*bis*, comma 1, o da banche o imprese di investimento dell'Unione Europea o da società del gruppo di cui queste fanno parte, quando gli strumenti hanno un valore nominale unitario inferiore a quello stabilito dal medesimo articolo 12-*ter* del Testo Unico bancario e sono stati emessi dopo la data di entrata in vigore di quest'ultimo».

Analogo regime è previsto per il caso in cui l'emittente sia un soggetto avente sede legale in un Paese terzo che, se avesse sede legale in Italia, sarebbe tuttavia qualificabile come soggetto indicato all'art. 2 del d. lgs. n. 180/15, o come Sim indicata all'articolo 55-*bis*, comma 1, TUF¹⁵⁸.

Si stabilisce infine che, nelle circostanze sopra rappresentate, la nullità possa essere fatta valere solo dal cliente, secondo lo schema tipico delle nullità relative di protezione, ovvero d'ufficio dal giudice, ferma restando in ogni caso l'applicazione, nell'ambito di un eventuale giudizio risarcitorio, dell'art. 23, comma 6, TUF (secondo il quale, com'è noto, spetta al soggetto abilitato l'onere della prova di avere agito con la specifica diligenza richiesta).

Prima di entrare nel vivo della disposizione in commento, pare opportuno ricostruirne, in via preliminare, l'origine e la *ratio*.

La norma si ricollega all'esigenza, sancita dall'art. 44-*bis* della Dir. 2019/879, di fissare a livello nazionale – nell'ambito di alcune scelte opzionali predefinite, da

¹⁵⁸ Attraverso tali previsioni, dunque, si mira a precludere l'accesso degli investitori *retail* agli strumenti di debito emessi da banche e imprese di investimento UE e di Paesi terzi, là dove tali strumenti non rispettino il taglio minimo previsto dall'ordinamento nazionale.

esercitare, in sede di recepimento della direttiva, in funzione delle specificità dei singoli mercati domestici - i presidi necessari a contenere l'accesso agli strumenti finanziari, diversi dai fondi propri, computabili nella componente subordinata MREL da parte di investitori non professionali (soggetti ritenuti non in grado, in linea di principio, di valutarne compiutamente i rischi)¹⁵⁹¹⁶⁰.

In quest'ottica, il legislatore italiano, scartata la possibile opzione del limite di concentrazione del portafoglio¹⁶¹, ha confermato la propria preferenza verso la previsione - già introdotta nell'ordinamento nazionale dall'art. 1, comma 1105, della L. n. 205/2017, limitatamente ai soli strumenti rappresentativi di *senior non-preferred debt* - di un taglio minimo unitario, differenziato in ragione della diversa posizione occupata nella gerarchia fallimentare dagli strumenti considerati (e dunque, della minore o maggiore esposizione al rischio di *bail-in*), stabilendone l'importo in 200.000 euro per le obbligazioni subordinate ed in 150.000 euro per gli strumenti di debito chirografario di secondo livello (in luogo dei precedenti 250.000 euro)¹⁶². Una soluzione che, per

159 In generale, sul tema, M.R. GÖTZ, T. H. TRÖGER, *Should the marketing of subordinated debt be restricted/different in one way or the other? What to do in the case of mis-selling?*, 17 marzo 2016, disponibile su www.europarl.europa.eu.

160 Ulteriore finalità della norma - meno rilevante, ai fini che qui interessano - è quella di rafforzare la risolvibilità degli enti emittenti, che potrebbe risultare pregiudicata da un'eventuale decisione dell'Autorità di risoluzione di escludere gli investitori *retail* dal *bail-in*, allo scopo di preservare la pubblica fiducia nel sistema finanziario e la stabilità sistemica (ciò che, tuttavia, ridurrebbe evidentemente la *loss absorbing and recapitalization capacity* dell'intermediario, concretizzando altresì il rischio di violazione del principio *no creditor worse off*). Proprio in quest'ottica, del resto, le ESAs avevano già evidenziato il rischio che l'ampia diffusione di titoli di debito *bailinable* presso la clientela *retail* potesse pregiudicare il corretto ed efficace svolgimento delle procedure di risoluzione degli intermediari emittenti (EBA-ESMA, *Joint statement on the treatment of retail holdings of debt financial instruments subject to the Bank Recovery and Resolution Directive*, 30 maggio 2018).

161 Tale opzione (consistente, in sintesi, nell'applicazione congiunta di un giudizio di adeguatezza "bloccante" e di una soglia massima di concentrazione degli investimenti in passività ammissibili subordinate, fissata in misura pari al 10% del portafoglio della clientela con patrimonio fino a 500.000 euro), seppur connotata da indubbi vantaggi (maggiore protezione e uniformità di tutela per i clienti al dettaglio, agevolazione delle attività di controllo delle Autorità di vigilanza, riduzione della quota di titoli distribuibili alla clientela *retail* e conseguente aumento del grado di risolvibilità dell'emittente), avrebbe infatti comportato una serie di rilevanti controindicazioni, come ad es. l'incremento dei costi di *compliance* a carico degli intermediari (con particolare riferimento all'adeguamento della documentazione adottata e al potenziamento degli assetti procedurali e informatici), o il minor grado di automatismo dei meccanismi di tutela degli investitori *retail*, in quanto operanti sul piano della distribuzione dei titoli e non anche all'atto dell'emissione, con possibile indebolimento della risolvibilità dell'emittente nelle ipotesi di *mis-selling* (per maggiori dettagli, MEF, *Consultazione pubblica concernente il recepimento dell'art. 44-bis BRRD, relativo alla commercializzazione a clienti al dettaglio di strumenti soggetti a bail-in, in riferimento agli ambiti discrezionali rimessi al legislatore nazionale*, aprile 2021).

162 Si rammenta che, secondo l'art. 44-bis, comma 1, BRRD 2, gli Stati membri possono decidere di applicare le condizioni ivi dettate con precipuo riferimento agli strumenti indicati dall'art. 72-ter CRR (di fatto, i titoli subordinati esclusi dal computo degli strumenti che costituiscono il patrimonio di vigilanza, compresi i *senior non-preferred bonds*) anche «ai venditori di altri strumenti che si configurano come fondi propri o passività sottoponibili al *bail-in*» (ove per venditori si intendono, secondo la comunicazione interpretativa della Commissione europea 2020/C 312/01, in G.U. del 29 settembre 2020, le imprese di investimento, gli enti creditizi, gli OICVM e i gestori di FIA che prestano servizi di investimento o svolgono attività di investimento che comportano il trasferimento a clienti al dettaglio di una passività ammissibile subordinata, c.d. SEL). Il legislatore italiano si è avvalso di tale facoltà, estendendo le tutele previste dalla BRRD 2 in favore della clientela *retail* anche alle obbligazioni subordinate computabili tra i fondi propri dell'ente (CET 1, *Additional Tier 1* e *Tier 2*), non rientranti come tali nel più circoscritto perimetro rappresentato dagli strumenti ex art. 72-ter CRR. Non si è ritenuto, viceversa, di ampliare il raggio di operatività delle tutele a tutti gli strumenti finanziari assoggettabili a *bail-in*, comprese le obbligazioni *senior preferred* (con esclusione dei titoli di capitale, i cui profili di rischio si presumono di norma compresi anche dai clienti al dettaglio), sebbene l'incidenza di questi ultimi nel portafoglio degli investitori italiani risulti, anche in ragione di politiche di distribuzione connotate da ampio ricorso al *self-placement*, molto più rilevante rispetto a quella dei titoli subordinati, computabili o meno nel patrimonio di vigilanza (1% circa). Da ciò il timore che si concretizzi un significativo vuoto di tutela nei confronti

conseguire l'obiettivo di ridurre la presenza di investitori al dettaglio fra i finanziatori degli enti soggetti a risoluzione, sacrifica la flessibilità (precludendo l'acquisto dei predetti strumenti a quei clienti *retail* che, seppur in grado, per le specifiche competenze possedute, di comprendere i relativi rischi, dispongano di risorse finanziarie contenute¹⁶³)¹⁶⁴, in nome di una maggiore facilità di implementazione delle regole da parte degli intermediari e della semplificazione dei controlli da parte delle Autorità preposte¹⁶⁵. In tal modo, peraltro, si vuole consentire l'allineamento dell'Italia alle scelte operate in altri ordinamenti europei (in particolare, quello francese e quello tedesco¹⁶⁶), evitando, per un verso, che gli intermediari nazionali possano soffrire di uno svantaggio competitivo rispetto agli omologhi di altri Stati membri e favorendo, per l'altro, la raccolta di fondi su base transfrontaliera.

Stabilendo criteri di tipo oggettivo (basati, appunto, sulla previsione di tagli minimi unitari) difficilmente eludibili, la norma introduce dunque una sorta di barriera *ex ante* all'investimento, che consente anche di gestire, in chiave preventiva, i problemi di *mis-selling* che con troppa frequenza hanno interessato i mercati italiani.

La questione è assai nota e si lega alle difficoltà incontrate dagli enti creditizi nazionali – soggetti, per effetto delle disposizioni di matrice europea, a regole che hanno progressivamente irrigidito la materia dei requisiti patrimoniali, imponendone il rafforzamento – nell'approvvigionamento di risorse finanziarie; difficoltà non di rado risolte attraverso discutibili prassi di collocamento di titoli di propria emissione (o emessi da società del medesimo gruppo) anche nei confronti di clientela *retail*, non sempre capace di coglierne le effettive caratteristiche di rischio. Sicché, solo in un'ottica asfittica i problemi correlati al c.d. *self-placement* potrebbero ritenersi confinati nell'ambito delle questioni che tipicamente riguardano la corretta erogazione dei servizi di investimento (e, segnatamente, delle disposizioni in materia di conflitti di interesse), coinvolgendo semmai, come giustamente rilevato in dottrina, dinamiche ben più

dei soggetti più bisognosi di protezione, spesso inconsapevoli del rischio effettivamente assunto con la sottoscrizione di titoli sottoponibili a *bail-in*.

163 Il taglio minimo degli investimenti in obbligazioni subordinate è stato determinato tenendo conto dell'esperienza empirica, atteso che la quasi totalità (97%) degli investimenti delle famiglie in titoli subordinati è rappresentata da tagli fino a 100.000 euro (con il 42% costituito, peraltro, da investimenti nel taglio più elevato, considerato quindi raggiungibile da tale clientela con relativa facilità). Si è ritenuto, pertanto, che solo la fissazione di un limite significativamente superiore potesse consentire di limitare la diffusione di tali strumenti presso gli investitori *retail*.

164 Critici, verso la scelta "paternalistica" (e contraria ad un principio di autoresponsabilità) di imporre un taglio minimo alle obbligazioni subordinate e chirografarie di secondo livello (limite peraltro non previsto con riferimento ai titoli azionari, seppur caratterizzati da un rischio di perdita più elevato), M. LAMANDINI, F. PELLEGRINI, *Il completamento dell'Unione Bancaria e le prospettive di ulteriori riforme*, in M.P. CHITI, V. SANTORO (a cura di), *Il diritto bancario europeo. Problemi e prospettive*, Pisa, 2022, p. 302. Inevitabile domandarsi, pertanto, se non sarebbe stato più utile introdurre, in chiave di contenimento dei rischi per la clientela al dettaglio, un limite di concentrazione delle passività "bailinabili" nei portafogli degli investitori *retail*, promuovendo scelte di investimento più consapevoli e ampliando le possibilità di finanziamento degli enti emittenti.

165 CONSOB, *Consultazione pubblica concernente il recepimento dell'art. 44-bis BRRD, relativo alla commercializzazione a clienti al dettaglio di strumenti soggetti a bail-in, in riferimento agli ambiti discrezionali rimessi al legislatore nazionale*.

166 L'opzione del taglio minimo è stata adottata, in Francia, con l'*Ordonnance* n. 2020/1636 del 21/12/2020, in Germania con il *Risk Reduction Act (Risikoreduzierungs-gesetz)* del 2020. In entrambi i casi, tuttavia, l'importo minimo delle emissioni di titoli di debito è stato fissato in 50.000 euro, soglia decisamente meno elevata di quella prevista dall'ordinamento italiano.

articolate e complesse, relative al buon funzionamento (o, se si vuole, alle criticità) dell'intero sistema bancario italiano¹⁶⁷.

Per quanto il tema si presti ad una lettura assai complessa, va osservato che potrebbe apparire comunque opinabile e poco coerente, rispetto all'obiettivo di limitare i rischi per la clientela più fragile, la scelta legislativa di abrogare il divieto di collocamento dei titoli di debito chirografario di secondo livello a investitori non qualificati, introdotto con la citata L. n. 205/2017, in favore di un regime più permissivo, che ne consente la vendita anche ai clienti *retail* (ove dotati di adeguate disponibilità finanziarie)¹⁶⁸. Si produce infatti, in tal modo, un'attenuazione del livello di tutela riconosciuto all'investitore al dettaglio, che viene di fatto affidata all'iniziativa *ex post* del medesimo (o, al più, al potere officioso del giudice¹⁶⁹), nei limiti in cui intenda fare valere la declaratoria di nullità del contratto di investimento, per violazione delle disposizioni sul valore minimo unitario stabilito dall'art. 12-*ter*TUB.

Al netto di questa impostazione di fondo, già di per sé fonte di perplessità, le nuove disposizioni sollecitano comunque ulteriori riflessioni critiche.

In primo luogo, sul piano oggettivo va evidenziato che la sanzione della nullità colpisce, nella specie, «i contratti sottoscritti da clienti al dettaglio relativi alla prestazione di servizi di investimento», se aventi ad oggetto titoli *senior non-preferred* che non rispettino il valore unitario minimo fissato *ex lege*.

Si badi dunque che, per come strutturata, la norma non si limita a sancire la nullità della singola operazione di investimento il cui oggetto sia rappresentato da titoli difformi, quanto a valore nominale, dalle prescrizioni di legge, bensì – tenuto conto della conformazione notoriamente bifasica dei rapporti negoziali tra le parti dei contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento¹⁷⁰ – la nullità del più ampio

167 A. SCIARRONE ALIBRANDI, U. MALVAGNA, *Self-placement di titoli bancari tra vincoli patrimoniali e tutela dell'investitore*, in *Banca e borsa*, 2019, n. 2, p. 153 ss., ove si mette opportunamente in luce la tensione tra gli obiettivi propri delle disposizioni in materia di requisiti patrimoniali delle banche (CRD/CRR e BRRD) e quelli di protezione dell'investitore *retail*. Sulle distorsioni generate dalle politiche di *self-placement* delle banche presso la propria clientela *retail* (riguardate dalla triplice prospettiva degli investitori, della banca e delle Autorità di risoluzione) v. anche I. DONATI, L. STANGHELLINI, *Il principio di proporzionalità nell'ambito del SRM: la prospettiva italiana*, in M.P. CHITI, V. SANTORO (a cura di), *Il diritto bancario europeo*, cit., pp. 120-1, ove peraltro si sottolinea come i limiti introdotti nell'ordinamento italiano al fine di arginare la diffusione di titoli subordinati presso la clientela al dettaglio (art. 12-*ter* TUB), rischiano di danneggiare quelle banche che, per dimensioni o modelli di *business*, fanno affidamento, per le loro esigenze di *funding*, proprio sulla capacità di risparmio della clientela *retail*.

168 Va detto, per completezza, che il divieto di collocamento dei SNPBs presso la clientela al dettaglio, stabilito nel precedente regime, non valeva comunque ad impedire in assoluto l'accesso a tali strumenti da parte di questi ultimi. Per un verso, infatti, va considerato che tra gli investitori qualificati si annoverano anche gli organismi di investimento collettivo del risparmio (enti attraverso i quali può essere veicolato, in diverse forme, l'investimento del cliente *retail* in titoli subordinati); per altro verso, non risultava preclusa a livello normativo l'eventualità di una successiva rivendita dei SNPBs, originariamente collocati soltanto presso investitori qualificati, a categorie diverse di acquirenti.

169 Il tema della rilevanza d'ufficio delle nullità di protezione è stato ampiamente indagato nella letteratura giuridica, in ragione dell'apparente contraddittorietà con il carattere relativo delle medesime (azionabili, invero, solo dalla parte debole del rapporto, nei limiti in cui ritenga conveniente avvalersi di tale rimedio). La dottrina sembra ora convergere sull'idea che la nullità di protezione possa bensì essere rilevata *ex officio* dal giudice, là dove questi ritenga che ciò soddisfi l'interesse del contraente debole, salva tuttavia la possibilità per quest'ultimo di chiedere, in sede di contenzioso, che la clausola o il contratto non vengano invalidati (M. GIROLAMI, *Nullità di protezione (voce)*, in *Enc. dir., Contratto*, Milano, 2021, p. 717 ss.).

170 Rapporti solitamente articolati, com'è appena il caso di precisare, nella stipula di un contratto quadro avente efficacia normativa, nel cui ambito si inseriscono, quali atti negoziali esecutivi del medesimo, i singoli ordini di investimento:

regolamento negoziale di interessi all'interno del quale tale operazione si colloca. La nullità pare destinata a colpire, in altri termini, l'intero contratto quadro per la prestazione di servizi di investimento, allorquando l'oggetto di singole operazioni attuative del medesimo sia rappresentato da titoli di debito chirografario di secondo livello aventi valore unitario inferiore a 150.000 euro (sempre che emessi, inoltre, dopo l'entrata in vigore dell'art. 12-ter)¹⁷¹.

Ora, per quanto la latitudine della sanzione in esame non desti, di per sé, particolare sorpresa (essendo noto che le nullità di protezione, ferma restando la comune esigenza di assicurare la tutela della parte debole del rapporto attraverso un meccanismo di riequilibrio di una relazione negoziale sperequata, possono assumere diversa "intensità" a seconda dei casi¹⁷²), v'è da chiedersi se una simile soluzione normativa realizzi effettivamente l'interesse della parte – il cliente al dettaglio – a vantaggio della quale la stessa è stata predisposta e quali effetti possano conseguire, sul piano concreto, all'esercizio di un rimedio così configurato.

Sotto il primo aspetto, pare a chi scrive che la soluzione adottata appaia sostanzialmente esorbitante rispetto agli obiettivi che la stessa aspira a realizzare. Posto, infatti, che l'interesse da soddisfare, sul piano della tutela individuale del singolo investitore, è quello di evitare che quest'ultimo entri in possesso di titoli dei quali non è teoricamente in grado di apprezzare le effettive componenti di rischio (implicitamente segnalate dall'elevato importo minimo obbligatorio del singolo investimento, concepito come primo filtro di protezione dei soggetti meno esperti), v'è ragione di ritenere che sarebbe stato sufficiente, a tal fine, prevedere la nullità delle sole operazioni di acquisto di valore difforme dalle disposizioni di legge, senza necessità alcuna di estendere la nullità all'intero contratto quadro¹⁷³. Conclusione che non muta, del resto, neanche

Cass., SS.UU., n. 26724/2007; Cass., n. 18122/2020; Cass., n. 15099/21. In dottrina, per la qualificazione del contratto quadro come contratto normativo, v. A. LUMINOSO, *Contratto di investimento, mala gestio dell'intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, n. 6, p. 1426 ss.; V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore tra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond e tango bond)*, in *Danno resp.*, 2005, n. 6, p. 627 ss.

171 Una conferma di tale interpretazione può trarsi altresì da un elemento letterale, rappresentato dall'esplicito riferimento ai contratti sottoscritti da clienti al dettaglio, essendo noto che la forma scritta è requisito di validità del contratto quadro per la prestazione dei servizi di investimento (art. 23 TUF), ma non anche dei singoli ordini di investimento (o disinvestimento) effettuati in esecuzione del medesimo, rispetto ai quali vige il principio della libertà di forma (Cass., n. 18122/20; Cass., n. 14671/19; Cass., n. 19759/17).

172 Ed invero, la previsione della nullità protettiva talora riguarda singole clausole del contratto (v. ad es. art. 117, comma 6, TUB), la cui validità complessiva viene tuttavia salvaguardata (sicché il rimedio assume il carattere della necessaria parzialità, in deroga all'art. 1419 c.c.), talaltra si estende, invece, all'intero regolamento contrattuale (art. 117, comma 3, TUB; art. 23 TUF).

173 In base al tenore letterale della norma, peraltro, la nullità colpisce indistintamente ogni tipo di contratto di investimento avente ad oggetto titoli di debito *senior non-preferred* privi del valore minimo unitario fissato *ex lege*, compresi, pertanto, i contratti di gestione individuale di portafogli di investimento. Questi ultimi, originariamente esclusi dalla prima stesura della norma (riferita alle sole attività di collocamento e successiva rivendita degli strumenti ex art. 12-ter TUB), sono stati poi ricompresi nel relativo campo di applicazione, anche in considerazione della comunicazione interpretativa con la quale la Commissione europea ha specificato che l'art. 44-bis BRRD 2 si applica ad imprese di investimento, enti creditizi, società di gestione di OICVM e gestori di FIA che prestano servizi di investimento o effettuano attività di investimento che comportano il trasferimento a clienti al dettaglio di una SEL, in quanto qualificabili come "venditori". Stando al tenore letterale dell'art. 25-quater TUB, peraltro, la nullità potrebbe riguardare, in ipotesi, anche i contratti di consulenza finanziaria, ove le raccomandazioni di investimento personalizzate nelle quali si traduce l'erogazione di tale servizio abbiano avuto ad oggetto strumenti finanziari come quelli sopra indicati; e ciò a dispetto del fatto che la consulenza non possa essere assimilata alla *vendita* di passività ammissibili subordinate, contemplata dall'art. 44-bis cit.

volendo spostare l'attenzione sul diverso piano dell'interesse generale a prevenire gli effetti destabilizzanti che conseguirebbero all'applicazione del *bail-in*, in caso di massiccia diffusione di passività ammissibili presso il pubblico degli investitori al dettaglio: anche in questo caso, per vero, si fatica a cogliere, quanto meno sul piano della proporzionalità, il nesso tra l'interesse tutelato e la latitudine del rimedio specificamente approntato per via normativa.

La più drastica scelta operata dal legislatore nazionale, dunque, sembra doversi interpretare in chiave di introduzione di un elemento di massima deterrenza nei confronti dei prestatori di servizi di investimento, che verrebbero dissuasi dal collocare o distribuire alla clientela *retail* prodotti non conformi, sotto il profilo del valore nominale minimo, alle prescrizioni normative, in considerazione dell'eventualità che l'intero contratto quadro sia posto nel nulla¹⁷⁴.

Concentrando l'attenzione sul piano degli effetti, potrebbe invece osservarsi, in senso critico, come la scelta attuata dal legislatore possa rivelarsi alquanto controproducente per l'investitore, giacché parrebbe confinarlo nell'angusta alternativa di chiedere la declaratoria di nullità del contratto quadro (così travolgendo, in ipotesi, tutte le operazioni poste in essere in esecuzione dello stesso e che dallo stesso traggono legittimazione, comprese quelle produttive di un rendimento economico), ovvero preservare l'integrità del regolamento di interessi (onde non subire gli effetti pregiudizievole della caducazione anche degli ordini vantaggiosi), mantenendo in vita l'operazione avente ad oggetto strumenti "atipici" di *senior non-preferred debt*, seppur reputata non conveniente.

Stante l'evidente limitatezza delle opzioni sopra rappresentate, pare allora utile verificare se l'investitore, a fronte della nullità del contratto per la prestazione di servizi di investimento, non possa ritenersi legittimato a fare valere unicamente l'invalidità delle operazioni aventi ad oggetto gli strumenti di debito chirografario di secondo livello di valore non conforme a legge, agendo per la restituzione del relativo importo nominale.

Così impostata, peraltro, la questione evoca istintivamente il vivace dibattito che ha accompagnato la recente giurisprudenza di legittimità in materia di c.d. nullità selettive: com'è noto, infatti, la S.C. ha stabilito che, in caso di difetto di forma del contratto quadro, l'investitore, a cui esclusivo vantaggio opera la nullità *ex art. 23 TUF*, potrebbe legittimamente impugnare solo alcuni degli ordini di acquisto posti in essere in esecuzione di quest'ultimo (*i.e.*, quelli a sé sfavorevoli e non anche quelli che gli abbiano apportato un beneficio in termini economici), salva la possibilità per l'intermediario di opporre l'eccezione di buona fede, nel caso in cui l'esercizio selettivo della

174 Si rammenta peraltro che, ai sensi dell'art. 190, comma 2. *quinquies*, TUB, in caso di inosservanza dell'art. 25-*quater* TUF la Consob applica, nei confronti dei soggetti abilitati, le sanzioni previste dall'art. 190, comma 1. L'eventuale commercializzazione di obbligazioni subordinate o *senior non-preferred* emesse in difformità dall'art. 12-*ter* TUB, effettuata in territorio italiano, nei confronti di investitori *retail*, da soggetti diversi da quelli abilitati, esulerebbe dunque dal campo di applicazione dell'art. 190 cit., ferma la possibilità per l'Autorità italiana di informare di eventuali irregolarità l'Autorità dello Stato d'origine e di applicare, in caso di persistenza di tali comportamenti, le misure previste dall'art. 7-*quater*, comma 4, TUF, compresa l'imposizione del divieto di intraprendere nuove operazioni in Italia.

nullità determini un ingiustificato sacrificio economico a suo danno, alla luce della complessiva esecuzione degli ordini conseguiti al contratto quadro¹⁷⁵.

Vero è che la pronuncia delle Sezioni Unite si muove entro lo specifico perimetro della nullità del contratto quadro per vizio di forma, che assurge a presupposto logico-giuridico di ogni ragionamento, nel solco dello stretto intreccio venutosi a creare, specie a livello giurisprudenziale, tra la tematica delle nullità selettive e quella del neoformalismo negoziale nei contratti di investimento¹⁷⁶. Ma, come è stato convincentemente argomentato in dottrina, la questione dei limiti entro i quali possa farsi legittimamente valere un'impugnazione di tipo selettivo non può non porsi in termini identici rispetto a tutte le forme di nullità riconducibili ad un medesimo paradigma o categoria, indipendentemente dalla specifica causa di invalidità della singola fattispecie¹⁷⁷. Pertanto, una volta individuata nella nullità di protezione la categoria dogmatica di riferimento (unica all'interno della quale, del resto, la dinamica della selezione appare astrattamente ipotizzabile, stante l'operatività a esclusivo vantaggio di una sola parte¹⁷⁸), è agevole concludere che anche nel caso che ci occupa, in quanto riconducibile nel novero delle nullità protettive, possa applicarsi il principio di diritto enucleato dalla S.C.¹⁷⁹

Ne discende allora che, dovendo l'investitore comportarsi secondo il fondamentale canone della buona fede, espressione del più generale dovere di solidarietà (art. 2 Cost.) che deve conformare anche i rapporti contrattuali tra privati, l'intermediario, ove la propria controparte intendesse fare valere l'invalidità di alcuni ordini di investimento soltanto (nella specie, quelli relativi a SNPBs), sul presupposto della nullità del contratto quadro ai sensi dell'art. 25-*quater* TUF, dovrebbe poter opporre un'eccezione di buona fede idonea a paralizzare gli effetti restitutori dell'impugnazione selettiva, allorquando gli ordini non contestati avessero prodotto un risultato economico positivo per l'investitore (con la precisazione che l'effetto impeditivo dell'azione resti-

175 Cass. SS.UU., 4 novembre 2019, n. 28314, in *Giur. comm.*, 2021, II, n. 4, con nota di M. DE PAMPILLIS, *Azione "selettiva" di nullità e obbligo di lealtà dell'investitore: il criterio ordinante della buona fede nella giurisprudenza delle Sezioni Unite*, p. 806, e in *Resp. civ. prev.*, 2020, n. 3, con nota di F. GRECO, *La nullità "selettiva" e un necessitato ripensamento del protezionismo consumeristico, in esito alla pronuncia delle Sezioni Unite*, p. 835. In sostanza, come sarà meglio precisato nel testo, l'azione selettiva di nullità potrebbe ritenersi preordinata ad arrecare un ingiusto pregiudizio all'intermediario, là dove gli ordini non coinvolti dalla medesima abbiano prodotto un rendimento superiore al danno lamentato nel *petitum*.

176 I due distinti piani sono indagati a fondo nel volume di C. ROBUSTELLA, *Forma di protezione e nullità selettiva nei contratti del mercato finanziario*, Torino, 2020.

177 U. MALVAGNA, *Nullità di protezione e nullità "selettiva". A proposito dell'ordinanza di rimessione alle Sezioni Unite n. 12390/2017*, in *Banca e borsa*, 2017, n. 6, pp. 840-1.

178 U. MALVAGNA, *Nullità di protezione e nullità "selettiva"*, cit., p. 842, il quale osserva che, al di fuori della categoria della nullità di protezione, il tema della nullità selettiva non ha neanche ragione di porsi, apparendo incomprensibile l'ipotesi di un'azione di nullità rigettata «*perché non abbastanza ampia nell'impianto oggettivo*».

179 È stato peraltro precisato che, sebbene «nel testo della motivazione le Sezioni Unite non nascondano l'ambizione di emanare un arresto giurisprudenziale avente valenza nomofilattica per tutte le nullità di protezione, (...) il principio di diritto cui pone capo si adatta solo alla fattispecie composta da un rapporto di mandato strutturato in forma bifasica e rispetto al quale il cliente critichi unicamente il vizio, normalmente di forma, del contratto quadro per proporre, poi, azioni (selettive) di ripetizione di quanto pagato per l'esecuzione di alcuni ordini» (A. CANDIAN, *Nullità di protezione e selezione degli atti impugnati*, in *Banca e borsa*, 2020, n. 5, p. 727).

tutoria sarebbe integrale, ove il *petitum* fosse pari o inferiore ai vantaggi da quest'ultimo conseguiti, solo parziale, ove gli effetti positivi prodotti dagli ordini non impugnati fossero invece di entità inferiore al pregiudizio rappresentato nel *petitum*).

Una soluzione, questa, che sposa evidentemente il più recente indirizzo della giurisprudenza di legittimità, ma rispetto alla quale possono sollevarsi, allo stesso tempo, le medesime perplessità che sono state ingenerate dal percorso argomentativo seguito dalla S.C.

La prima è legata al fatto che la sentenza delle SS.UU. sembra perseguire l'obiettivo di individuare uno strumento – concretamente ravvisato nella buona fede in senso oggettivo¹⁸⁰ – in grado di arginare comportamenti opportunistici dell'investitore in danno dell'intermediario, quali quelli tipicamente riscontrabili in relazione alla fattispecie scrutinata (quella dei c.d. contratti monofirma, dei quali è stata sovente invocata dalla clientela, in modo strumentale, la nullità per difetto di forma, nell'intento di neutralizzare i soli ordini pregiudizievoli, trattenendo i benefici rivenienti dalle operazioni redditizie)¹⁸¹. Superato ormai, per effetto dell'intervento delle stesse SS.UU., il problema dell'invalidità del contratto monofirma¹⁸², resta l'eventualità, alimentata dal principio di diritto stabilito dalla Corte, che l'intermediario che si sia comportato in modo scorretto (nella specie, vendendo al cliente al dettaglio titoli di debito chirografario di secondo livello non conformi a legge) possa comunque paralizzare le pretese restitutorie che l'investitore abbia avanzato sul presupposto della nullità *ex lege* del contratto-quadro, anche là dove resti estraneo al cliente, di fatto, qualsivoglia intento opportunistico o speculativo (posto che l'accertamento delle condizioni soggettive dell'investitore esula dai compiti del giudice, in ragione della già rilevata preferenza accordata ad un criterio di tipo oggettivo, incentrato sul mero bilanciamento "aritmetico" fra operazioni redditizie e non redditizie)¹⁸³. Ne uscirebbe così indebolita, da un lato, la stessa funzione protettiva (della parte debole del contratto e, in via mediata, della correttezza del mercato) che il legislatore ha inteso assegnare alla nullità *ex art.*

180 La Corte afferma, invero, che la questione della legittimità dell'uso selettivo delle nullità di protezione nei contratti aventi ad oggetto servizi d'investimento può essere risolta ricorrendo, come criterio ordinante, al principio di buona fede, ma rifuggendo da soluzioni che ne valorizzino il profilo "soggettivo", ravvisabile solo ove si dimostri, in capo all'investitore, un intento dolosamente preordinato a determinare effetti pregiudizievoli per l'altra parte. In tal modo si ricorre, pertanto, ad un criterio di soluzione dei conflitti che prescinde da ogni indagine – necessariamente ostica – relativa alla sfera soggettiva dell'investitore, per tenere conto, piuttosto, di comportamenti che arrechino, sul piano oggettivo, un ingiustificato pregiudizio all'altro contraente, esorbitando dai limiti entro i quali devono restare confinati gli strumenti normativi di tutela (nullità di protezione) della parte debole del rapporto

181 Sui criteri identificativi della figura dell'investitore "opportunistico" v. D. MAFFEIS, *Nullità selettive: la "particolare importanza" di selezionare i rimedi calcolando i probabili vantaggi e il processo civile come contesa fra opportunisti*, nota a Cass., ord. 2 ottobre 2018, n. 23927, in *Corr. giur.*, 2019, n. 2, p. 177 ss.

182 Cass., SS.UU., 16 gennaio 2018, n. 898, in *Banca e borsa*, 2018, n. 3, con nota di A. MIRONE, *Le Sezioni Unite e il contratto c.d. mono-firma*, p. 275, e in *Foro it.*, 2018, n. 4, I, con nota di L. MODICA, *Forma scritta, a pena di nullità, dei contratti-quadro relativi alla prestazione di servizi di investimento e accessori*, p. 1283. La pronuncia, com'è appena il caso di ricordare, ha stabilito che il requisito della forma scritta dei contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, prescritto a pena di nullità dall'art. 23 TUF, deve intendersi rispettato ove il contratto sia stato redatto per iscritto e ne venga consegnata una copia al cliente-investitore che lo abbia sottoscritto, non essendo invece necessaria la sottoscrizione dell'intermediario, il cui consenso può desumersi da comportamenti concludenti dallo stesso osservati.

183 Il punto è stato colto in dottrina, prospettando la necessità che, per paralizzare l'azione di nullità selettiva, l'intermediario dimostri altresì l'intento fraudolento dell'investitore (i.e. la preordinazione della sua condotta alla possibile produzione di un pregiudizio per l'altro contraente): U. MALVAGNA, *Nullità di protezione e nullità "selettive"*, cit., p. 851.

25-*quater*TUF¹⁸⁴; dall'altro, la finalità *lato sensu* sanzionatoria (dell'intermediario) che, data la sua ampiezza, la norma in commento sembra perseguire.

Una seconda ragione è invece di ordine eminentemente pragmatico e attiene alle concrete modalità di esercizio dell'azione di nullità (selettiva), il cui esperimento è di fatto condizionato dagli esiti di una necessaria pre-valutazione delle attività di investimento complessivamente poste in essere in esecuzione del contratto-quadro invalido (dovendosi necessariamente raffrontare, come già accennato, le operazioni vantaggiose e quelle svantaggiose per l'investitore, per determinare l'esistenza, sotto forma di saldo per differenza, di un eventuale pregiudizio a carico del medesimo). Come efficacemente evidenziato in letteratura, nondimeno, tale operazione può presentare diverse criticità in relazione agli investimenti non impugnati (che, ad es., potrebbero non essere compiutamente definiti sotto il profilo del risultato economico, ove si trattasse di rapporti ancora in corso), come anche del momento cui fare riferimento per determinare il valore degli strumenti finanziari che ne costituiscono l'oggetto¹⁸⁵.

In un simile contesto, è lecito dunque domandarsi se non sia preferibile un'interpretazione restrittiva dell'art. 25-*quater* TUF, che limiti l'applicazione della sanzione della nullità ai soli ordini eseguiti in attuazione del contratto quadro: un'operazione esegetica che si scontra apparentemente con il tenore letterale della norma in esame, ma che, a ben vedere, appare conforme (e proporzionata) all'obiettivo prefissato dalla disposizione europea da cui quest'ultima trae origine (ossia precludere, in assenza di particolari condizioni, la vendita a clienti al dettaglio di passività ammissibili subordinate: art. 44-*bis* BRRD 2), senza determinare, per converso, alcun apprezzabile sacrificio degli interessi (individuali e di carattere generale) coinvolti nelle attività di negoziazione. Ancora una volta, pertanto, un semplice intervento correttivo da parte del legislatore, nel senso sopra indicato, gioverebbe a conferire alle disposizioni in esame quella linearità e quella coerenza di cui, allo stato, le stesse paiono difettare.

4.1 Cenni all'applicazione *ratione temporis* del nuovo regime di tutela dell'investitore al dettaglio

Da ultimo, merita riservare alcune brevi considerazioni al profilo dell'applicabilità del regime sopra descritto in base alla data di emissione dei titoli di debito chirografario di secondo livello.

La BRRD 2, invero, lasciava liberi gli Stati membri che avessero aderito all'opzione del limite di concentrazione del portafoglio di applicare le disposizioni dell'art.

184 Invero, come puntualizzato da M. DE PAMPHILIS, *Azione "selettiva" di nullità e obbligo di lealtà dell'investitore*, cit., p. 816 ss., con osservazioni che si attagliano anche al caso di specie, le SS.UU. «consegnano all'intermediario un'eccezione di compensazione suscettibile, in molti casi, di neutralizzare integralmente la funzione protettiva (a vantaggio dell'investitore), perequativa (dell'asimmetria negoziale) e di indiretta tutela della correttezza nel mercato assegnata alla nullità ex art. 23 t.u.f.; e ciò, si badi, anche in fattispecie concrete nelle quali la nullità risulti conclamata e non si ravvisi alcun atteggiamento strumentale dell'investitore», con il rischio che si giunga a «obliterare le funzioni di disincentivo delle condotte illegittime e di tutela della correttezza nel mercato assegnate alla nullità di protezione, sospingendo il rimedio in parola in un'area di manifesta sottodeterrenza».

185 G. GUIZZI, *Le Sezioni Unite e le "nullità selettive" nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento. Qualche nota problematica*, 4 dicembre 2019, p. 4 ss., reperibile su www.dirittobancario.it.

44-*bis* anche alle passività emesse *prima* della data fissata per il recepimento della direttiva (28 dicembre 2020). Avendo il legislatore italiano optato per l'imposizione di un taglio minimo unitario, tuttavia, l'applicazione delle tutele di cui all'art. 25-*quater* TUB è stata circoscritta alle sole ipotesi di passività aventi un valore nominale inferiore a quello indicato dall'art. 12-*ter* TUB ed emesse *dopo* l'entrata in vigore di quest'ultimo (1 dicembre 2021). In quanto relativa al momento dell'emissione, del resto, l'opzione del taglio minimo non può che riguardare i soli strumenti emessi dopo la sua introduzione, dovendosi escludere ogni possibilità di applicazione retroattiva.

Ebbene, a prescindere dall'evidente disallineamento rispetto al termine indicato dalla BRRD 2, ci limitiamo qui ad osservare come tale scelta, per quanto obbligata, presenti comunque alcuni fattori di criticità: ed invero, sebbene la *ratio* delle disposizioni europee sia quella di contenere l'esposizione dei clienti *retail* a particolari categorie di passività *bail-inable* (nella specie, SNPBs), anche al fine di rafforzare la solvibilità dell'emittente, questi ultimi potrebbero comunque acquistare sui mercati secondari, senza che l'operazione sia affetta da nullità, strumenti di valore inferiore a quello prescritto dall'art. 12-*ter* TUB, purché emessi *prima* della data sopra indicata¹⁸⁶. Limitatamente a tali casi, pertanto, residuano dei rischi sotto il duplice profilo della protezione dell'investitore al dettaglio e dell'efficiente conduzione delle procedure di *resolution*.

186 Pare opportuno rammentare nuovamente che, prima dell'entrata in vigore dell'art. 12-*ter* TUB, la disciplina italiana limitava la commercializzazione di *senior non-preferred bonds* ai soli investitori qualificati, stabilendo altresì per tali strumenti un importo minimo unitario di 250.000 euro, già ampiamente superiore agli odierni 150.000 euro. La portata delle nuove disposizioni si coglie, pertanto, con precipuo riferimento all'attuale possibilità che anche la clientela *retail* entri in possesso di strumenti già emessi ed in circolazione, seppur di taglio inferiore a quello oggi previsto (ad es., di strumenti di debito chirografario di secondo livello emessi da soggetti esteri, di importo nominale minimo inferiore a quello stabilito dalla legge italiana).

Più volte, nel corso di questo scritto, sono state evidenziate le ragioni che hanno ispirato l'introduzione, nell'ordinamento europeo e nazionale, di una disciplina degli strumenti di debito chirografario di secondo livello: creare un "cuscinetto" di passività, collocato tra le passività subordinate e le passività chirografarie ordinarie, idoneo ad assorbire le perdite e a garantire la ricapitalizzazione dell'ente in dissesto, a vantaggio dell'ordinato ed efficiente svolgimento della *resolution*.

La rilevanza della disciplina dei nuovi strumenti di *senior non-preferred debt*, come del pari precisato, appare dunque evidente, la stessa ponendosi al crocevia fra alcune delle più delicate e complesse tematiche che, negli anni più recenti, hanno interessato l'ordinamento finanziario: la determinazione dei requisiti prudenziali degli intermediari (con specifico riferimento alla configurazione dei fondi propri e delle passività ammissibili); l'efficienza delle misure di prevenzione e di gestione delle crisi di tali soggetti (nel cui ambito il rispetto dei requisiti MREL appare indispensabile, ai fini di una proficua applicazione dello strumento principe del *bail-in*); e ancora, la predisposizione di efficaci misure di protezione degli investitori (specie non professionali), esposti al pericolo di un'assunzione inconsapevole di rischi, acuito da non infrequenti pratiche di *mis-selling*.

Emerge dunque immediatamente, dalla semplice presa d'atto di un così ampio ventaglio di problematiche, la difficoltà di conciliare esigenze contrapposte, come dovrebbe ancor più chiaramente evincersi, del resto, dall'analisi condotta in questa sede: l'imposizione di limiti o vincoli alle attività di vendita di titoli MREL (in particolare, nei confronti degli investitori *retail*), infatti, si scontra con la necessità, scaturita dalle norme sulla *resolvability*, di collocare presso il pubblico volumi massivi di tali titoli, che potrebbero, però, non trovare un adeguato numero di acquirenti; per altro verso, il soddisfacimento dei fabbisogni MREL non consente di obliterare le esigenze di tutela degli investitori, col rischio, peraltro, che gli emittenti, per non incorrere in responsabilità da violazione degli obblighi informativi e di condotta, debbano trasformare «il processo di *marketing* in una serie di infausti avvertimenti»¹⁸⁷.

In tale contesto, il legislatore italiano, dietro la spinta delle norme europee, è intervenuto a più riprese nella materia degli strumenti di debito chirografario di secondo livello: dapprima, in linea con le disposizioni della dir. (UE) 2017/2399, introducendo nel TUB l'art. 12-*bis*, contenente l'indicazione delle caratteristiche strutturali e del rango gerarchico degli strumenti in oggetto (originariamente riservati, peraltro, ai

187 S. ALVARO, M. LAMANDINI, D. RAMOS MUÑOZ, E. GHIBELLINI, F. PELLEGRINI, *La distribuzione dei titoli MREL dopo la BRRD. L'interazione tra regole prudenziali e di trasparenza*, in CONSOB, *Quaderni giuridici*, 2017, n. 15, p. 82 ss.

soli investitori qualificati), quindi, sulla scorta della dir. (UE) 2019/879 (BRRD 2), con l'ulteriore inserimento, ad opera del d. lgs. n. 193/2021, dell'art. 12-ter (norma che fissa il valore nominale unitario minimo dei titoli di debito subordinato), cui si affianca altresì il peculiare regime sanzionatorio stabilito dal nuovo art. 25-*quater* TUF, con riguardo alla vendita alla clientela *retail* di passività ammissibili subordinate.

Le soluzioni normative adottate nell'ordinamento domestico, tuttavia, si sono tradotte in disposizioni di non facile lettura, poco lineari e lacunose, se non anche opinabili nel merito delle scelte operate.

Sotto il primo profilo, ad es., si è avuto occasione di osservare, con specifico riferimento alla definizione dell'ambito soggettivo di applicazione delle disposizioni sul *senior non-preferred debt*, quanto inutilmente farraginoso risulti una tecnica legislativa basata su rinvii incrociati tra diversi corpi normativi (TUB, TUF e d. lgs. n. 180/2015), il cui risultato finale è quello di rendere alquanto difficoltosa l'individuazione del raggio operativo delle predette norme. Una razionalizzazione delle previsioni interessate gioverebbe senz'altro ad una maggiore linearità del quadro normativo.

Ben più problematica si rivela, poi, la disciplina dei rimedi applicabili in caso di difformità dei titoli di debito chirografario non preferito dalle caratteristiche fissate per legge. Il regime di nullità parziale, stabilito dall'art. 12-*bis* cit., appare infatti carente e di difficile applicazione pratica, atteso che il legislatore ha ommesso di indicare quali conseguenze la nullità di singole clausole contrattuali produca sull'accordo negoziale fatto salvo. La soluzione più ragionevolmente ipotizzabile – *i.e.*, sopravvivenza del titolo irregolare come strumento di debito chirografario ordinario –, invero, soffre il limite della mancata previsione di meccanismi legali di eterointegrazione del contratto; meccanismi che apparirebbero, tuttavia, quanto mai necessari, specie a fronte dell'invalidazione di clausole (concernenti la durata dell'investimento e le modalità di rendimento) che rivestono primaria rilevanza nel contesto del singolo regolamento di interessi.

Altrettanto discutibile appare, inoltre, il nuovo regime di tutela dell'investitore al dettaglio, delineato dal nuovo art. 25-*quater* TUF. Ed invero, al di là di ogni giudizio sull'opportunità dell'eliminazione dell'originario divieto di vendita dei SNPBs agli investitori *retail* (scelta che, valutata in termini assolutistici, si traduce in una diminuzione delle tutele in favore di questi ultimi, seppur temperata dalla previsione di un valore unitario minimo talmente elevato da precludere l'accesso a tali strumenti da parte del vasto pubblico), è indubbio che il regime sanzionatorio individuato dal legislatore (nullità del contratto di prestazione del servizio di investimento, azionabile solo dal cliente) appare sproporzionato rispetto alle effettive esigenze da soddisfare (la protezione dell'investitore al dettaglio potrebbe più efficacemente realizzarsi, si ritiene, incidendo unicamente sulla validità delle singole operazioni di acquisto), oltre che foriera di ulteriori problematiche operative.

Ancor più a monte, poi, è controvertibile la scelta di ancorare la tutela dell'investitore *retail* all'imposizione per via normativa di un valore nominale unitario minimo

degli strumenti di debito chirografario di secondo livello, anziché ricorrere alla soluzione alternativa – prospettata dall'art. 44-*bis* BRRD – del limite di concentrazione dei portafogli di investimento.

Certamente, la fissazione di un limite di valore oggettivo, determinato nel non indifferente importo minimo di 150.000 euro, preclude, come si è detto, l'accesso agli strumenti in esame da parte degli investitori non professionali meno abbienti, semplificando gli oneri a carico degli intermediari (altrimenti tenuti a verificare, all'atto dell'acquisto, il rispetto del limite di concentrazione) e agevolando i controlli da parte delle Autorità di vigilanza (l'*enforcement*, invero, si focalizza specificamente sulle attività di emissione, anziché su quelle di commercializzazione).

Non mancano, tuttavia, fondati elementi di perplessità in merito alle soluzioni adottate. *In primis*, infatti, colpisce che analoghe limitazioni non siano state introdotte anche con riguardo alle operazioni di acquisto di titoli altrettanto rischiosi (azioni o altri strumenti di fondi propri), cui l'investitore al dettaglio continua ad avere libero accesso (salva l'applicazione, ovviamente, degli ordinari presidi MiFID in materia di prestazione dei servizi di investimento), sull'opinabile presupposto che solo in tal caso quest'ultimo, quale partecipante al capitale di rischio, abbia piena consapevolezza dei rischi assunti (laddove, per converso, l'investimento in titoli di debito *bailinable* tenderebbe ad essere percepito come sicuro); in secondo luogo, posto che, per via dei limiti di valore sopra indicati (considerati unitamente agli ulteriori limiti alla detenzione di passività ammissibili da parte di enti, imposti dall'art. 44 BRRD in chiave di prevenzione dell'instabilità sistemica), gli strumenti in oggetto sono destinati ad essere acquistati perlopiù da organismi di investimento collettivo del risparmio, l'esposizione della clientela *retail* alle suddette passività finirebbe comunque per realizzarsi, seppur indirettamente, attraverso la partecipazione a questi ultimi. Ne consegue che, come osservato in dottrina, «l'intento di tenere di fatto gli investitori ordinari lontano dai titoli MREL si rivelerà illusorio, oltre che controproducente in termini di rischio di dispersione e di assorbimento, se alle percezioni del rischio associato a questi strumenti gli investitori istituzionali reagiranno, come fanno normalmente, in modo più rapido e pro-ciclico»¹⁸⁸.

Ancor più in generale, poi, occorrerebbe domandarsi se, in un contesto socio-economico di perdurante incertezza e di accresciuta instabilità geo-politica, sia effettivamente auspicabile limitare le capacità di raccolta di capitali sul mercato da parte degli intermediari, ponendosi peraltro in controtendenza rispetto alle iniziative assunte negli ultimi tempi dal legislatore europeo per favorire la ripresa economica dopo l'esplosione della crisi pandemica (si pensi alle misure inserite nel pacchetto *Capital Markets Recovery*).

Orbene, le considerazioni sin qui svolte acquistano decisiva importanza alla luce dell'approssimarsi della scadenza, fissata al 1° gennaio 2024, entro la quale gli enti assoggettabili a risoluzione dovranno assicurare il pieno soddisfacimento dei requisiti MREL. Nonostante i progressi registrati negli ultimi tempi, infatti, diversi intermediari presentano ancora delle carenze (*shortfalls*) nella dotazione MREL, che, sotto la

188 S. ALVARO, M. LAMANDINI, D. RAMOS MUÑOZ, E. GHIBELLINI, F. PELLEGRINI, *La distribuzione dei titoli MREL dopo la BRRD*, cit., p. 83.

responsabilità delle Autorità di risoluzione, dovranno essere al più presto eliminate, per consentire il raggiungimento dei livelli-obiettivo finali.

Particolare attenzione dovrà essere rivolta, in questo frangente, anche a «*the procedure and processes used by resolution authorities to monitor the quality of MREL, including any use of the information and recommendations embedded into the EBA TLAC MREL monitoring report and the EBA Q&As tool*»¹⁸⁹. Significativo, al riguardo, appare l'interesse manifestato dagli emittenti verso le *senior non-preferred liabilities*, che nel primo trimestre del 2021, ad es., hanno rappresentato ben il 43% delle emissioni totali, attestandosi poi al 32% nell'ultimo trimestre dello stesso anno¹⁹⁰. Similmente, anche nel corso del 2022 sono state registrate consistenti emissioni di *senior non-preferred instruments* (41% nel primo trimestre, contro il 34% nel terzo), in prevalenza ad opera delle *G-Slls* e, in misura minore, delle *Top Tier Banks*¹⁹¹. La stessa EBA, in un recente documento di monitoraggio sui requisiti MREL, ha evidenziato «*the rapid growth of senior non-preferred since it was introduced in 2017 by the Creditor Hierarchy Directive in 2017*», specificando altresì che «*The volume of senior non-preferred debt and senior debt have increased by 63% and 23%, respectively becoming among the most important type of bank debt instrument in the market on average*»¹⁹².

Se, dunque, gli strumenti di debito chirografario di secondo livello si sono rivelati, sino ad ora, così appetibili per gli investitori, contribuendo in maniera determinante al soddisfacimento dei requisiti MREL e allentando i timori di un'insufficiente capacità di assorbimento, da parte del mercato, di ingenti dosi di passività ammissibili, è viepiù opportuno che il legislatore italiano provveda ad apportare alla relativa disciplina le modifiche, suggerite nelle precedenti pagine di questo lavoro, idonee a conferirle il necessario grado di chiarezza e di linearità. La massiccia diffusione di strumenti di *senior non-preferred debt*, in altri termini, non può prescindere dalla predisposizione di regole giuridiche certe e proporzionate, in difetto delle quali gli investitori e il mercato rischiano di essere privati di efficaci forme di tutela.

189 EBA 2023 *European Resolution Examination Programme (EREP) for Resolution Authorities*, 27 ottobre 2022 (EBA/REP/2022/27).

190 SRB, *MREL Dashboard – Q.4.2021*.

191 SRB, *MREL Dashboard – Q.3.2022*. Le emissioni *senior non-preferred* sono diminuite, invero, nell'ultimo trimestre del 2022, per via della ridotta attività delle *G-Slls* su tale segmento di mercato, ma il 33% delle emissioni totali registrate nello stesso anno è stato comunque rappresentato da *senior non-preferred bonds* (SRB, *MREL Dashboard – Q.4.2022*). I primi dati relativi al 2023, peraltro, testimoniano un generale aumento di «*senior non-preferred issuances, accounting for 35% of total issuances (compared to 25% in Q4.2022)*» (SRB, *MREL Dashboard – Q.1.2023*).

192 EBA *MREL Quantitative Monitoring Report and Impact Assessment (Art. 45 BRRD II) as of 31 December 2021*, gennaio 2023 (EBA/REP/2023/03), ove si chiarisce, peraltro, che «*G-Slls and O-Slls top tier are behind the increase in senior non-preferred debt in markets, while smaller banks have issued mostly senior preferred debt. This reflects the fact the largest banks are required to meet subordination requirements by using subordinated instruments*».

Bibliografia

- ALEXANDER K., *Principles of Banking Regulation*, Cambridge, 2019;
- ALLEN L., *The global economic crisis: a chronology*, Londra, 2013;
- ALVARO S., LAMANDINI M., RAMOS MUÑOZ D., GHIBELLINI E., PELLEGRINI F., *La distribuzione dei titoli MREL dopo la BRRD. L'interazione tra regole prudenziali e di trasparenza*, in CONSOB, *Quaderni giuridici*, 2017, n. 15;
- AMORELLO L., *Bail-in or bail-out? A survey on the ECB's role of "bank-loss-absorber of last resort"*, in *Dir. comm. int.*, 2018, n. 2, p. 397;
- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021;
- ANNUNZIATA F., *Retail Investment Strategy. How to boost retail investors' participation in financial markets*, giugno 2023, reperibile su <https://ssrn.com/abstract=4503351>;
- ANTONUCCI A., *Fra opacità e regole tossiche: il ruolo degli scenari probabilistici*, in *Dialoghi dir. ec.*, febbraio 2016;
- ATTINÀ C.A., BOLOGNA P., *TLAC-eligible debt: who holds it? A view from the euro area*, in BANCA D'ITALIA, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)* n. 604, 2021;
- ATTO DEL GOVERNO 273, *Capacità di assorbimento di perdite e di ricapitalizzazione degli enti creditizi e delle imprese di investimento (Schema di decreto legislativo recante attuazione della direttiva (UE) 2019/879)*, 14 settembre 2021;
- BARBANTI V., BENCIVENGA P., TOMMASILE C., *I nuovi strumenti di debito chirografari di secondo livello: novità e prospettive*, in *Società*, 2018, n. 7, p. 823;
- BARBUZZI G.E., *L'attività dell'ACF*, in *Riforma della giustizia civile e tutela stragiudiziale: quali opportunità per cittadini e imprese?*, Atti del Convegno ACF-ANSPC-Sapienza Università di Roma, 24 ottobre 2022, in CONSOB, *Quaderni giuridici*, 2023, n. 27, p. 23;
- BARONE A., DRAGO G., *La funzione di vigilanza della Banca Centrale Europea. Poteri pubblici e sistema bancario*, Roma, 2022;
- BOCCUZZI G., *L'Unione Bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Roma, 2015;
- BONFATTI S., *Art. 80*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* diretto da F. Capriglione, Milano, 2018, t. II, p. 1082;
- BONFATTI S., *La disciplina della depositor preference e il ruolo dei sistemi di garanzia dei depositanti*, in *Riv. dir. banc.*, 2016, n. 2, p. 23;

- BONFATTI S., *La disciplina delle situazioni di crisi degli intermediari finanziari, il quadro d'insieme e le misure preparatorie. In particolare: il sostegno finanziario di gruppo*, in *Quaderni di Diritto Bancario*, 2020, n. 2;
- BRESCIA MORRA C., *Finanziamento e partecipazione all'impresa*, Napoli, 2008;
- BRESCIA MORRA C., *Nuove regole per la gestione delle crisi bancarie: risparmiatori vs contribuenti*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2016, n. 2, p. 279;
- BRESCIA MORRA C., *Obbligazioni bancarie e altri strumenti di raccolta del risparmio diversi dal deposito*, in E. CAPOBIANCO (a cura di), *I contratti bancari*, Milano, 2021, p. 1077;
- BROZZETTI A., *Considerazioni (sparse) su banche e attività bancaria*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2016, n. 2, p. 261;
- BROZZETTI A., *Il pacchetto bancario sul rafforzamento del quadro prudenziale e di gestione delle crisi: la revisione del Meccanismo unico di risoluzione, secondo pilastro dell'Unione bancaria, tramite il regolamento (UE) 2019/877*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2020, n. 1, p. 43;
- BROZZETTI A. (a cura di), *L'ordinamento bancario europeo alla ricerca di un assetto stabile*, Bologna, 2022;
- BUSCH D., AVGOULEAS E., FERRARINI G., *Capital Markets Union in Europe*, Oxford, 2018;
- BUSCH D., FERRARINI G., *European Banking Union*, Oxford, 2015;
- CALDERAZZI R., *La funzione organizzativa del capitale nell'impresa bancaria*, Torino, 2020;
- CAMPOBASSO G.F., *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, in G.B. PORTALE (a cura di), *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, p. 345;
- CANDIAN A., *Nullità di protezione e selezione degli atti impugnati*, in *Banca e borsa*, 2020, n. 5, p. 720;
- CAPOBIANCO E., *Profili generali della contrattazione bancaria*, in E. CAPOBIANCO (a cura di), *I contratti bancari*, Milano, 2021, p. 5;
- CAPRIGLIONE F., *Crisi a confronto (1929-2009)*, Padova, 2009;
- CAPRIGLIONE F., *L'Unione Bancaria Europea. Una sfida per un'Europa più unita*, Torino, 2013;
- CAPUTO NASSETTI F., *Del debito subordinato delle banche*, in *Dir. comm. int.*, 2003, n. 2-3, p. 237;
- CARRIERO A.M., *La disciplina italiana in tema di gestione delle crisi delle banche e degli intermediari finanziari*, in *Ricerche Giuridiche*, Venezia, 2013, n. 2, p. 644;
- CERCONE R., relazione al seminario *Gli investitori nelle banche al tempo del burden sharing*, Università di Roma Tre, 5 giugno 2021;
- CHITI M.P., SANTORO V. (a cura di), *L'unione bancaria europea*, Pisa, 2016;
- CIRAIOLO F., *Il finanziamento «esterno» delle risoluzioni bancarie*, Padova, 2018;
- CIRAIOLO F., *Il Single Resolution Mechanism (Regolamento UE n. 806/2014). Lineamenti generali e problemi di fondo*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2015, n. 3, p. 357 ss.;
- CLAESSENS S., KOSE M.A., *Financial Crises Explanations, Types and Implications*, IMF Working Papers, No. 13/28, gennaio 2013;
- COLOMBINI F., CALABRÒ A., *Crisi globale e finanza innovativa*, Torino, 2009;

- COLONNELLO D., *Rischio di mis-selling per il risparmiatore retail: strategie normative e prospettive in ambito europeo*, in *Dialoghi dir. ec.*, 2022, n. 1, p. 141;
- COMMISSIONE EUROPEA, *Strategy on supervisory data in EU financial services*, Bruxelles, 15 dicembre 2021 (COM (2021) 798 final);
- COMMISSIONE EUROPEA, *Study on options for development of online tools and services supporting retail investors in investment decisions. Final report*, febbraio 2020;
- CONSOB REPORT, *Trends and risks of the Italian financial system in a comparative perspective*, 2022, p. 12;
- CORRENTE V., Art. 12-bis, in COSTI R., VELLA F., *Commentario breve al testo unico bancario*, Padova, 2019, p. 78;
- COSTI R., *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2001.
- COSTI R., VELLA F., *Commentario breve al testo unico bancario*, Padova, 2019;
- CROSETTI S., *Verso la BRRD II. Analisi delle proposte di armonizzazione del requisito minimo di passività ammissibili con le indicazioni del Financial Stability Board in materia di Total Loss Absorbing Capacity*, in *Amministrazione in cammino*, 18 gennaio 2018;
- CUSA E., *Gli strumenti ibridi delle banche*, in *Banca Impresa Società*, 2010, n. 1, p. 81;
- CUTURA J., *Debt holder monitoring and implicit guarantees: Did the BRRD improve market discipline?*, 2018, SAFE Working Paper, No 232, Frankfurt;
- D'AMBROSIO R., CHIRICO F., DROGHINI L., PALA G. (a cura di), *Pandectae. Digest on the case-law of the Banking Union*, in BANCA D'ITALIA, *Quaderni di ricerca giuridica*, 2022, n. 92;
- D'AMBROSIO R., *La stabilità finanziaria tra gli obiettivi della legislazione dell'Unione su mercati finanziari, SE-VIF e Unione bancaria*, in *Riv. It. Dir. Pubbl. Com.*, 2017, n. 6, p. 1467;
- D'AMBROSIO R. (a cura di), *Scritti sull'unione bancaria*, in BANCA D'ITALIA, *Quaderni di ricerca giuridica*, 2016, n. 81;
- D'AMICO G., *Nullità non testuale (voce)*, in *Enc. dir.*, Annali IV, Milano, 2011, p. 798;
- DE ALDISIO A., *La gestione delle crisi nell'Unione bancaria*, in *Banca Impresa Società*, 2015, n. 3, p. 391;
- DE PAMPHILIS M., *Azione "selettiva" di nullità e obbligo di lealtà dell'investitore: il criterio ordinante della buona fede nella giurisprudenza delle Sezioni Unite*, in *Giur. comm.*, 2021, n. 4, p. 806;
- DESIDERIO G., *Prospettive di sviluppo della normativa UE in materia di vigilanza e crisi bancarie*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2017, supplemento al n. 3, p. 207;
- DESIDERIO L., ZAMBONI P., *Brevi note sui prestiti subordinati*; in G.B. PORTALE (a cura di), *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, p. 567;
- DONATI I., STANGHELLINI L., *Il principio di proporzionalità nell'ambito del SRM: la prospettiva italiana*, in M.P. CHITI, V. SANTORO (a cura di), *Il diritto bancario europeo. Problemi e prospettive*, Pisa, 2022, p. 109;
- EBA, *On the monitoring of TLAC-/MREL-eligible liabilities instruments of European Union Institutions – Update*, 7 ottobre 2022 (EBA/REP/2022/23);
- EBA, *2023 European Resolution Examination Programme (EREP) for Resolution Authorities*, 27 ottobre 2022 (EBA/REP/2022/27);

- EBA, *MREL Quantitative Monitoring Report and Impact Assessment (Art. 45 BRRD II) as of 31 December 2021*, gennaio 2023 (EBA/REP/2023/03);
- ENRIA A., *Il "pacchetto bancario" CRD 5/CRR 2/BRRD 2*, Audizione del Presidente dell'Autorità Bancaria Europea presso il Senato della Repubblica Italiana, Commissione Finanze e Tesoro, Roma, 5 luglio 2017;
- ESAs, *Joint Committee Report on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System*, marzo 2023;
- EVANOFF D.D., WALL L.D., *Reforming Bank Capital Regulation: Using Subordinated Debt to Enhance Market and Supervisory Discipline*, in 19 *Contemporary Economic Policy*, 2001, p. 444;
- EVANOFF D.D., WALL L.D., *Sub-debt yield spreads as bank risk measures*, in 20 *Journal of Financial Services Research*, 2001, p. 121 ss.;
- FAUCEGLIA G., *Le obbligazioni emesse dalle banche*, Milano, 2000;
- FERRI JR. G., *Il finanziamento delle società per azioni*, relazione al Convegno *Il pensiero di Paolo Ferro-Luzzi nell'evoluzione del Diritto commerciale e bancario. Incontro a dieci anni dalla sua scomparsa*, La Sapienza, Roma, 11 novembre 2022;
- FORTUNATO S., *Art. 91*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* diretto da F. Capriglione, Milano, 2018, t. II, p. 1223;
- FRANKE G., MOSK T., SCHNEBEL E., *Fair retail banking: How to prevent mis-selling by banks*, SAFE White Paper, No 39, 2016;
- FRANZA E., *La product intervention del mondo MIFID II/MIFIR*, in *Dir. ec.*, 2019, n. 1, p. 325.;
- GALANTI E., *Art. 83*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* diretto da F. Capriglione, Milano, 2018, t. II, p. 1156;
- GALLETTI D., «Elasticità» della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie, in *Banca e borsa*, 1997, n. 2, p. 239;
- GARDELLA A., *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in *Banca e borsa*, 2015, n. 5, p. 587 ss.;
- GIANNELLI A., *Art. 2411*, in MARCHETTI P., BIANCHI L.A., GHEZZI F., NOTARI M., *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2006, p. 30;
- GIANNELLI A., *Le obbligazioni ibride. Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, Milano, 2013;
- GIROLAMI M., *Nullità di protezione (voce)*, in *Enc. dir., Contratto*, Milano, 2021, p. 701;
- GONZÁLES-RIVERA G., NICKERSON D.B., *Monitoring Financial Intermediaries with Subordinated Debt: A Dynamic Signal Model for Bank Risk*, 27 giugno 2021 (<https://ssrn.com/abstract=354390>);
- GOODHART C., AVGOULEAS E., *A Critical Evaluation of Bail-ins as Bank Recapitalisation Mechanisms*, CEPR Discussion Paper 10065, luglio 2014;
- GÖTZ M.R., TRÖGER T. H., *Should the marketing of subordinated debt be restricted/different in one way or the other? What to do in the case of mis-selling?*, 17 marzo 2016 (www.europarl.europa.eu);
- GRECO F., *La nullità "selettiva" e un necessitato ripensamento del protezionismo consumeristico, in esito alla pronuncia delle Sezioni Unite*, in *Resp. civ. prev.*, 2020, n. 3, p. 835;

- GUIZZI G., *Le Sezioni Unite e le "nullità selettive" nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento. Qualche notazione problematica*, 4 dicembre 2019 (www.dirittobancario.it);
- IBRIDO R., *L'Unione bancaria europea. Profili costituzionali*, Torino, 2017;
- INZITARI B., *Crediti deteriorati (NPL), aiuti di Stato nella BRRD e nella Comunicazione sul settore bancario del 30.7.2013 della Commissione europea*, in *Banca e borsa*, 2016, n. 6, p. 641;
- KAUFMAN G.G., *Too Big to Fail in US Banking: Quo Vadis?*, in *Quarterly Review of Economics and Finance*, gennaio 2003, <https://ssrn.com/abstract=386902>;
- KRUGMAN P., *Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008*, Milano, 2009;
- LA LICATA D., *La struttura finanziaria della società bancaria: patrimonio, patrimonio netto, patrimonio di vigilanza*, Torino, 2008;
- LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca e borsa*, 2003, n. 5 p. 519;
- LAMANDINI M., PELLEGRINI F., *Il completamento dell'Unione Bancaria e le prospettive di ulteriori riforme*, in M.P. CHITI, V. SANTORO (a cura di), *Il diritto bancario europeo. Problemi e prospettive*, Pisa, 2022, p. 297;
- LAVIOLA S., LOIACONO G., SANTELLA P., *L'Unione bancaria e gli effetti dei nuovi strumenti europei di risoluzione delle crisi: un'analisi comparata*, in G. MORBIDELLI (a cura di), *Il modello italiano di intermediazione finanziaria: specificità, eredità e futuro*, 2016, p. 117 (www.cesifin.it);
- LENER R., *Profili problematici delle nuove regole europee sulla gestione delle crisi bancarie*, in *Banca Impresa Società*, 2018, n. 1, p. 13;
- LEWRICK U., SERENA J.M., TURNER G., *Believing in bail-in? Market discipline and the pricing of bail-in bonds*, 2019, *BIS Working Paper*, No 831, Basel;
- LIMATOLA C., *Strumenti finanziari "ibridi" e risanamento dell'impresa*, in *Banca e borsa*, 2019, n. 2, p. 230;
- LINDSTROM R., OSBORNE M., *Has bail-in increased market discipline? An empirical investigation of European banks' credit spreads*, Bank of England, *Staff Working Paper* No 87, novembre 2020;
- LUMINOSO A., *Contratto di investimento, mala gestio dell'intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, n. 6, p. 1422;
- MACCARONE S., *La gestione delle crisi (i profili innovativi)*, in A. BROZZETTI (a cura di), *L'ordinamento bancario europeo alla ricerca di un assetto stabile*, Bologna, 2022, p. 97;
- MACCHIA M., *Integrazione amministrativa e unione bancaria*, Torino, 2019;
- MAFFEIS D., *Nullità selettive: la "particolare importanza" di selezionare i rimedi calcolando i probabili vantaggi e il processo civile come contesa fra opportunisti*, in *Corr. giur.*, 2019, n. 2, p. 173;
- MAGLIARI A., *Salvataggi bancari, concorrenza e stabilità finanziaria tra disciplina europea ed esperienza nazionale*, in M.P. CHITI, V. SANTORO (a cura di), *Il diritto bancario europeo. Problemi e prospettive*, Pisa, 2022, p. 83;
- MALVAGNA U., *Nullità di protezione e nullità "selettive". A proposito dell'ordinanza di rimessione alle Sezioni Unite n. 12390/2017*, in *Banca e borsa*, 2017, n. 6, p. 828;

- MALVAGNA U., SCIARRONE ALIBRANDI A., *Self-placement di titoli bancari tra vincoli patrimoniali e tutela dell'investitore*, in *Banca e borsa*, 2019, n. 2, p. 153;
- MARAGOPOULOS N., *The MREL framework under the Banking Reform Package. A critical assessment of the revised rules for the MREL*, *EBI Working Paper Series*, 2020, n. 72, Frankfurt am Main;
- MARCUCCI M., *Aiuti di Stato e stabilità finanziaria. Il ruolo della Commissione europea nel quadro normativo europeo sulla gestione delle crisi bancarie*, M.P. CHITI, V. SANTORO (a cura di), *L'unione bancaria europea*, Pisa, 2016, p. 291;
- MARCUCCI M., *Art. 12*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* diretto da F. Capriglione, Milano, 2018, t. I, p. 154;
- MAROCCHI M., *Ai confini del debito. Le obbligazioni subordinate, indicizzate e irredimibili*, in *Giur. comm.*, 2020, n. 6, p. 1126;
- MARTÍNEZ GUERRA M., *The new European Bank Resolution Directive in the face of MREL adaptation*, SEFO – *Spanish and International Economic & Financial Outlook*, 2019 (www.sefofuncas.com);
- MASERA R., *La crisi globale: finanza, regolazione e supervisione alla luce del rapporto De Larosière*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, II, p. 1121;
- MAZZINI F., *Al via gli strumenti di debito chirografario di secondo livello*, in *Guida dir.*, 2018, fasc. 16, XX;
- MESSORE A., BONARDI F., *Crisi bancarie e Additional Tier 1: il caso Credit Suisse*, aprile 2023 (www.dirittobancario.it);
- MIOLA M., *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, n. 4-6, p. 433;
- MIRONE A., *Le Sezioni Unite e il contratto c.d. mono-firma*, in *Banca e borsa*, 2018, n. 3, p. 275;
- MODICA L., *Forma scritta, a pena di nullità, dei contratti-quadro relativi alla prestazione di servizi di investimento e accessori*, in *Foro it.*, 2018, n. 4, p. 1283;
- NAVARETTI G.B., CALZOLARI G., POZZOLO A.F., *The tangled web: do capital requirements and loss absorption capacity foster a systemic risk free, pro-growth banking environment?*, in *European Economy*, Vol. 1, n. 9, 2015;
- PAJEVIC L., *La risoluzione della crisi delle Quattro banche e le Argonautiche giurisdizionali*, in M.P. CHITI, V. SANTORO (a cura di), *Il diritto bancario europeo. Problemi e prospettive*, Pisa, 2022, p. 129;
- PASSALACQUA M., *Diritto del rischio nei mercati finanziari: prevenzione, precauzione ed emergenza*, Padova, 2012;
- PEZZULLI B., *La caduta dei Titani (bancari): storia idiosincratICA o rischio sistemico?*, in *Dialoghi dir. ec.*, maggio 2023;
- PICARDI L., *Le obbligazioni: inquadramento sistematico*, in V. DONATIVI (a cura di), *Trattato delle società*, Torino, 2022, t. II, p. 868;
- PIERINI A., *L'Unione bancaria europea come federalizing process. Una prospettiva di diritto comparato*, Padova, 2019;

- PIERINI A., *Unione bancaria europea e mercato unico dei servizi finanziari. Dinamiche di integrazione e limiti del processo di federalizzazione delle funzioni in materia di vigilanza e risoluzione delle crisi bancarie*, in *Costituzionalismo.it*, 2016, n. 3, p. 397;
- PORTALE G.B., «*Prestiti subordinati*» e «*prestiti irredimibili*», in *Banca e borsa*, 1996, n. 1, p. 1 ss.;
- PORTALE G.B., *Finanziamento dell'impresa bancaria e raccolta del risparmio (Ricordo di Gian Franco Campo-basso)*, in *Banca e borsa*, 2004, n. 4, p. 421;
- PORTALE G.B., *La ricapitalizzazione delle aziende di credito (problemi e ipotesi)*, in G.B. PORTALE (a cura di), *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, p. 5;
- POSNER R. A., *A Failure of Capitalism*, Harvard University Press, Cambridge (Mass.), 2009;
- PRESTI G., *Il bail-in*, in *Banca Impresa Società*, 2015, n. 3, p. 339;
- PRESTI G., *Mezzi e fini nella nuova regolazione finanziaria*, in *Banca e borsa*, 2010, n. 2, p. 208;
- RABITTI M., *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti della Mifid II*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, suppl., p. 145;
- RESTI A., *Bank subordinated debt: a source of capital for lenders or a source of concern for retail investors?*, in *Banca Impresa Società*, 2016, n. 1, p. 21;
- ROBUSTELLA C., *Forma di protezione e nullità selettiva nei contratti del mercato finanziario*, Torino, 2020;
- ROCAMORA M., SUÁREZ N., MONJAS M., *What are the determinants of Mrel-eligible liabilities? Evidence from the EU banking sector*, EBA Staff paper series, No 9, settembre 2020;
- ROPPO V., *La tutela del risparmiatore tra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond e tango bond)*, in *Danno resp.*, 2005, n. 6, p. 626;
- ROSSI P., *Le dinamiche Stato-banche pre e post pandemia*, Torino, 2022;
- SABATINI G., *Il cammino del settore bancario verso l'Europa: sviluppi e criticità*, in *Bancaria*, 2014, n. 9;
- SALMONI F., *Crisi bancarie e incostituzionalità del bail-in*, in *Percorsi Costituzionali*, 2017, n. 1;
- SALPIETRO G., *Il difficile percorso dell'unione bancaria*, ne *Il federalista*, 2017, n. 2, p. 140;
- SATYENDRA S. N., *The Global Financial Crisis. Genesis, Policy Response and Road Ahead*, Berlino, 2013;
- SCIARRONE ALIBRANDI A., MALVAGNA U., *Self-placement di titoli bancari tra vincoli patrimoniali e tutela dell'investitore*, in *Banca e borsa*, 2019, n. 2, p. 153;
- SCIASCIA G., *La regolazione giuridica del rischio sistemico. Stabilità finanziaria e politiche macroprudenziali*, Milano, 2021;
- SCIPIONE L., *Aiuti di Stato e crisi bancarie*, Torino, 2022;
- SEPE M., *Art. 12-bis*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* diretto da F. Capriglione, Milano, 2018, t. I, p. 166;
- SICLARI D., *European capital markets union e ordinamento nazionale*, in *Banca e borsa*, 2016, n. 4, p. 481;
- SICLARI D. (a cura di), *Italian Banking and Financial Law. Supervisory Authorities and Supervision*, London, 2015;

- SICLARI D., *Modificazioni del capitale della società bancaria, stabilità finanziaria dell'Unione europea e garanzie dei soci*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2016, n. 3, p. 109;
- SIMONCINI M., *Il meccanismo di risoluzione unico: il caso del Banco Popular*, in *Giorn. dir. amm.*, 2023, n. 1, p. 60;
- SIRONI A., *Testing for market discipline in the European banking industry: Evidence for subordinated debt issues*, in *Journal of Money, Credit and Banking*, 2003, Vol. 35, No 3;
- S. SORRENTINO, *Basilea III e Contingent Capital: occasione mancata o falsa panacea?*, in *Banca Impresa Società*, 2012, n. 1, p. 25;
- SPOLAORE P., *Finanziamento "privato" e strumenti finanziari "partecipativi"*, in *Banca e borsa*, 2018, n. 2, p. 272;
- STANGHELLINI L., *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in *Dal Testo Unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione dei poteri*, BANCA D'ITALIA, *Quaderni di ricerca giuridica*, 2014, n. 75, p. 147;
- TROIANO V., *Recovery plans in the context of the BRRD framework*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, Vol. 1, 2, 2015, p. 32;
- TROISI A., *L'informazione nel mercato finanziario: i bilanci delle banche e la comunicazione al pubblico*, in *Contr. Impr.*, 2013, n. 1, p. 46;
- VANONI S., *I crediti subordinati*, Torino, 2000;
- VATTERMOLI D., «*Strumenti di credito chirografario di secondo livello*». *Alchimie linguistiche e tutela del mercato*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2018, n. 2, p. 207;
- VATTERMOLI D., *Finanziamento alle imprese, banche e subordinazione volontaria dei crediti*, in *Banca e borsa*, 2011, n. 6, p. 737;
- VELLA F., *Il rischio, questo sconosciuto*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2009, n. 1, p. 161.

Recenti pubblicazioni

- 30** – gennaio 2024
Quaderni giuridici *Senior non-preferred bonds e tutela degli investitori*
F. Ciruolo, F. Savasta
- 29** – maggio 2023
Quaderni giuridici *AI e abusi di mercato: le leggi della robotica si applicano alle operazioni finanziarie?*
F. Consulich, M. Maugeri, C. Milia, T.N. Poli, G. Trovatore
- 28** – aprile 2023
Quaderni giuridici *La mappatura dei prodotti finanziari nella prospettiva della tutela del risparmiatore*
F. Annunziata, D. Colonnello, A. Lupoi
con prefazione di A. Sciarrone Alibrandi
- 27** – marzo 2023
Quaderni giuridici *Riforma della giustizia civile e tutela stragiudiziale: quali opportunità per cittadini e imprese?*
Atti del convegno ACF – ANSPC – Sapienza Università di Roma
Roma, Auditorium CONSOB, 24 ottobre 2022
- 26** – febbraio 2023
Quaderni giuridici *Autorità indipendenti, anticorruzione e whistleblowing: le questioni aperte*
Atti del convegno CONSOB – AGCM – Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
Roma, Auditorium CONSOB, 14 ottobre 2022
- 25** – gennaio 2023
Quaderni giuridici *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*
P. Carrière, N. de Luca, M. de Mari, G. Gasparri, T.N. Poli;
con presentazione di A. Stagno d'Alcontres
- 11** – novembre 2022
Discussion papers *Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza*
Follow up dello studio del 2012 su un campione di intermediari italiani
F. Adria, N. Linciano, F. Quaranta, P. Soccorso
- 89** – settembre 2022
Quaderni di finanza *Attitudine alla pianificazione finanziaria delle famiglie italiane*
M. Brunetti, R. Ciciretti, M. Gentile, N. Linciano, P. Soccorso
- 24** – giugno 2022
Quaderni giuridici *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente*
D. Colonnello, E.R. Iannaccone, G. Mollo, M. Onza; con prefazione di R. Sacchi

- 23** – maggio 2022
Quaderni giuridici Gli sviluppi tecnologici del diritto societario
a cura di
M. Bianchini, G. Gasparri, G. Resta, G. Trovatore, A. Zoppini
- 10** – luglio 2021
Discussion papers L'industria del post-trading
S.G. Lo Giudice
- 9** – gennaio 2021
Discussion papers Le OPA in Italia dal 2007 al 2019
 Evidenze empiriche e spunti di discussione
F. Picco, V. Ponziani, G. Trovatore, M. Ventoruzzo; con introduzione a cura di R. Lener
- 22** – ottobre 2020
Quaderni giuridici The Prospectus Regulation. The long and winding road
S. Alvaro, R. Lener, P. Lucantoni; in collaboration with V. Adriani, F. Ciotti, A. Parziale
introduced by Carsten Gerner-Beuerle
- 88** – novembre 2019
Quaderni di finanza Who intends to become financially literate?
 Insights from the Theory of Planned Behaviour
F.C. Billari, M. Gentile, N. Linciano, F. Saita
- 21** – settembre 2019
Quaderni giuridici A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della *Capital Market Union*?
 Atti del convegno Banca d'Italia – Consob
Roma, Banca d'Italia, 6 novembre 2018
- 20** – gennaio 2019
Quaderni giuridici La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica
 Il *golden power* dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie
S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola
- 19** – gennaio 2019
Quaderni giuridici Investitori istituzionali, governo societario e codici di *stewardship*:
 Problemi e prospettive
S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli
- 18** – dicembre 2018
Quaderni giuridici Nuovi strumenti di politica industriale
 per lo sviluppo e la quotazione delle PMI
S. Alvaro, S. Caselli, D. D'Eramo
- 7** – ottobre 2018
Position papers La mappatura delle sedi di negoziazione in Italia
 dopo l'entrata in vigore di MiFID II/MiFIR
Divisione Mercati, Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato
- 17** – settembre 2018
Quaderni giuridici Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati
 in società quotate e in altri fondi
S. Alvaro, F. Annunziata; con prefazione a cura di M. Stella Richter jr