



UvA-DARE (Digital Academic Repository)

La natura temporanea delle ricapitalizzazioni precauzionali

teoria, prassi e prospettive future

Martino, E.D.; Perini, Andrea

Publication date

2024

Document Version

Final published version

Published in

Diritto Bancario

License

Article 25fa Dutch Copyright Act (<https://www.openaccess.nl/en/policies/open-access-in-dutch-copyright-law-taverne-amendment>)

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

Martino, E. D., & Perini, A. (2024). La natura temporanea delle ricapitalizzazioni precauzionali: teoria, prassi e prospettive future. *Diritto Bancario*, 2025(4, supplemento), 1-58. <https://rivista.dirittobancario.it/la-natura-temporanea-delle-ricapitalizzazioni-precauzionali-teoria-prassi-e-prospettive-future>

General rights

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

Disclaimer/Complaints regulations

If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: <https://uba.uva.nl/en/contact>, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, P.O. Box 19185, 1000 GD Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2024

rivista.dirittobancario.it

La natura temporanea delle ricapitalizzazioni precauzionali: teoria, prassi e prospettive future*

SOMMARIO: 1. Introduzione – 2. Incentivi *ex ante* e risultati *ex post*: una rivisitazione dell'intervento pubblico nel settore bancario – 3. Le ricapitalizzazioni precauzionali nel diritto dell'Unione europea – 4. Le ricapitalizzazioni precauzionali in pratica – 4.1. Le ricapitalizzazioni di Banca Nazionale di Grecia e di Banca del Pireo – 4.2. La ricapitalizzazione di Monte dei Paschi di Siena. – 5. I fattori rilevanti nelle ricapitalizzazioni precauzionali – 5.1. La solvibilità dell'ente – 5.2. Il tempismo delle ricapitalizzazioni precauzionali – 5.3. Gli strumenti delle ricapitalizzazioni precauzionali – 5.4. L'economia politica delle ricapitalizzazioni precauzionali – 6. Le proposte di modifica al quadro CMDI – 7. Conclusioni.

1. Introduzione

Il rapporto tra banche, concorrenza e intervento pubblico nelle crisi bancarie è intrinsecamente complesso¹. La decisione di intervenire a favore di una banca in crisi può essere dettata da numerose esigenze, come la necessità di preservare la stabilità finanziaria e la fiducia dei mercati, la volontà di prevenire una più ampia crisi o da considerazioni di natura prettamente politica – siano esse di opportunità o di opportunismo. A loro volta, le banche possono far leva sull'aspettativa di un intervento pubblico per adottare comportamenti caratterizzati da

*Questo articolo si rifà in larga parte a E. D. Martino e A. Perini, *Rescued Banks Back to the Market?*, in *EBI Working Paper Series*, 2023, 157. Questa ricerca è l'esito di un lavoro comune. Ai fini istituzionali, possono essere attribuiti a Edoardo D. Martino i paragrafi 1, 2 e 5 e ad Andrea Perini i paragrafi 3, 4 e 6. Si ringraziano Lorenzo Stanghellini, Paolo Santella, Niccolò Usai ed Emanuele Spina per i commenti e riflessioni sul lavoro. Una versione precedente di questo documento è stata presentata al *Single Resolution Board* di Bruxelles nel Luglio 2024. Si ringraziano i partecipanti per i commenti. Gli errori rimanenti sono da attribuirsi unicamente agli autori

¹ Si veda, ad esempio, F. ALLEN, D. GALE, *Competition and Financial Stability*, in *Journal of Money, Credit and Banking*, 2004, 453; J.H. BOYD, G. DE NICOLA, *The Theory of Bank Risk Taking and Competition Revisited*, in *J. Fin.*, 2005, 1329; M. DEWATRIPONT, *European Banking: Bailout, Bail-in and State Aid Control*, in *International Journal of Industrial Organization*, 2014, 37; J. MAUDOS, X. VIVES, *Competition Policy in Banking in the European Union*, in *Review of Industrial Organization*, 2019, 27.

un'eccessiva esposizione al rischio, confidando nel fatto che, nell'eventualità di una crisi, lo stato verrà in loro soccorso socializzando le perdite. Tale dinamica riduce la concorrenza e, di riflesso, il benessere sociale.

La tensione tra queste dinamiche ha raggiunto il suo apice durante la crisi finanziaria del 2007-2008 che, in Europa, ha portato a una serie di ingenti salvataggi pubblici (“*bailouts*”) protrattisi fino al 2012. In risposta alla crisi finanziaria, alla susseguente crisi dell'Eurozona, e alla mole di tali salvataggi, l'Unione europea ha adottato un approccio particolarmente restrittivo nei confronti degli interventi pubblici a favore degli istituti bancari, pubblicando il 1 agosto 2013 la Comunicazione recante «*norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria*» (la c.d. “*Comunicazione sul settore bancario*”²) e istituendo, nell'ambito del più ampio progetto dell'Unione bancaria, un nuovo regime di risoluzione per le banche in difficoltà³.

In base all'attuale quadro normativo non è possibile concedere alcun un sostegno finanziario pubblico straordinario a una banca in crisi, in assenza di un previo sostanziale coinvolgimento di azionisti e detentori di capitale subordinato⁴. Inoltre, *de jure condito*, qualsiasi sostegno finanziario pubblico straordinario fornito a una banca ne comporta automaticamente lo stato di “*dissesto o rischio di dissesto*” e la conseguente risoluzione o liquidazione⁵. Tali principi (il divieto di *bailouts* e la c.d. “*condivisione degli oneri*” o “*burden-sharing*”)

² Cfr. Comunicazione della Commissione sull'applicazione delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria (“*Comunicazione sul settore bancario*”) con la quale, nelle parole di L. STANGHELLINI, *La gestione delle crisi bancarie. La tradizione italiana e le nuove regole europee*, in *Ricerche giuridiche*, 2015, 315, «*le maglie degli aiuti di Stato, larghe durante la crisi finanziaria, si sono improvvisamente serrate*».

³ Direttiva (UE) 2014/59 che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento (“*BRRD*”).

⁴ Sul punto, L. STANGHELLINI, *Tutela dell'impresa bancaria e tutela dei risparmiatori*, in *Banca imp. soc.*, 2018, 3, 423. Per una riflessione più generale, si vedano anche G. PRESTI, *Il bail-in*, in *Banca imp. soc.*, 2015; G. SANTONI, *La disciplina del bail-in, lo stato di dissesto e la dichiarazione dello stato di insolvenza*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2016; M. RISPOLI FARINA, *La nuova disciplina delle crisi bancarie: due modelli di soluzione a confronto*, in *Innovazione e diritto*, 5, 2017, 172.

⁵ Articolo 32, paragrafo 4, BRRD.

mirano a ridurre *ex ante* l'esposizione fiscale dei contribuenti ai salvataggi bancari e a limitare le condotte di c.d. "*moral hazard*" (o azzardo morale) degli operatori bancari⁶.

Nell'intento dei co-legislatori europei, l'adozione di una tale rigorosa politica contro i salvataggi pubblici delle banche era volta a minimizzare (i) i costi legati alla socializzazione delle perdite del singolo istituto e (ii) i costi, diretti e indiretti, derivanti dal passaggio dell'istituto "salvato" in mano pubblica. Ciò, minimizzando le distorsioni concorrenziali derivanti da tali interventi⁷. A distanza di dieci anni, nonostante i numerosi passi avanti compiuti, tali obiettivi sembrano ancora lontani dall'essere raggiunti. Le recenti turbolenze nel settore bancario dimostrano infatti che – nonostante le distorsioni causate – un certo grado di flessibilità nell'uso dei fondi pubblici è utile e forse inevitabile per limitare l'instabilità finanziaria. In tal senso indicano sia l'ingente sostegno alla liquidità fornito dalla Banca Nazionale Svizzera a UBS, garantito dalla Confederazione svizzera, per facilitare l'acquisizione di Credit Suisse⁸, sia l'attivazione della "*Systemic Risk Exception*" con cui il Segretario al Tesoro americano, la *Federal Deposit Insurance Corporation* e la *Federal Reserve* hanno cercato di limitare la corsa ai depositi non assicurati di Silicon Valley Bank, consentendo a tutte le banche di prestare garanzie al loro valore nominale per un anno e determinando *de facto* un massiccio salvataggio le cui conseguenze fiscali sono, ad oggi, ancora poco chiare.

La situazione è ulteriormente complicata dal fatto che l'attuale quadro regolamentare fornisce una serie di incentivi distorti da cui originano falle e inefficienze nell'intero sistema: da un lato, è pacifico che gli istituti bancari sono incentivati a registrare immediatamente i

⁶ B. INZITARI, *BRRD, Bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. n. 180/2015)*, in questa *Rivista*, 2016, I, 58-59.

⁷ Comunicazione della Commissione sull'applicazione, a partire dal 1 agosto 2013, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria ("Comunicazione sul settore bancario"), par. 7.

⁸ E. D. MARTINO, C. A. NIGRO and T. VOS, *CoCos in Europe: What Is Wrong – and How to Fix It?*, in EBI Working Paper Series 169, 2024. Si veda anche E.D. MARTINO, T. VOS, *Credit Suisse CoCos: Why the Write-Down Makes Sense*, in *Oxford Business Law Blog*, 4 giugno 2023, reperibile qui: <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2023/04/credit-suisse-cocos-why-write-down-makes-sense> [ultimo accesso: 14/12/2024].

profitti e a posticipare il più possibile il riconoscimento delle perdite⁹, con la conseguenza che (a) ogni tipologia di intervento è rimandata fino a quando la crisi è ormai profonda e (b) gli interventi sono solitamente tardivi (in tal senso, Credit Suisse e Silicon Valley Bank sono due esempi paradigmatici di interventi tardivi e di incentivi distorti¹⁰); dall'altro lato, è ampiamente riconosciuto che anche i soggetti privati non hanno alcun incentivo ad attivarsi per intervenire tempestivamente nella crisi¹¹. Si consideri poi che, in molti paesi, compresi quelli dell'Eurozona, il mercato bancario è illiquido, e dunque le soluzioni "private" (di mercato) di risoluzione della crisi (e.g., attraverso fusioni e acquisizioni) sono spesso impraticabili.

Muovendo da tali premesse, il presente contributo analizza l'istituto della c.d. "ricapitalizzazione precauzionale" nell'ambito dell'Unione bancaria. Tale istituto prevede che, a determinate condizioni (tra cui l'assenza di soluzioni alternative di mercato, come un aumento di capitale sul mercato o un acquirente privato), una banca solvente ma sottocapitalizzata possa accedere a misure di sostegno finanziario pubblico straordinario, anche sottoforma di iniezioni di capitale, senza che ciò ne causi lo stato di dissesto o rischio di dissesto e la conseguente risoluzione o liquidazione. Tale strumento da un lato offre flessibilità, ma dall'altro comporta dei costi, alcuni dei quali diretti (i.e., il costo fiscale degli aiuti e i problemi legati all'azzardo morale), altri indiretti.

⁹ N. MARTYNOVA, E. PEROTTI, J. SUAREZ, *Capital forbearance in the bank recovery and resolution game*, in *Journal of Financial Economics*, 2022, 884. Sulle peculiarità delle banche e sulle loro differenze con le società ordinarie, si vedano M. BECHT, P. BOLTON, A. RÖELL, *Why bank governance is different*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 2011, 437; A. DE ALDISIO, *La gestione delle crisi nell'Unione Bancaria*, in *Banca imp. soc.*, 2015, 391-392.

¹⁰ Un'analisi approfondita del caso Credit Suisse esula dallo scopo del presente contributo, maggiori informazioni sono disponibili in E.D. MARTINO (nota 8). Sul punto, si veda anche E. D. MARTINO AND E. PEROTTI, *Containing Runs on Solvent Banks: Prioritising Recovery over Resolution* in *Journal of Financial Crisis*, 2025 (in corso di pubblicazione).

¹¹ Un chiaro esempio di questa mancanza di incentivi deriva dal fatto che i principi contabili sono alla base del collasso di Silicon Valley Bank, si veda *Reuters, U.S. Fed may reverse rules that masked losses on SVB's securities - WSJ*, 21 aprile 2023, reperibile qui: <https://www.reuters.com/markets/us/us-fed-works-loophole-that-masked-losses-svbs-securities-wsj-2023-04-21/> [ultimo accesso: 14/12/2024]. Sullo stesso tema si veda anche H. HUIZINGA, L. LAEVEN, *Bank valuation and accounting discreti on during a financial crisis*, in *Journal of financial economics*, 2012, 614.

In particolare, vi è un costo fondamentale che è stato trascurato nel dibattito accademico e che rappresenta il fulcro della nostra analisi: il costo *ex post* di avere una banca di proprietà pubblica, senza possibilità di reimmissione nel mercato a breve termine. Infatti, sebbene la disciplina europea richieda che le ricapitalizzazioni precauzionali abbiano natura “*temporanea*”, le prime applicazioni di tale strumento evidenziano come tale temporaneità sia difficile – se non impossibile – da rispettare. Ciò, in linea con le evidenze internazionali sulla longevità della proprietà pubblica nel settore bancario e sulla complessità del disinvestimento statale susseguente all’acquisizione di una quota di partecipazione pubblica in una banca¹².

A tal proposito, il presente lavoro rileva nella misura in cui analizza se e come – *de jure condito* – sia possibile garantire la temporaneità delle ricapitalizzazioni precauzionali qualora una soluzione di mercato non sia possibile. Si noti che, ad oggi, solo in un caso su tre lo stato che ha acquisito il controllo di una banca mediante lo strumento della ricapitalizzazione precauzionale è poi riuscito a dismettere completamente la propria quota (dopo quasi un decennio)¹³. L’incapacità dell’attuale quadro normativo di garantire una tempestiva dismissione della quota di partecipazione pubblica inficia la credibilità dell’intero sistema di risoluzione bancaria e si pone in aperto contrasto con i principi che governano il sistema normativo *post* 2008, imponendo costi aggiuntivi ai contribuenti (non è insolito che a una prima ricapitalizzazione precauzionale – e cioè, a un salvataggio – facciano seguito ulteriori richieste di intervento da parte dello stesso istituto) e riproponendo i già esposti problemi di azzardo morale.

Il presente contributo introduce dunque alcuni elementi nuovi nell’analisi riguardante l’apporto di capitale pubblico alle banche in difficoltà, con specifico riguardo all’istituto della ricapitalizzazione precauzionale e alla sua temporaneità.

Ciò è rilevante sia da un punto di vista teorico che da un punto di vista politico. In una prospettiva teorica, il presente contributo propone

¹² G. DELL’ARICCIA ET AL., *The Long Shadow of Public Interventions in the Financial Sector*, in *International Monetary Fund Economy Review*, 2022, 212.

¹³ Si veda HELLENIC FINANCIAL STABILITY FUND, *Announcement – Invitation to investors*, 3 marzo 2024, reperibile qui: <https://hfsf.gr/wp-content/uploads/2024/03/Announcement-invitation-to-investors.pdf> [ultimo accesso: 14/12/2024].

un approccio più ampio e contestualizzato all'intervento statale nel settore bancario e, in particolare, alla ricapitalizzazione precauzionale in Europa. Per quanto di nostra conoscenza, questo è il primo articolo che identifica il problema principale dell'efficacia delle ricapitalizzazioni precauzionali nell'incapacità del sistema di garantirne la temporaneità. In una prospettiva politica, il contributo fornisce alcune indicazioni su come riformare tale istituto, contribuendo al dibattito sulle proposte legislative per la revisione del quadro di gestione delle crisi e di assicurazione dei depositi presentate dalla Commissione europea il 18 aprile 2024 (la c.d. proposta "CMDI"), la cui prima bozza appare del tutto insoddisfacente da questo punto di vista¹⁴.

L'articolo si struttura come di seguito: dopo aver esposto il quadro analitico in cui si collocano le ricapitalizzazioni precauzionali (§2) ed esaminato il regime giuridico di tale istituto (§3), analizziamo i tre casi di ricapitalizzazione precauzionale in Europa (§4), identificando gli elementi che, *ex post*, rendono tale strumento inefficace (§5). I risultati di tale analisi vengono utilizzate per fornire alcune valutazioni preliminari sulla proposta CMDI (§6) e per trarre alcune conclusioni (§7).

2. Incentivi ex ante e risultati ex post: una rivisitazione dell'intervento pubblico nel settore bancario

All'indomani della crisi finanziaria del 2008, la legislazione bancaria a livello mondiale è stata riformata sotto l'impulso di

¹⁴ Il 18 aprile 2023 la Commissione europea ha pubblicato una proposta di riforma del quadro di gestione delle crisi bancarie e di assicurazione dei depositi (la cosiddetta proposta "CMDI"), che mira a colmare le carenze evidenziate nei dieci anni intercorsi tra l'attuazione dell'Unione bancaria e la data attuale. La proposta si compone di tre proposte di direttiva (sui requisiti minimi per i fondi propri e le passività ammissibili, sui fondi del sistema di garanzia dei depositi e sulle misure di intervento precoce) e di una proposta di regolamento sulle misure di intervento precoce. Ulteriori informazioni sono disponibili all'indirizzo: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_23_2250 [ultimo accesso: 14/12/2024]. Il 24 aprile 2024 il Parlamento europeo ha votato una risoluzione che modifica la proposta della Commissione. Ulteriori informazioni sono disponibili all'indirizzo: https://www.europarl.europa.eu/doceo/-document/TA-9-2024-0327_EN.html [ultimo accesso: 14/12/2024].

organismi internazionali quali il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (BCBC) e il Consiglio per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board*, FSB). La risoluzione delle crisi bancarie è stata al centro di questa ondata di riforme, con l'obiettivo di «rendere fattibile la risoluzione delle istituzioni finanziarie senza gravi disagi sistemici e senza esporre i contribuenti a perdite, proteggendo al contempo le funzioni economiche vitali attraverso meccanismi che consentano agli azionisti e ai creditori non garantiti e non assicurati di assorbire le perdite»¹⁵.

Tale citazione riassume i principi basilari che hanno guidato le riforme della legislazione bancaria *post* 2008, con specifico riferimento alle situazioni di crisi e alle possibilità (e modalità) di un intervento pubblico¹⁶. Nello specifico, tale approccio identifica tre elementi fondamentali del sistema di risoluzione: (i) proteggere la libera concorrenza nel mercato bancario, minimizzando l'azzardo morale e i comportamenti caratterizzati da un'eccessiva esposizione al rischio, limitando il più possibile l'intervento pubblico e, in ogni caso, assicurandosi che questo non abbia un impatto eccessivo sugli incentivi *ex ante* degli operatori bancari; (ii) proteggere i contribuenti; (iii) proteggere i depositi assicurati e la stabilità finanziaria.

Tale approccio è ragionevole e, nonostante i molti limiti in fase di implementazione, segna un notevole passo avanti nella nostra comprensione del settore bancario e della sua regolamentazione. Eppure, esso trascura completamente la fase successiva alla risoluzione della crisi, soprattutto se ciò implica l'utilizzo di risorse pubbliche. In altre parole, il quadro attuale sembra prendere in considerazione uno scenario meramente binario, in cui la banca in crisi viene alternativamente risolta (o liquidata) o reimpressa sul mercato. La realtà, però, è più complessa e i primi interventi che si sono susseguiti all'adozione di questi nuovi principi ci dimostrano che le banche che hanno beneficiato di un sostegno pubblico sottoforma di iniezioni di capitale (e che dunque sono passate in mano pubblica all'esito di tale ricapitalizzazione) tendono a rimanere pubbliche per un periodo di

¹⁵ FINANCIAL STABILITY BOARD, *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, 2014, 3 [traduzione nostra].

¹⁶ Per un'analisi più approfondita, cfr. F. ALLEN ET AL., *Moral Hazard and Government Guarantees in the Banking Industry*, in *Journal of Financial Regulation*, 2015, 30.

tempo prolungato¹⁷. Tale fenomeno limita fortemente la concorrenza, espone i contribuenti al rischio di dover sopportare perdite ulteriori e riduce la resilienza complessiva del sistema di risoluzione. In tal senso, la prassi vigente non è molto diversa da quella già vista durante le precedenti crisi finanziarie.

Aneddoticamente, numerose banche sono state nazionalizzate durante la crisi finanziaria del 2008 e, a distanza di quindici anni, sono ancora in mano pubblica. ABN AMRO è stata nazionalizzata dal governo olandese il 3 ottobre 2008, dopo che Fortis Groups aveva rinunciato a un accordo di fusione a causa della sua precaria situazione finanziaria¹⁸: a oggi, ABN AMRO è il terzo gruppo bancario dei Paesi Bassi e lo stato olandese rimane l'azionista di controllo con circa il 40% delle azioni, quindici anni dopo la prima nazionalizzazione¹⁹. Un altro importante esempio di proprietà pubblica "longeva" è Royal Bank of Scotland, originariamente parte della fallita fusione con ABN AMRO e nazionalizzata il 13 ottobre 2008, con un salvataggio da 37 miliardi di sterline da parte del Ministero del Tesoro britannico che comprendeva anche Lloyd e HBOS. Nel 2022, la partecipazione del Regno Unito in NaWest Group, il successore di Royal Bank of Scotland, è scesa sotto il 50%. Nel 2023 è scesa ulteriormente al di sotto del 40%, e solo nel marzo 2024 il governo britannico ha cessato di essere l'azionista di controllo, mantenendo comunque una quota del 10.99% al 21 novembre 2024²⁰.

¹⁷ Con l'eccezione degli Stati Uniti dove, nonostante i molti limiti del quadro normativo, le banche passano facilmente da proprietari pubblici a privati. Questo spiega in parte anche la quasi totale disattenzione per ciò che avviene dopo l'azione di risoluzione, dato che l'esperienza statunitense guida troppo spesso i dibattiti accademici e politici.

¹⁸ R. WIGGINS, N. TENTE, A. METRICK, *European Banking Union C: Cross-Border Resolution-Fortis Group*, in *Journal of Financial Crisis*, 2019, 150.

¹⁹ C. KOC, *Dutch State to Reduce Its Stake in ABN Amro to Below 50%*, in *Bloomberg*, 10 febbraio 2023, reperibile qui: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-02-10/dutch-government-to-reduce-its-stake-in-abn-amro-to-below-50?embedded-checkout=true> [ultimo accesso: 14/12/2024].

²⁰ M. SWENEY, K. MAKORTOFF, *UK government sells £1.26bn of NatWest shares, taking stake below 40%*, in *The Guardian*, 22 maggio 2023, reperibile qui: <https://www.theguardian.com/business/2023/may/22/uk-government-sells-natwest-shares> [ultimo accesso: 14/12/2024].

È interessante notare che questi esempi non riguardano esclusivamente i “soliti sospetti”, ovvero quei paesi comunemente percepiti come inclini ai salvataggi e lassisti nella gestione delle proprie finanze pubbliche (in Europa, i cosiddetti “PIIGS”²¹); al contrario, tali interventi sono stati effettuati da governi solitamente percepiti come particolarmente austeri e poco inclini a un interventismo nel settore finanziario. Tuttavia, tali banche sono ancora in gran parte in mano pubblica oppure sono rientrate nel mercato dopo almeno una decade dall’intervento originario, evidenziando come la decisione di intervenire a sostegno di una banca in crisi tende ad avere effetti di lungo periodo e come trovare un acquirente sul mercato per tali istituti sia complesso anche per stati responsabili e stabili (a livello politico e finanziario).

In una prospettiva più ampia, un recente studio del Fondo Monetario Internazionale ha analizzato gli interventi pubblici nelle istituzioni finanziarie di 37 paesi effettuati tra il 2007 e il 2017, dimostrando che, sistematicamente, la dismissione di partecipazioni pubbliche è lenta e che solo pochi paesi riescono a reimmettere completamente nel mercato le istituzioni finanziarie “salvate”. Tale studio conferma inoltre che è più facile dismettere la partecipazione in banche meglio capitalizzate, con più liquidità e, in definitiva, più profittevoli²².

Una prolungata (e potenzialmente perpetua) proprietà pubblica delle banche limita direttamente e indirettamente gli obiettivi di un qualsiasi regime di risoluzione efficiente: direttamente, limita la concorrenza, aumenta la probabilità di un’inefficiente allocazione del credito e pone a rischio il denaro dei contribuenti; indirettamente, rende inefficaci gli strumenti di risoluzione della crisi e si espone al rischio di comportamenti opportunistici da parte degli enti regolamentati.

Per far fronte a tale situazione, il legislatore potrebbe vietare ogni forma di salvataggio delle banche. Tuttavia questa opzione, che rappresenterebbe il “*first-best scenario*” (ed è probabilmente quella che le autorità di regolamentazione di tutto il mondo avevano in mente all’indomani della crisi finanziaria del 2008), non sembra essere praticabile. Un approccio più modesto e pragmatico, dunque, consiste

²¹ Si veda, ad esempio, H. KAZEMI, N. SOHRABJI, *Contagion in Europe: Examining the PIIGS Crisis*, in *International Advances in Economic Research*, 2012, 455.

²² DELL’ARICCIA ET AL. (nota 12), 212.

nel ridisegnare il quadro normativo per raggiungere un “*second-best scenario*”. Tale quadro normativo, però, non può prendere in considerazione solo ciò che accade *prima* e *durante* l’intervento statale (ovvero gli incentivi legati all’azzardo morale, la protezione della stabilità finanziaria e dei depositanti) ma dovrebbe considerare anche ciò che accade *dopo* tale intervento, facilitando un ritorno efficace e tempestivo della banca al mercato.

Tale affermazione potrebbe sembrare ovvia, ma non lo è affatto. Come vedremo, infatti, l’attuale quadro normativo è concepito in modo tale che tutte le attenzioni sono poste alla minimizzazione delle distorsioni concorrenziali nel mercato, dell’azzardo morale e della spesa pubblica (ivi compresa la necessità che l’aiuto fornito sia temporaneo), mentre alcuna attenzione è prestata a quei fattori che – a nostro avviso – potrebbero facilitare il disinvestimento della partecipazione statale, assicurando così che la ricapitalizzazione precauzionale non si trasformi, di fatto, in un *bailout*. Il risultato è che, ad oggi, la temporaneità della proprietà pubblica di un’istituzione finanziaria è meramente virtuale.

In base al nostro modello, sebbene in una certa misura il disinvestimento statale sia necessariamente influenzato da fattori esterni (l’instabilità o l’illiquidità del mercato, le condizioni macroeconomiche e altri fattori come guerre e crisi globali che non possono essere previsti e affrontati in anticipo), vi sono tuttavia alcuni elementi che un regime di risoluzione efficiente dovrebbe tenere in considerazione al fine di facilitare l’uscita dello stato da un istituto finanziario. Tali fattori sono: (i) la tempistica dell’intervento; (ii) la solvibilità dell’istituto beneficiario dell’aiuto; (iii) gli strumenti impiegati nella ricapitalizzazione; (iv) le interferenze politiche legate all’intervento.

Il presente contributo mette in evidenza l’importanza di affrontare questi elementi per garantire una ricapitalizzazione efficiente (e, dunque, una cessione più semplice della quota di partecipazione pubblica). Tale lavoro si concentra sul diritto dell’Unione europea e sul quadro di risoluzione delle crisi previsto dall’Unione bancaria, analizzando da una prospettiva giuridica l’istituto della ricapitalizzazione precauzionale e individuando le inefficienze che compromettono la temporaneità dell’intervento pubblico e, in definitiva, la credibilità del regime di risoluzione.

Abbiamo scelto di concentrarci sulla ricapitalizzazione precauzionale perché, in base al diritto unionale, è l'unico strumento che gli Stati membri possono utilizzare per fornire un sostegno finanziario pubblico straordinario a un'istituzione finanziaria senza innescare la risoluzione o la liquidazione. Come abbiamo detto, in risposta alla massiccia iniezione di risorse pubbliche nel settore finanziario avvenuta tra il 2007 e il 2012, l'Unione europea ha drasticamente limitato le possibilità di intervento pubblico nelle banche²³. In base all'attuale quadro normativo, una banca solvente non può ricevere alcun aiuto pubblico, a eccezione della ricapitalizzazione precauzionale (che dovrebbe essere di natura "temporanea"). In linea con il nostro quadro teorico, quando tale ricapitalizzazione assume la forma di iniezione di capitale, il rispetto di tale clausola di "temporaneità" è notoriamente difficile (se non impossibile). Tale incapacità di garantire un disinvestimento ha ovviamente gravi conseguenze sulla credibilità del sistema di risoluzione delle crisi nel suo complesso, poiché mina il principio fondamentale secondo cui una banca che necessita di sostegno pubblico dovrebbe essere risolta o liquidata.

3. *Le ricapitalizzazioni precauzionali nel diritto dell'Unione europea*

Come accennato, nell'ambito dell'Unione bancaria, qualsiasi tipo di sostegno finanziario pubblico straordinario fornito a una banca in difficoltà fa scattare la dichiarazione di dissesto o rischio di dissesto da parte dell'autorità competente (previa consultazione dell'autorità di risoluzione, o da parte dell'autorità di risoluzione stessa), causando la risoluzione o la liquidazione della banca, a seconda delle valutazioni dell'autorità di risoluzione²⁴. In tale scenario, l'istituto della ricapitalizzazione precauzionale rappresenta l'eccezione alla regola: le

²³ Y. BOUDGHENE, S. MAES, *Relieving Banks from Toxic or Impaired Assets: The EU State Aid Policy Framework*, 2012, in *Journal of European Competition Law & Practice*, 562.

²⁴ Ai sensi dell'articolo 32, paragrafo 4, BRRD «un ente è considerato in dissesto o a rischio di dissesto in una o più delle seguenti circostanze: [...] (d) è necessario un sostegno finanziario pubblico straordinario». Per un'analisi dei pro e dei contro derivanti dal passaggio bail-out/bail-in si veda G. DELL'ARICCIA ET AL., *Trade-offs in bank resolution*, in *International Monetary Fund Staff Discussion Note*, 2018, 4.

banche ritenute solventi (cioè non in dissesto o a rischio di dissesto) possono accedere a misure di sostegno finanziario pubblico straordinario quando queste sono finalizzate a «evitare o rimediare a una grave perturbazione dell'economia di uno Stato membro e preservare la stabilità finanziaria»²⁵. Tale ricapitalizzazione precauzionale può assumere la forma di garanzie statali a sostegno degli strumenti di liquidità forniti dalla banca centrale, di una garanzia statale sulle passività di nuova emissione o di un'iniezione di fondi propri o dell'acquisto di strumenti di capitale²⁶.

Tutti e tre i casi comportano l'impiego di finanziamenti pubblici, esponendo i contribuenti al rischio di sopportare le perdite del singolo istituto ma, nella maggior parte dei casi, l'iniezione di capitale ha l'ulteriore effetto di modificare gli assetti proprietari della banca, trasferendola in mano pubblica. Ai fini del presente contributo, l'analisi si riferisce esclusivamente all'ipotesi di iniezione di fondi propri o di acquisto di strumenti di capitale.

La ricapitalizzazione precauzionale rappresenta un elemento di flessibilità all'interno di un regime di risoluzione rigido e – come dimostrano i primi anni di applicazione – piuttosto inefficace. L'introduzione di tale istituto serviva originariamente molteplici obiettivi: in primo luogo, era considerata uno strumento in grado di facilitare la transizione da un sistema basato sul bailout a un sistema basato sul “*bail-in*”, tenendo conto delle differenze nel settore bancario tra gli Stati membri; in secondo luogo, la crisi finanziaria del 2008 negli Stati Uniti aveva dimostrato che anche in un regime credibile di gestione delle crisi bancarie alcune forme di sostegno finanziario pubblico potevano rendersi necessarie in periodi di grave instabilità finanziaria²⁷; in terzo luogo, la ricapitalizzazione precauzionale doveva funzionare come misura di intervento precoce, riducendo i costi derivanti da un ulteriore deterioramento della situazione finanziaria e rappresentando un'opzione preferibile rispetto a una risoluzione o

²⁵ Articolo 32, paragrafo 4, BRRD.

²⁶ Rispettivamente, articolo 32(4)(d) (i), (ii), (iii) BRRD.

²⁷ N. VÉRON, *Precautionary recapitalisation: time for a review?*, in *In-depth analysis for the European Parliament*, 2017, 8.

liquidazione tardive, potenzialmente molto più costose dal punto di vista economico e sociale²⁸.

Per garantire la massima flessibilità e per meglio adattarsi alle peculiarità dei vari mercati nazionali, i co-legislatori europei hanno adottato dunque una formulazione vaga nella formulazione delle disposizioni. Tale vaghezza ha creato una notevole confusione nell'applicazione di tale istituto, come evidenziato dall'abuso di tale strumento, che è stato usato per aggirare uno degli obiettivi chiave dell'Unione bancaria: recidere il “*circolo vizioso*” tra il sistema finanziario e i debiti sovrani²⁹. Per affrontare tale problema, la Commissione europea ha pubblicato alcune proposte legislative per la revisione del quadro di gestione delle crisi e di assicurazione dei depositi, meglio esaminate *sub* §6.

Prima di addentrarci nell'analisi dei casi in cui tale strumento è stato impiegato e valutarne i risultati, è necessario definire chiaramente i contorni di tale istituto, che può essere impiegato solo nel caso in cui siano rispettate numerose condizioni. Tali condizioni rappresentano uno specifico compromesso tra gli effetti distorsivi derivanti dal sostegno pubblico alle banche e la necessità di avere un elemento di flessibilità all'interno del quadro di risoluzione, e sono a loro volta il risultato di un più ampio compromesso politico³⁰. Ai fini della presente analisi, distinguiamo tra (*a*) condizioni generalmente applicabili a tutte le forme di ricapitalizzazione precauzionale e (*b*) condizioni applicabili specificamente agli apporti di capitale. Tra le prime, distinguiamo a loro volta tra (*i*) condizioni legate alla limitazione delle distorsioni concorrenziali e (*ii*) condizioni legate al risanamento delle banche. Come detto, a prescindere dalla loro natura e dalla loro portata, tutte queste condizioni sono discusse con esclusivo riferimento all'ipotesi di una ricapitalizzazione precauzionale effettuata mediante un'iniezione di fondi propri o l'acquisto di strumenti di capitale.

La prima condizione generale relativa alla concorrenza è che l'aiuto fornito deve essere necessario «*al fine di evitare o rimediare a una*

²⁸ C.A.E. GOODHART, E. AVGOULEAS, *A Critical Evaluation of Bail-Ins as Bank Recapitalisation Mechanisms*, in *Centre for Economic Policy Research Discussion Paper*, No 10065, 2014.

²⁹ L. QUAGLIA, *The Politics of an 'Incomplete' Banking Union and Its 'Asymmetric' Effects*, in *Journal of European Integration*, 2019, 955.

³⁰ VÉRON (nota 27), 8.

grave perturbazione dell'economia di uno Stato membro e preservare la stabilità finanziaria». Non esiste una definizione specifica di “grave perturbazione”, in quanto il termine è mutuato dalla disciplina europea in materia di aiuti di Stato, in base alla quale tali aiuti sono vietati, a meno che non siano tesi a «porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro»³¹. Durante la crisi finanziaria la Commissione europea, nei suoi atti e con le proprie decisioni, ha riconosciuto che la situazione economica contingente poteva rappresentare un “grave turbamento” per quasi tutti i casi di intervento pubblico³². Tuttavia, l'assenza di indicazioni quantitative o qualitative lascia un discreto margine di discrezionalità nel determinare la necessità o meno di un sostegno finanziario pubblico straordinario³³. Tale discrezionalità emerge chiaramente dalla diversa ampiezza con cui il termine è stato interpretato a livello europeo: mentre la Corte di giustizia dell'Unione europea (“CGUE”) definisce “grave turbamento” quello che colpisce l'economia nazionale dello Stato membro (opinione condivisa anche dal Comitato di risoluzione unico) la Commissione europea ha adottato un approccio più discrezionale, autorizzando aiuti anche in situazioni nelle quali il turbamento economico aveva carattere meramente regionale³⁴. In tal senso, le decisioni della Commissione europea sono state criticate per la loro mancanza di trasparenza³⁵.

³¹ Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, articolo 107, paragrafo 3, lettera b).

³² E. GHIBELLINI, *Bank Crisis Management and State Aid in the EU: A comparative Law and Economics analysis of bank resolution, precautionary recapitalisation and bank liquidation*, 2021, 38.

³³ R. OLIVARES-CAMINAL, C. RUSSO, *Precautionary recapitalisation: time for a review*, in *In-depth analysis for the European Parliament*, 2017, 11. La situazione è ulteriormente complicata dal fatto che, nel recepire la BRRD, molti Stati membri hanno adottato una formulazione ambigua, sul punto, si veda M. BODELLINI, *Greek and Italian 'Lessons' on Bank Restructuring: Is Precautionary Recapitalisation the Way Forward?*, in *Cambridge Yearbook of European Legal Studies*, 2017, 144.

³⁴ P. NICOLAIDES, *State aid after the Banking Union: serious disturbance and public interest*, in *Journal of Banking Regulation*, 2022, 79.

³⁵ Cfr. CORTE DEI CONTI EUROPEA, *Control of State aid to financial institutions in the EU: in need of a fitness check*, 2020, 49, secondo cui, con specifico riguardo alle misure di supporto alla liquidazione «Tutte le decisioni riguardavano banche con quote di mercato comprese tra lo 0,02% e il 2%. Esiste una serie di motivi potenziali per cui il fallimento di una banca anche non rilevante dal punto di vista sistematico

In secondo luogo, le misure in oggetto dovrebbero essere «*proporzionate per rimediare alle conseguenze della grave perturbazione*». In tal senso, sembra di poter intendere che i legislatori europei preferiscano la forma meno invasiva e meno costosa dal punto di vista fiscale, purché essa sia ugualmente in grado di porre rimedio a tale grave perturbazione.

In terzo luogo, le misure devono essere «*di carattere cautelativo e temporaneo*». Tali concetti sono piuttosto confusi: in base alle definizioni fornite dalla Commissione europea, il termine “*precauzionale*” si riferirebbe alla preparazione «*per un eventuale fabbisogno di capitale di una banca che si materializzerebbe se le condizioni economiche dovessero peggiorare significativamente*» mentre “*temporaneo*” significherebbe che «*lo Stato dovrebbe essere in grado di recuperare l'aiuto nel breve-medio termine*»³⁶. A oggi, la temporaneità è la condizione più complicata da rispettare con riferimento alle iniezioni di capitale, dal momento che nei tre casi in cui tale strumento è stato utilizzato, solo in un caso lo stato è riuscito a dismettere completamente la propria partecipazione, dieci anni dopo la ricapitalizzazione (negli altri due, le banche sono ancora in mano pubblica). La presente analisi si focalizza sulla difficoltà di procedere a una tempestiva dismissione, nonostante la chiara volontà dei legislatori europei. Come detto, tale difficoltà influisce sul funzionamento del sistema di risoluzione nel suo complesso, minandone la credibilità. Nel richiedere il carattere “*temporaneo*” delle misure di supporto, infatti, la disposizione (i) non fornisce alcuno strumento per raggiungere o garantire tale temporaneità, (ii) *sic et simpliciter*, sembra presupporre che il mercato sia sempre liquido e pronto a rispondere positivamente all’annuncio della dismissione di una partecipazione pubblica; (iii) non prende in considerazione i fattori rilevanti che potrebbero, di fatto, facilitare tale dismissione e, quindi, limitare nel tempo la proprietà pubblica della banca ricapitalizzata. A nostro avviso, il problema della temporaneità della ricapitalizzazione

potrebbe rappresentare una potenziale minaccia alla stabilità finanziaria. Per i casi che abbiamo esaminato, riteniamo che la Commissione non abbia spiegato queste ragioni nelle decisioni pubblicate» [traduzione nostra].

³⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *State Aid: How the EU rules apply to banks with a capital shortfall - Factsheet*, 25 giugno 2017 (lo stesso giorno della decisione sulla liquidazione di Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca) [traduzione nostra].

precauzionale è direttamente collegato alle modalità con cui tale ricapitalizzazione viene effettuata e, quindi, alla struttura della disposizione e del quadro normativo. In tal senso, una ricapitalizzazione precauzionale effettuata nella fase iniziale della crisi è più efficiente e consente un disinvestimento più rapido.

In quarto luogo, le misure «*sono subordinate all'approvazione finale nell'ambito della disciplina degli aiuti di Stato dell'Unione*». La Commissione europea, dunque, approva la ricapitalizzazione precauzionale solo dopo la presentazione di un piano di ristrutturazione e l'attuazione della necessaria condivisione degli oneri³⁷. Nella prassi, tale condivisione degli oneri avviene subito *dopo* l'adozione della decisione sugli aiuti di Stato e sempre *prima* dell'iniezione di capitale nella banca. Tale condizione cerca di garantire che ogni turbamento alla competitività del mercato bancario dell'Unione europea sia ridotta al minimo necessario. L'approvazione del piano avviene nel rispetto di tutte le ulteriori condizioni sostanziali relative alla concorrenza: l'esistenza di un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro, la proporzionalità delle misure proposte, l'assenza di vantaggi indebiti per le banche che ricevono il supporto, la natura temporanea di tale intervento, come risultante dal piano di ristrutturazione allegato alla richiesta di supporto.

Per quanto riguarda le condizioni generali legate al risanamento delle banche, le misure di supporto «*sono limitate agli enti solventi*». Questa condizione rappresenta il tratto distintivo delle ricapitalizzazioni precauzionali rispetto agli altri strumenti forniti dalla disciplina della risoluzione bancaria. Il giudizio di solvibilità, tuttavia, non è semplice e non è immune da caratteri di discrezionalità, in quanto implica la valutazione del valore dell'attivo delle banche che, strutturalmente, è opaco³⁸. Per essere efficace, la ricapitalizzazione

³⁷ In linea con la Comunicazione sul settore bancario del 2013, considerando 50.

³⁸ J. ARMOUR ET AL., *Theory of banking*, in J. ARMOUR, D. AWREY, P. DAVIES, L. ENRIQUES, J.N. GORDON, C. MAYER, J. PAYNE (a cura di), *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016, 275-276. Per una dimostrazione formale, si veda T.V. DANG, G. GORTON, B. HOLMSTRÖM, *The Information View of Financial Crises*, in *Annual Review of Financial Economics*, 2020, 39. L'Autorità bancaria europea (EBA), nei suoi Q&A, ha specificato che «*Within the context of Article 32 of Directive 2014/59/EU (BRRD), the notion of solvent institution should be interpreted as*

deve intervenire precocemente nella crisi³⁹: un intervento che avviene quando la crisi bancaria è ormai così profonda da rendere impossibile distinguere se la banca sta affrontando un problema di liquidità o è insolvente consiste di fatto in un *bail-out* che si limita a posticipare i problemi della banca e a prolunga il suo status di “zombie”⁴⁰.

Inoltre, le ricapitalizzazioni precauzionali non dovrebbero essere «utilizzate per compensare le perdite che l'ente ha accusato o rischia di accusare nel prossimo futuro». Tale condizione si presta a diverse interpretazioni. Sebbene il concetto di “perdite che l'ente ha accusato” possa essere interpretato in modo tale da comprendere tutte le perdite antecedenti agli *stress tests* e risultanti dall'ultimo periodo di rendicontazione (*i.e.*, l'ultimo bilancio pubblicato e sottoposto a revisione o verifica⁴¹), è ben più difficile individuare le perdite che l'ente “rischia di accusare nel prossimo futuro”. A prima vista, sembra di poter riferire tale disposizione alla necessità di coinvolgere gli attori privati (azionisti e detentori di capitale subordinato) non solo al fine di limitare le distorsioni concorrenziali, ma anche per limitare l'azzardo morale degli organi di gestione della banca in crisi. Tuttavia, la questione è ben più complessa poiché, specialmente in ambito bancario, il riconoscimento delle perdite dipende in larga misura dalla corretta applicazione dei principi contabili, della *disclosure* obbligatoria e dalle

referring to an institution which does not fall within Article 32(4)(a), (b), (c) However, it is understood that, as regards Article 32(4)(a), the concept of solvency does not refer to meeting conditions for authorisation that would relate to non-financial resources (such as systems and controls)». Si veda EBA, Q&A 2015_1777.

³⁹ VÉRON (nota 27), 12.

⁴⁰ Il termine “banca zombie” si riferisce solitamente a quelle banche con capitale tangibile o valore di mercato negativo. Ai fini del presente contributo consideriamo “banche zombie” quelle banche che soddisfano i requisiti patrimoniali sulla base del valore contabile, anche aggiustato sulla base del loro valore economico, ma che non avrebbero riserve sufficienti per resistere a un peggioramento economico e/o prestare denaro a mutuatari idonei (la definizione è tratta da W.P. DE GROEN, *Precautionary recapitalisations: Time for a review*, in *In-depth analysis for the European Parliament*, 2017, 11). Le banche zombie causano un'allocazione inefficiente dell'intermediazione del credito, prestando a mutuatari in difficoltà e limitando la crescita economica. In genere, soffrono di un notevole ammontare di crediti deteriorati e prestiti non performanti; in tal senso, si veda C. GANDRUD, M. HALLERBERG, *How not to create zombie banks: lessons for Italy from Japan*, in *Bruegel Policy Contribution*, 2017, 2.

⁴¹ VÉRON (nota 27), 12.

prassi di vigilanza e – aneddoticamente – tale riconoscimento è molto tardivo⁴². Il dato normativo sembra poi escludere che la ricapitalizzazione precauzionale possa essere usata per coprire le perdite sostenute ma non ancora riconosciute. In tal senso, la clausola sembra di difficile applicazione: nella prassi, durante una crisi è difficile verificare quali siano le perdite che la banca ragionevolmente sopporterà nel periodo compreso tra la richiesta di supporto e la sua concessione, soprattutto considerando i tempi stretti in cui viene presa la decisione di intervento. Véron identifica le perdite non compensabili con la ricapitalizzazione precauzionale in quelle che l'istituto probabilmente dovrà affrontare prima della chiusura del quadrimestre di riferimento in corso: pur rappresentando un valido indirizzo, tale teoria non risolve le problematiche già discusse in precedenza⁴³.

Con riferimento alle condizioni specifiche legate all'apporto di capitale, l'art. 32(4)(d)(iii) BRRD specifica che l'aiuto può assumere la forma di «un'iniezione di fondi propri o l'acquisto di strumenti di capitale». Tale formulazione si riferisce agli strumenti di *Common Equity Tier 1* (“CET1”), *Additional Tier 1* e *Tier 2*, come definiti e disciplinati nel Regolamento sui requisiti prudenziali per gli enti creditizi⁴⁴. Come meglio specificato *sub* §4, la prassi mostra che in due casi su tre in cui è stata attuata una ricapitalizzazione precauzionale, lo stato ha utilizzato una percentuale mista di azioni e strumenti ibridi considerati come CET1, mentre in un caso solo ha acquistato esclusivamente azioni ordinarie⁴⁵. In una situazione di crisi, è ragionevole ritenere che la funzione principale delle ricapitalizzazioni precauzionali sia quella di affrontare una contingente carenza di capitale iniettando nella banca capitale di alta qualità (dunque, CET1), piuttosto che strumenti di capitale di qualità inferiore.

⁴² R.M. BUSHMAN, C.D. WILLIAMS, *Delayed Expected Loss Recognition and the Risk Profile of Banks*, in *Journal of Accounting Research*, 2015, 511.

⁴³ VÉRON (nota 27), 12.

⁴⁴ Si veda l'articolo 2, paragrafo 38, BRRD che fa riferimento all'articolo 4, paragrafo 1, punto 118, del Regolamento (UE) n. 575/2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento (“CRR”).

⁴⁵ A oggi, la ricapitalizzazione precauzionale è stata utilizzata solo in tre casi: per Banca Nazionale di Grecia, Banca del Pireo (in cui lo Stato ha utilizzato anche strumenti ibridi) e per banca Monte dei Paschi di Siena.

L'aiuto deve essere concesso «a prezzi e condizioni che non conferiscono un vantaggio all'ente». Nell'interpretare questa disposizione, la Commissione europea ha definito la nozione di "vantaggio" come «un vantaggio incompatibile con il mercato interno ai sensi delle norme sugli aiuti di Stato»⁴⁶. È da notare, tuttavia, che tale vantaggio, come definito dalla Commissione può essere controllato intervenendo sul grado di remunerazione degli strumenti impiegati nella ricapitalizzazione (livello che dovrebbe essere in linea con i requisiti delle norme sugli aiuti di Stato) e sulla profondità delle misure di ristrutturazione a cui è sottoposta la banca. In ogni caso, un certo qual grado di vantaggio è intrinseco alla costruzione degli strumenti della ricapitalizzazione, dal momento che il ritorno sull'investimento per lo Stato sarà necessariamente inferiore al premio che avrebbe richiesto il mercato per la stessa operazione. Una soluzione alternativa è quella di considerare "vantaggio" il supporto finanziario pubblico straordinario che non è compensato da un adeguato coinvolgimento del settore privato nella sopportazione delle perdite. A tal proposito, l'articolo 59(3)(e) BRRD menziona espressamente le ricapitalizzazioni precauzionali tra i casi in cui l'autorità di risoluzione può convertire o svalutare gli strumenti di capitale al di fuori della risoluzione.

Infine, la ricapitalizzazione precauzionale sottoforma di iniezione di capitale o di acquisto di azioni proprie può essere autorizzata solo se uno *stress test* o una verifica della qualità degli attivi ("*asset quality review*") evidenzia una carenza di capitale. La disposizione non specifica se tale carenza debba materializzarsi nello scenario base o in quello avverso, eppure tale specificazione è fondamentale ed è strettamente legata al requisito della solvibilità dell'ente: in un mondo in cui i bilanci delle banche sono perfettamente trasparenti, il valore delle loro attività perfettamente verificabile e gli *stress tests* esattamente calibrati, tale specificazione garantisce che solo le banche solvibili ma sottocapitalizzate ricevano supporto pubblico come strumento di prevenzione; tuttavia, tale scenario si basa su una serie di ipotesi che non corrispondono alla realtà dei fatti, e dunque il segnale lanciato ai mercati da una carenza di capitale che emerge da uno *stress*

⁴⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *Decisione SA.43365 (2015/N) – Grecia Modifica del piano di ristrutturazione approvato nel 2014 e concessione di nuovi aiuti alla National Bank of Greece*, par. 173.

test può essere inadeguato a identificare le banche idonee a essere ricapitalizzate mediante ricapitalizzazione precauzionale.

Tale ultima osservazione si collega strettamente a una più ampia riflessione sulla natura temporanea delle ricapitalizzazioni precauzionali. Come accennato, tale caratteristica si distingue dalle altre condizioni esaminate nel presente paragrafo, in quanto rappresenta una condizione “prognostica” (*i.e.*, implica la necessità di valutare *hodie* la probabilità che lo stato riesca a liquidare il proprio investimento, in un momento futuro). Al contrario, le altre condizioni sono tutte immediatamente verificabili (sebbene con un certo margine di errore), al momento della decisione di concedere la ricapitalizzazione precauzionale. Inoltre, a livello linguistico, si potrebbe persino contestare la compatibilità concettuale di un aiuto di natura “temporanea” erogato attraverso strumenti di capitale perpetui, che possono essere liquidati esclusivamente previa accettazione contrattuale di un terzo. A ciò si aggiunge un ulteriore elemento di incertezza che incide sull’applicabilità della clausola di temporaneità, rappresentato dalle condizioni macroeconomiche presenti al momento in cui la partecipazione pubblica dovrebbe essere dismessa. Tali problematiche si sono concretizzate con evidenza nei tre casi di ricapitalizzazione precauzionale concessi, come verrà illustrato in dettaglio nel prossimo paragrafo.

4. *Le ricapitalizzazioni precauzionali in pratica*

Per completare l’analisi sull’istituto della ricapitalizzazione precauzionale, è necessario soffermarsi sui casi concreti in cui tale strumento è stato applicato nei primi anni di vigenza della BRRD, al fine di valutare la coerenza di tali interventi rispetto ai principi teorici e agli elementi giuridici delineati nelle pagine precedenti

A oggi, la ricapitalizzazione precauzionale è stata implementata tre volte: nel 2015, con riferimento a due banche greche – Banca del Pireo⁴⁷

⁴⁷ Banca commerciale fondata nel 1916 e quotata alla Borsa di Atene nel 1918, storicamente il suo *core business* si è incentrato sul credito alle PMI. Per maggiori informazioni si veda PIRAEUS HOLDING, *Piraeus Banks SA*, reperibile qui: <https://www.piraeusholdings.gr/en/group-profile/groups-presence/piraeus-bank> [ultimo accesso: 14/12/2024].

e Banca Nazionale di Grecia⁴⁸ – e nel 2017 con riferimento a Banca Monte dei Paschi di Siena⁴⁹. Sebbene i modelli di intervento abbiano presentato significative differenze, si segnala come solo la Banca del Pireo sia stata interamente privatizzata, e ciò è avvenuto quasi un decennio dopo l'intervento pubblico⁵⁰. Le altre due istituzioni, invece, rimangono tuttora sotto il controllo statale. Alla luce di ciò, la presente analisi si propone di verificare, attraverso l'esame dei casi citati, il rispetto del requisito della temporaneità, considerato uno dei cardini dell'istituto in questione.

4.1 *Le ricapitalizzazioni di Banca Nazionale di Grecia e di Banca del Pireo*

Banca Nazionale di Grecia (BNG) e Banca del Pireo rappresentano due delle quattro principali banche greche, insieme a Eurobank e Alpha Bank⁵¹. Per fornire le coordinate fondamentali del contesto in cui ci muoviamo, è utile osservare che, al fine 2015 le due banche detenevano, congiuntamente, circa il 53% dei depositi bancari del paese⁵². Questo

⁴⁸ Banca commerciale fondata nel 1841 e quotata alla Borsa di Atene nel 1880, offre prodotti e servizi finanziari a clienti aziendali e istituzionali, nonché a clienti privati e commerciali. Per maggiori informazioni si veda NATIONAL BANK OF GREECE, *Our National Bank of Greece*, reperibile qui: <https://www.nbg.gr/en/group/activities/bank> [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁴⁹ Banca commerciale fondata nel 1472, Monte dei Paschi di Siena è nota per essere la banca più antica del mondo ancora in funzione. Il Gruppo Montepaschi è attivo in tutta Italia e nei principali mercati finanziari internazionali con un'operatività incentrata sui tradizionali servizi bancari al dettaglio e commerciali e con una particolare attenzione alle famiglie e alle piccole e medie imprese. Il Gruppo opera attraverso proprie società specializzate in tutte le principali aree di business: leasing, factoring, corporate finance e investment banking. Per maggiori informazioni si veda GRUPPO MONTEPASCHI, *Presentazione*, reperibile qui: <https://www.gruppomps.it/en/about-us/presentation.html> [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁵⁰ REUTERS, *Greece's Piraeus Bank 1.4 bln stake sale secures strong demand*, reperibile qui: <https://www.reuters.com/markets/deals/greeces-bank-bailout-fund-initiates-stake-sale-piraeus-bank-2024-03-03/> [ultimo accesso 14/12/2024].

⁵¹ Per un'analisi più dettagliata si veda GHIBELLINI (nota 32), 164.

⁵² BANCA DEL PIREO, *Relazione finanziaria annuale 2015*, 8 ss., reperibile qui: <https://www.piraeusholdings.gr/~media/-Com/2015/Files/Investor-Relations/Financial-Data/Financial-Statements/Financial-Statements-2015/Annual->

dato, di per sé significativo, deve essere letto alla luce delle difficoltà strutturali che hanno caratterizzato il settore bancario greco in quegli anni: nonostante una prima ricapitalizzazione di €15.7 miliardi nel 2013, entrambe le banche hanno subito perdite rilevanti a causa del progressivo deterioramento dell'economia nazionale⁵³.

Nell'autunno del 2015, l'*asset quality review* e lo *stress test* condotti dalla Banca Centrale Europea hanno evidenziato una carenza di capitale di €4.4 miliardi nello scenario di base e di €14.4 miliardi nello scenario avverso per le quattro principali banche greche⁵⁴. Sebbene gli istituti di credito siano riusciti a raccogliere quantità significative di capitale sul mercato, BNG e Banca del Pireo hanno coperto solo la carenza di capitale relativa allo scenario di base. Per colmare il *deficit* relativo allo scenario avverso, le due banche hanno dunque chiesto una ricapitalizzazione precauzionale. Tale intervento è stato effettuato dal Fondo Ellenico di Stabilità Finanziaria ("HFSF"), una società veicolo ("SPV") di proprietà dello Stato greco creata per contribuire alla stabilizzazione del settore bancario greco durante la crisi del debito pubblico greco, i cui amministratori sono selezionati anche da

financial-report.pdf [ultimo accesso: 14/12/2024]; Banca Nazionale di Grecia, *Relazione annuale 2015*, 12 ss., reperibile qui: <https://www.nbg.gr/-/jssmedia/Files/nbgportal/reports/migrated-data/files/english/the-group/investor-relations/financial-information/annual-interim-financial-statements/documents/annual-and-interim-financial-statements/financial-report-31-12-2015-en.pdf?rev=8f3856ad3e33452e8404beb5b221acd0> [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁵³ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Decisione SA.34824 (2012/C) - Ricapitalizzazione e ristrutturazione della National Bank of Greece S.A.*, para. 14; *Decisione SA.34826 (2012/C) - Sull'aiuto di Stato cui la Grecia ha dato esecuzione a favore del gruppo Piraeus Bank in relazione alla ricapitalizzazione e alla ristrutturazione di Piraeus Bank S.A.*, para. 15.

⁵⁴ AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *EU-wide stress testing 2014*, reperibile qui: <https://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing/2014> [ultimo accesso: 29/10/2023]; B. MESNARD, A. MARGERIT, M. MAGNUS, *Precautionary recapitalisations under the Bank Recovery and Resolution Directive: conditionality and case practice*, in *Briefing for the European Parliament*, 2017, 3.

rappresentanti della Banca Centrale Europea, del Meccanismo Europeo di Stabilità e della Commissione Europea^{55 56}.

L'HFSF ha iniettato €2,7 miliardi in ciascuna delle due banche (per un importo totale di €5.4 miliardi) sottoforma di strumenti ibridi di capitale (CoCos) per il 75% dell'importo e di azioni ordinarie per il restante 25%⁵⁷. In particolare, i CoCos avevano le seguenti caratteristiche, identiche per entrambe le banche: (i) erano computabili come CET1 (interpretando in modo estensivo le regole sul capitale CET1⁵⁸); (ii) prevedevano il pagamento di una cedola pari all'8% del loro valore nominale, in contanti o in azioni a discrezione dell'emittente e che non potessero essere pagati dividendi sulle azioni ordinarie della banca se questa avesse deciso di non pagare interamente anche solo una cedola; (iii) gli strumenti erano di tipo "*conversion to equity*", con prezzo di conversione fissato a €0,3, pari al valore nominale delle azioni ordinarie⁵⁹; (iv) la banca aveva il diritto, ma non l'obbligo, di

⁵⁵ Legge 3864/2010, aggiornata da ultimo dalla Legge 5092/2024 FEK A 33/4.03.2024. Disponibile in inglese all'indirizzo: https://hfsf.gr/wp-content/uploads/2024/04/HFSF_LAW-3864_2010-04_03_2024_Unofficial-Codification_clean.pdf [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁵⁶ Cfr. HELLENIC FINANCIAL STABILITY FUND, *History*, reperibile qui: <https://hfsf.gr/en/history/> [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁵⁷ Decisione SA.43364, para. 13; Decisione SA.43365, para. 30.

⁵⁸ Si veda l'articolo 26 CRR.

⁵⁹ Si veda COMMISSIONE EUROPEA, *Decisione SA.43365*, par. 31-38. Come è stato osservato da GHIBellini (nota 32), 167, Il fatto che la conversione dei CoCo avvenga al valore nominale anziché al prezzo di mercato rappresenta una caratteristica non conforme ai principi di mercato, suggerendo che i CoCo possano contenere una componente di regalo. Tale beneficio si concretizzerebbe al momento della conversione, qualora il valore di mercato risultasse inferiore al valore nominale. Inoltre, poiché i CoCo erano sottoscritti esclusivamente dall'HFSF e non erano liberamente negoziabili, la loro struttura potrebbe aver implicato ulteriori elementi di regalo, creando una potenziale distorsione. Questa configurazione sembra entrare in conflitto con il principio del "*no creditor worse off*" (NCWO) e potrebbe essere soggetta a richieste di recupero ai sensi della comunicazione sul settore bancario del 2008 e della comunicazione sulle proroghe del 2010. Tuttavia, l'eventuale necessità di un rimborso *ex post* risulterebbe particolarmente complessa, comportando il rischio di lunghi e costosi processi di contenzioso. Nella letteratura finanziaria, strumenti di questo tipo sono talvolta definiti *CoCos non diluitivi*, evidenziando la loro peculiarità rispetto agli strumenti tradizionali e le implicazioni normative e operative che ne derivano, cfr. J. HILSCHER, A. RAVIV, *Bank Stability and Market Discipline: The*

rimborsare i CoCos; (v) tali strumenti potevano essere trasferiti dall'HFSF a un altro soggetto, con il consenso della banca e dell'autorità di regolamentazione, come previsto dalla legge che disciplina l'HFSF (la "legge HFSF").

Particolarmente interessante, però, è la clausola relativa al meccanismo di conversione. Tale conversione, infatti, era prevista in tre circostanze: (a) in caso di mancato pagamento di due cedole annuali, anche non consecutive; (b) se il coefficiente CET1 della banca fosse sceso al di sotto del 7%; (c) su richiesta del detentore delle obbligazioni, dopo sette anni dalla loro emissione.

Ai fini del presente articolo, è importante esaminare le considerazioni della Commissione sulla temporaneità di tale intervento. Ad avviso della Commissione «*la natura temporanea dell'aiuto è garantita dal fatto che un'elevata percentuale dell'aiuto (75%) è concessa sotto forma di uno strumento di capitale rimborsabile, ossia i CoCos, nonché dall'obiettivo generale dello Stato greco di uscire dal capitale della Banca attraverso la privatizzazione*»⁶⁰. Allo stesso modo, la natura precauzionale della misura sussisteva nella misura in cui «*[l'aiuto iniettato] porterà alla creazione di buffer prudenziali nella Banca [e quindi] migliorerà la resilienza del suo bilancio e la capacità di resistere a potenziali shock macroeconomici avversi*»⁶¹. Tali affermazioni si sono rivelate almeno parzialmente corrette con riferimento alla natura precauzionale dell'aiuto, ma hanno certamente sottovalutato la complessità di garantire la natura temporanea del supporto pubblico.

Si noti che lo Stato greco non si è impegnato a disinvestire entro una data specifica ma, al contrario, la decisione della Commissione sembra considerare la natura ibrida del CoCos come *ex se* adatta a garantire la temporaneità dell'intervento⁶².

Non è stato possibile trovare alcun riferimento alla natura temporanea degli interventi nella "Legge sul Fondo Ellenico di Stabilità

Effect of Contingent Capital on Risk Taking and Default Probability, in *Journal of Corporate Finance*, 2014, 542.

⁶⁰ Decisione SA.43364, para. 168; decisione SA.43365, par. 177.

⁶¹ *Ibidem*.

⁶² Nel caso di MPS, invece, l'Italia si è impegnata a vendere la propria partecipazione nella banca entro il 31 dicembre 2021, come illustrato nella sezione 4.2.

Finanziaria”, la legge fondamentale che regola il funzionamento di tale SPV⁶³. Solo nel 2015, un mese prima della concessione della ricapitalizzazione precauzionale, la legge è stata emendata inserendo, all’articolo 8, riferimenti alla dismissione della partecipazione statale⁶⁴. Un secondo emendamento a tale legge è intervenuto nel giugno 2022 e a riguardato l’inclusione, come nuova priorità dell’azione del Fondo «*l’effettiva dismissione di azioni o altri strumenti finanziari detenuti dagli istituti di credito, che si basa su una strategia di dismissione con uno specifico orizzonte temporale di attuazione definitiva e completa*»⁶⁵. Tale emendamento è stato accolto positivamente dalla Banca Centrale Europea⁶⁶. La stessa legge ha fissato la durata dell’HFSF al 31 dicembre 2025, data entro la quale dovranno essere realizzate tutte le dismissioni.

A seguito della ricapitalizzazione, entrambe le banche sono state sottoposte a una serie di restrizioni volte a contenere gli effetti distorsivi del sostegno finanziario pubblico. Anche se l’obiettivo di queste misure non è direttamente collegato a garantire la temporaneità dell’intervento, esse sono rilevanti in quanto, indirettamente, influenzano la redditività della banca e, quindi, la probabilità di una più rapida dismissione della quota di partecipazione pubblica. In particolare, la Commissione ha imposto a entrambe le banche alcune misure strutturali (riduzione del numero di filiali e di dipendenti, cessione da attività estere) e misure comportamentali volte a ridurre i costi e migliorare la *governance* aziendale (tetto alla remunerazione degli organi esecutivi, limiti all’acquisizione di titoli non *investment-grade*). Inoltre, il piano di ristrutturazione di BNG prevedeva esplicitamente la cessione di alcune filiali estere⁶⁷.

⁶³ *Supra* (nota 55).

⁶⁴ *Id.* articolo 8.

⁶⁵ *Id.* articolo 2.

⁶⁶ BANCA CENTRALE EUROPEA, *Opinion on the divestment strategy, governance structure and special rights of the Hellenic Financial Stability Fund*, 11 maggio 2022, 1.

⁶⁷ Questo punto specifico è stato fondamentale per consentire alla banca di riscattare i CoCos un anno dopo. In particolare, BNG si è impegnata esplicitamente a vendere la propria partecipazione in Finansbank A.S. (pari al 99,81%) e a utilizzare l’eccedenza per riscattare gli strumenti ibridi, cfr. Decisione SA.43365, paragrafo 66. È da notare, tuttavia, che il rimborso sembra essere effettuato in deroga alle regole stabilite dall’articolo 52, paragrafo 1, lettera i), CRR.

Alla fine del 2015, il CET1 *ratio* di Banca Nazionale di Grecia era salito a 17,5%, rispettando così pienamente i requisiti normativi⁶⁸. A seguito dell'approvazione da parte dell'SSM e in base alla normativa vigente, il 15 dicembre 2016, BNG ha rimborsato completamente i CoCos, seguendo gli impegni contenuti nel suo piano di ristrutturazione emendato, approvato dalla Commissione il 4 dicembre 2015⁶⁹. A seguito del rimborso dei CoCos, il CET1 *ratio* del gruppo al 31 dicembre 2016 si è attestava al 16,3%, confermando così la solidità dei fondamentali dell'istituto⁷⁰. Anche dopo il rimborso, tuttavia, BNG è rimasta sotto il controllo pubblico a causa delle precedenti ricapitalizzazioni.

Banca del Pireo ha avuto una storia più travagliata. Nel 2020, la BCE ha bloccato il pagamento delle cedole sui CoCos, a causa di una violazione del *Combined Capital Buffer*⁷¹. Ciò ha implicato, per la seconda volta, il mancato pagamento di una cedola⁷², e ha fatto scattare la conversione dei CoCos in azioni ordinarie⁷³. Al momento, la

⁶⁸ BNG, *Relazione annuale* 2015, 9.

⁶⁹ HELLENIC FINANCIAL STABILITY FUND, *The Hellenic Financial Stability Fund returns €2bio to the Hellenic Republic following NBG's successful repayment of the CoCos*, 20 febbraio 2017, reperibile qui: <https://hfsf.gr/en/the-hellenic-financial-stability-fund-returns-e2bio-to-the-hellenic-republic-following-nbgs-successful-repayment-of-the-cocos/> [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁷⁰ BNG, *Relazione annuale*, 2016, 70.

⁷¹ Si veda l'articolo 128 della Direttiva (UE) 2013/36 sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle imprese di investimento ("CRD"). In effetti, l'articolo 141 CRD equipara il pagamento delle cedole sugli strumenti AT1 al pagamento dei dividendi alle azioni ordinarie, entrambi vietati se la banca, così facendo, viola le riserve di capitale.

⁷² Banca del Pireo ha mancato il pagamento della prima cedola già nel 2018, al fine di «salvaguardare il capitale e costruire ulteriori buffer rispetto ai livelli dei requisiti patrimoniali», cfr. Banca del Pireo, *Relazione annuale* 2018, 16.

⁷³ NASDAQ, *Piraeus Bank misses CoCo bond coupon payment, bank rescue fund to raise stake*, 7 dicembre 2020, reperibile qui: <https://www.nasdaq.com/articles/piraeus-bank-misses-coco-bond-coupon-payment-bank-rescue-fund-to-raise-stake-2020-12-07> [ultimo accesso: 14/12/2024]. Ciò si riferisce alla raccomandazione della BCE del 20 marzo 2020, durante la pandemia COVID-19 le banche sono state invitate a non pagare dividendi o riacquistare azioni al fine di «conservare il capitale per mantenere la loro capacità di sostenere l'economia» e di «assorbire le perdite», cfr. Banca centrale europea, *Recommendation on dividend distributions during the COVID-19 pandemic*, 27 marzo 2020 [traduzione nostra].

decisione di bloccare il pagamento non è pubblica e non è dunque dato conoscere nei dettagli il motivo esatto di tale diniego; in ogni caso, esso ha fatto scattare la conversione dei CoCos e, di conseguenza, la partecipazione della Repubblica ellenica è salita dal 26,4% al 61,3%, causando una nazionalizzazione di fatto della banca⁷⁴. Lo Stato greco, per diluire la propria partecipazione al di sotto del 30% ha spinto per una nuova ricapitalizzazione nell'aprile 2021, attestando la propria quota al 27% del capitale di Banca del Pireo⁷⁵.

Nel settembre 2022, seguendo le modifiche intervenute alla legge HFSF, il Fondo ha indetto una gara d'appalto pubblica per selezionare un consulente in grado di predisporre un piano volto alla privatizzazione delle banche in suo possesso⁷⁶.

Il 4 marzo 2024, l'HFSH ha annunciato l'intenzione di vendere una parte della sua partecipazione (22%) in Banca del Pireo annunciando, pochi giorni dopo, l'intenzione di dismettere l'intera partecipazione. Il prezzo iniziale è stato fissato a €0,93 per azione, aumentato poi a €4,00 per azione⁷⁷. Tali azioni sono state assegnate a investitori istituzionali e *retail* greci per un importo massimo pari 20%, mentre il restante 80% è stato venduto a investitori istituzionali internazionali. Anche se non espressamente dichiarato, è possibile immaginare che il disinvestimento della partecipazione pubblica sia stato agevolato dalle

⁷⁴ BANCA DEL PIREO, *Comunicato stampa del 23 novembre 2020*, reperibile qui: <https://www.piraeusholdings.gr/en/-press-office/announcement/2020/11/announcement-23-11-2020> [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁷⁵ BANCA DEL PIREO, *Comunicato stampa del 16 marzo 2021*, reperibile qui: <https://www.piraeusholdings.gr/en/press-office/press-release/2021/03/announcement-16-3-2021> [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁷⁶ BUSINESS DAILY, *Banks being returned to private hands: The process and challenges*, 7 settembre 2022, reperibile qui: https://www.businessdaily.gr/english-edition/70112_banks-being-returned-private-hands-process-and-challenges [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁷⁷ HELLENIC FINANCIAL STABILITY FUND, *Announcement regarding the outcome of the offering by the Hellenic Financial Stability Fund of existing common, registered, dematerialized voting shares, listed on the regulated market of the Athens Stock Exchange, with a nominal value of €0.93 each in the share capital of Piraeus Financial Holdings S.A.*, reperibile qui: https://hfsf.gr/wp-content/uploads/2024/03/Outcome_Announcement.pdf [ultimo accesso: 14/12/2024].

condizioni favorevoli create dall'aumento dei tassi di interesse, di cui ha beneficiato l'intero sistema bancario⁷⁸.

Banca Nazionale di Grecia, invece, è ancora partecipata dalla Repubblica ellenica con una quota pari al 18,39% del capitale della banca.

4.2 *La ricapitalizzazione di Monte dei Paschi di Siena*

Banca Monte dei Paschi di Siena (MPS) è la quinta banca italiana per dimensioni⁷⁹. A fine 2016, MPS aveva un bilancio attivo €153 miliardi, con le sue attività principali legate ai segmenti *retail* e piccole e medie imprese (PMI)⁸⁰.

La sottocapitalizzazione di MPS era un problema ben noto e durante la crisi del debito sovrano sono stati effettuati diversi tentativi di ricapitalizzazione dell'istituto⁸¹; nonostante i numerosi tentativi di intervento, in uno *stress test* condotto nel 2016 dall'Autorità bancaria europea MPS è risultata la peggiore tra le 51 istituzioni esaminate⁸².

Per rafforzare la propria posizione patrimoniale, l'istituto ha tentato senza successo di raccogliere €5 miliardi sul mercato e, nel 2016, ha

⁷⁸ In questo senso, BANCA DEL PIREO, *Relazione finanziaria annuale 2023*, 12; cfr. anche Banca del Pireo, *Relazione finanziaria semestrale*, 9, 11.

⁷⁹ BANCA D'ITALIA, *Identificazione dei gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena*, reperibile qui: <https://www.bancaditalia.it/compiti/stabilita-finanziaria/politica-macropрудenziale/identificazione-20211119/index.html> [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁸⁰ MONTE DEI PASCHI DI SIENA, *Relazione annuale*, 2016, 47.

⁸¹ Il primo intervento pubblico di sostegno è stato fornito già nel 2009, con la sottoscrizione dei cosiddetti "Tremonti bond" (una forma di strumenti ibridi) per €1.9 miliardi, finalizzati a sostenere il finanziamento all'economia reale e accompagnato da garanzie statali, mentre una seconda ricapitalizzazione è avvenuta nel 2013, per un importo complessivo di €4.1 miliardi. Tra il 2009 e il 2022 MPS è stata ricapitalizzata sette volte, il che rappresenta un chiaro segno del conflitto di interessi delle autorità pubbliche: i regolatori nazionali tenderanno sempre a salvare e proteggere le banche nazionali, incentivando così un'emersione ritardata della crisi.

⁸² EBA, *2016 EU-wide stress test*, 2016. Nello scenario avverso, il coefficiente patrimoniale CET1 *fully loaded* della banca si è ridotto da 12,07% a fine 2015 a -2,44% a fine 2018, con una riduzione di €10.1 miliardi. Nessun'altra banca partecipante ha registrato un patrimonio netto negativo. Il divario tra la posizione patrimoniale nello scenario di base e in quello avverso è stato di 14,25 punti percentuali, contro una media totale di 4,5.

chiesto una ricapitalizzazione precauzionale, approvata il 4 luglio 2017, per un importo totale di €8.1 miliardi. Tale ricapitalizzazione prevedeva la conversione e l'immediata diluizione degli obbligazionisti *junior* per €4.3 miliardi, un'iniezione di capitale di €3,9 miliardi da parte dello Stato italiano e l'erogazione di €1.5 miliardi per risarcire gli investitori *retail* vittime della vendita fraudolenta di strumenti finanziari di MPS⁸³.

Nel rispetto della normativa europea, ai fini della concessione della ricapitalizzazione, MPS è stata ritenuta solvibile dalla BCE al momento della ricapitalizzazione. Ciò ha rappresentato la base per la decisione della Commissione⁸⁴ che è stata successivamente impugnata davanti alla CGUE⁸⁵. In base a quanto previsto dal piano di ristrutturazione, lo

⁸³ Prima del conferimento, la condivisione degli oneri è stata attuata convertendo gli strumenti di debito subordinati in azioni ordinarie a tassi di conversione predefiniti e diluendo gli azionisti esistenti. Ai sensi dell'articolo 22, comma 4, del d.l. 237/2016, sono state annullate tutte le disposizioni relative ai diritti economici sulle azioni della banca o su altri strumenti di capitale soggetti a *burden-sharing* che ostacolavano il pieno riconoscimento delle azioni o degli strumenti di capitale come strumenti di CET1.

⁸⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Decisione SA.47677 (2017/N) - Nuovo aiuto e piano di ristrutturazione modificato di Banca Monte dei Paschi di Siena*, par. 128, 133. Gli altri dettagli della ricapitalizzazione sono i seguenti: secondo la Commissione, le perdite subite dalla banca dopo lo *stress test* erano già contabilizzate e quindi considerate “già sostenute”; di conseguenza, avrebbero dovuto essere imputate al patrimonio netto. Le “*perdite probabili*” sono state stimate in €4.4 miliardi, comprendendo (i) le perdite derivanti dalla cessione di crediti deteriorati, risultanti dalla differenza tra il valore contabile di tali attività e il loro prezzo di vendita stimato; e (ii) le perdite derivanti dall'ispezione in loco della BCE, che non si sovrapponevano al punto (i) o alle perdite derivanti dalla transazione sui crediti deteriorati e che quindi dovevano ancora essere contabilizzate dalla banca. Allo stesso tempo, la banca ha ceduto: (i) i proventi della vendita dell'attività di *merchant acquiring*; (ii) il capitale generato dalla conversione di strumenti di debito subordinati in azioni, ad esclusione di altre risorse private internamente disponibili. Inoltre, la riduzione del bilancio prevista nel piano di ristrutturazione della banca avrebbe contribuito a ridurre il suo fabbisogno di finanziamento. La Commissione ha imposto rimedi strutturali per limitare la distorsione della concorrenza, tra cui il ridimensionamento della banca in termini di attività totali, RWA, impronta geografica, filiali e personale e anche impegni comportamentali (e.g., il divieto di effettuare acquisizioni, di pubblicizzare gli aiuti di Stato e di attuare pratiche commerciali aggressive).

⁸⁵ Il caso è Braesch e altri contro la Commissione (T-161/18 e C 284/21 P). Braesch e altri hanno presentato ricorso contro la decisione della Commissione SA.47677 (2017/N) che autorizzava gli aiuti di Stato comprendenti, *inter alia*, il bail-

Stato italiano si è impegnato a cedere la propria partecipazione in MPS entro il 31 dicembre 2021. Tale data è stata inizialmente omessa nei documenti ufficiali, ma è diventata presto di dominio pubblico e a indubbiamente limitato le possibilità del governo italiano di rispettare il termine originariamente concordato⁸⁶.

A differenza di quanto fatto nei due casi sopra esaminati: (i) la Repubblica italiana non si è avvalsa di una società veicolo, ma ha

in degli azionisti e degli obbligazionisti non garantiti. Per un'analisi completa della decisione della Corte si veda P. Nicolaides, *The European Commission is not Responsible for the Bail-in of Investors in Banks*, 14th febbraio 2023, reperibile qui: <https://www.lexxion.eu/stateaidpost/the-european-commission-in-not-responsible-for-the-bail-in-of-investors-in-banks/> [ultimo accesso: 14/12/2024]. La Corte ha stabilito che la Commissione, nell'ambito della fase di esame preliminare ai sensi dell'articolo 108, paragrafo 3, TFUE, non può essere ritenuta responsabile delle perdite derivanti dal bail-in degli obbligazionisti non garantiti, in quanto tali misure sono state decise a discrezione e sotto la responsabilità dello Stato membro (parr. 73, 74) e semplicemente notificate alla Commissione (parr. 77, 80). La Commissione ha verificato la conformità dell'aiuto richiesto con la Direttiva 2014/59 e ha controllato che le misure di condivisione degli oneri fossero adeguate a limitare l'aiuto al minimo indispensabile per la ricapitalizzazione della banca. Tuttavia, non è stato richiesto di verificare se le misure di condivisione degli oneri decise dallo Stato membro violassero i diritti degli obbligazionisti, poiché qualsiasi violazione dei loro diritti non deriverebbe dall'aiuto in sé, ma dal piano di ristrutturazione proposto dallo Stato membro. In questo senso, in una fase di esame preliminare, la Commissione non ha il potere di imporre o vietare alcuna azione agli Stati membri (par. 72), di conseguenza questi ultimi sono sempre liberi di elaborare un piano senza *burden-sharing*, «correndo il rischio» di veder respinta la loro proposta. Ne consegue che qualsiasi sanzione derivante da un uso improprio dell'aiuto (ad esempio, una deviazione dal piano di ristrutturazione) è giustificata nella misura in cui tale deviazione non è inclusa nelle misure notificate e, di conseguenza, non è coperta dall'autorizzazione della Commissione (quindi, non deriva dalla violazione di un obbligo imposto dalla Commissione). Questa decisione è particolarmente rilevante, in quanto solleva la Commissione da qualsiasi responsabilità per i danni derivanti dall'attuazione di un piano di ristrutturazione che limita o annulla i diritti degli azionisti e degli obbligazionisti non garantiti, circoscrivendo l'ambito del giudizio di compatibilità che la Commissione deve effettuare quando valuta un piano di ristrutturazione. In questo modo, fornisce un forte incentivo alla Commissione per garantire la credibilità del *bail-in* e del coinvolgimento del settore privato, contribuendo così all'efficienza complessiva del sistema.

⁸⁶ Si veda FINANCIAL TIMES, *Talks over UniCredit's acquisition of Monte dei Paschi hit impasse*, 18 ottobre 2021, reperibile qui: <https://www.ft.com/content/64a9b39e-d9df-4410-937b-859a0ab4c20e> [ultimo accesso: 14/12/2024].

effettuato la ricapitalizzazione direttamente attraverso il proprio Ministero dell'Economia e delle Finanze e (ii) ha ricevendo in cambio dell'iniezione esclusivamente azioni ordinarie.

Come nei casi precedenti, anche nella ricapitalizzazione di MPS la Commissione a imposto alcune misure volte a limitare distorsioni concorrenziali, tra cui un ridimensionamento in termini di attività totali, dimensione geografica delle operazioni dell'istituto, dismissione di filiali e personale. In aggiunta, la Commissione ha imposto alcuni obblighi comportamentali (*i.e.*, il divieto di effettuare acquisizioni, di attuare pratiche commerciali aggressive e di pagare dividendi, oltre a un tetto massimo per la remunerazione degli organi esecutivi)⁸⁷. Come vedremo più avanti, in questo caso l'attuazione del piano di ristrutturazione ha portato a un aumento di capitale che ha, *de facto*, distrutto il valore della banca.

Dopo la conclusione della ricapitalizzazione, MPS ha vissuto un periodo di bassi profitti, che si sono ripresi nell'anno immediatamente successivo all'adozione di tali misure, per poi calare nuovamente nel 2019.

Dopo vari tentativi di vendita della partecipazione pubblica in MPS (nessuno dei quali andato a buon fine⁸⁸) e con l'avvicinarsi della scadenza originariamente fissata per la dismissione della propria partecipazione, lo Stato italiano ha chiesto una revisione degli impegni assunti nel 2017, chiedendo anche una proroga della scadenza per la cessione della propria quota in MPS⁸⁹.

⁸⁷Secondo la decisione della Commissione, in caso di cessione della partecipazione pubblica, si sarebbero applicati solo i seguenti impegni: il divieto di una strategia commerciale aggressiva agevolata dall'aiuto di Stato, la chiusura di specifiche filiali estere e una serie di limiti operativi sui mercati finanziari, cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Decisione SA.103450 (2022/N) - Italia Banca Monte dei Paschi di Siena - Seconda modifica all'elenco degli impegni relativi all'aiuto concesso a Banca Monte dei Paschi di Siena nel 2017*, 9.

⁸⁸ In particolare, il governo di Mario Draghi ha cercato di vendere la banca a un unico acquirente, UniCredit spa. Tuttavia, dopo mesi di trattative, lo Stato italiano e l'istituto non sono riusciti a trovare un accordo: la maggior parte delle divergenze è nata dalle diverse opinioni sulla quantità di capitale che lo Stato avrebbe dovuto immettere in MPS prima della vendita: UniCredit ha chiesto una ricapitalizzazione di €7 miliardi (inferiore ai 10 miliardi inizialmente richiesti), contro una previsione dello Stato di €2,5-5 miliardi. Si veda Financial Times, (nota 77) [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁸⁹ Si veda la Decisione SA.47677, para. 50.

Nell'agosto del 2022, la Commissione Europea ha approvato una serie di modifiche agli impegni assunti in relazione agli aiuti concessi a MPS nel 2017, prorogandone contestualmente la scadenza originaria⁹⁰. Nel richiedere tali modifiche, le autorità italiane hanno espressamente imputato l'impossibilità di rispettare gli impegni esistenti entro la fine del periodo di ristrutturazione a circostanze contingenti, aggravate dallo scoppio della pandemia COVID-19 e dal conseguente deterioramento dell'economia italiana ed europea⁹¹.

Nel concedere la proroga, la Commissione ha sottolineato che «l'aiuto sotto forma di ricapitalizzazione precauzionale [...] era di natura temporanea, come garantito dal fatto che le autorità italiane si sono impegnate a cedere tutte le loro azioni della Banca entro il [omissis]»⁹². La Commissione ritiene che la proroga del periodo di ristrutturazione al [omissis] e la proroga del termine [...] per la cessione da parte dello Stato delle azioni acquisite a seguito della ricapitalizzazione precauzionale non incidano sulla valutazione della natura temporanea dell'aiuto. In particolare, la Commissione osserva che la proroga è limitata nel tempo e proporzionata all'obiettivo di completare il processo di ristrutturazione»⁹³.

Tale affermazione è soggetta a diverse interpretazioni. Indipendentemente dal giudizio sull'operato dello Stato italiano e della Commissione, resta incontestabile che l'applicazione della clausola di temporaneità si riveli, nei fatti, limitata e problematica. Questa constatazione assume rilevanza più ampia, incidendo tanto sulla

⁹⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *Decisione SA.103450 (2022/N) Banca Monte dei Paschi di Siena - Seconda modifica all'elenco degli impegni relativi all'aiuto concesso a Banca Monte dei Paschi di Siena nel 2017*. Si noti che il 13 ottobre il Ministro dell'Economia e delle Finanze italiano, interrogato sulla privatizzazione del Monte dei Paschi di Siena, ha dichiarato che «non c'è una data da cui dipendiamo», cfr. REUTERS, *Italy not tied to any deadline to exit Monte Paschi, FinMin says*, 13 ottobre 2023, reperibile qui: <https://www.reuters.com/business/finance/italy-not-tied-any-deadline-exit-monte-paschi-economy-minister-says-2023-10-13/> [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁹¹ Decisione SA.103450, paragrafo 22.

⁹² *Id.* par. 55.

⁹³ *Id.* par. 56.

credibilità quanto sulla praticabilità politica dello strumento della ricapitalizzazione precauzionale in contesti analoghi⁹⁴.

Nel novembre 2022, l'istituto ha effettuato con successo una nuova ricapitalizzazione di €2.5 miliardi, necessaria per attuare il piano di ristrutturazione e rafforzare la posizione patrimoniale della banca⁹⁵. Questa è stata la settima ricapitalizzazione in 14 anni e ha fortemente diluito la posizione degli azionisti esistenti, compresa quella dello Stato italiano come azionista principale e di controllo. Prima della ricapitalizzazione, il prezzo di un'azione ammontava a circa 4-5 euro e, inseguito all'operazione, si è stabilizzato attorno a €1-2⁹⁶.

A seguito dell'incremento dei tassi di interesse, tra novembre 2023 e marzo 2024 lo Stato italiano è riuscito a cedere una parte della propria

⁹⁴ Un chiaro esempio della mancanza di credibilità della misura è ben rappresentato dal caso di Banca Carige. Carige è una piccola banca regionale. Il *Comprehensive Assessment* del 2014 condotto dalla BCE, ha evidenziato una carenza di capitale di €1.83 miliardi insieme a un CET1 ratio del 2,3% nello scenario di base dello *stress test*. Tra dicembre 2014 e settembre 2018 la banca ha subito perdite per circa €1,6 miliardi, con ulteriori perdite per €189 milioni registrate nei primi nove mesi del 2018. La sua redditività è stata indebolita dal deterioramento della qualità degli attivi e dalla diminuzione dei proventi operativi netti. Nel 2018 la banca ha fallito anche lo *stress test* della BCE, mostrando un significativo esaurimento del capitale nello scenario avverso entro la fine del 2020. A fine settembre 2018, la banca ha registrato coefficienti patrimoniali inferiori ai requisiti patrimoniali del processo di revisione e valutazione prudenziale imposti dalla BCE. In questo scenario, le autorità italiane hanno cercato di spingere per una ricapitalizzazione precauzionale (che non ha mai avuto luogo, ma è stata autorizzata dal parlamento italiano con l'approvazione del d.l. 1/2019). Dopo la nomina di tre amministratori temporanei e diversi tentativi falliti di ricapitalizzazione dell'istituto, alla fine di luglio 2019 è stato approvato uno schema di salvataggio con l'intervento di un consorzio interbancario (il FITD), due banche di proprietà dello Stato (Cassa Mediocredito Centrale e Istituto Credito Sportivo) e gli azionisti di Carige.

⁹⁵ REUTERS, *Monte dei Paschi capital talks enter final stretch after Italy vote*, 27 settembre 2022, reperibile qui: <https://www.reuters.com/business/finance/monte-dei-paschi-capital-talks-enter-final-stretch-after-italy-vote-2022-09-26/> [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁹⁶ Dati reperibili qui: <https://mercati.ilsole24ore.com/azioni/borsa-italiana/dettaglio-completo/BMPS.MI> [ultimo accesso: 14/12/2024].

partecipazione nel Monte dei Paschi di Siena⁹⁷. Nonostante ciò, lo Stato continua a detenere una quota significativa della banca, pari al 26,7%.

In questo contesto, emergono tre aspetti di particolare interesse. I primi due riguardano i fattori che, secondo lo Stato italiano, avrebbero ostacolato una cessione tempestiva. Da un lato, il fallimento delle trattative con investitori privati, reso più complesso dall'approssimarsi della scadenza per la dismissione e dall'emersione di informazioni riservate che hanno limitato le opzioni negoziali. Dall'altro, l'impatto della pandemia globale di COVID-19, che ha ulteriormente aggravato il quadro macroeconomico. A ciò si aggiunge l'effetto positivo generato dall'aumento dei tassi di interesse, che ha facilitato la cessione parziale della partecipazione statale.

Questi elementi forniscono una chiara indicazione delle carenze dell'attuale quadro normativo, il quale non sembra in grado di considerare adeguatamente i fattori che influenzano la tempistica del disinvestimento. Ne consegue che l'effettiva operatività della clausola di "temporaneità" dipende, in larga misura, da circostanze fortuite, piuttosto che da un'effettiva capacità di pianificazione e gestione strutturata.

5. I fattori rilevanti nelle ricapitalizzazioni precauzionali

Le ricapitalizzazioni precauzionali sono un elemento di tensione nell'ordinamento europeo, sotto numerosi punti di vista: da un lato, rappresentano un importante elemento di flessibilità nel rigido quadro di risoluzione delle crisi stabilito dall'Unione bancaria; dall'altro, sono facilmente utilizzate in modo opportunistico dagli Stati nazionali, possono facilmente distorcere la concorrenza e creare problemi di azzardo morale, se non correttamente implementate.

Questa tensione appare indicativa di un orientamento dominante nell'attuale ordinamento giuridico, prevalentemente "rivolto

⁹⁷ REUTERS, *Italy raises \$1 bln from Monte dei Paschi's 25% stake sale*, reperibile qui: <https://www.reuters.com/business/finance/italy-starts-sale-20-monte-dei-paschi-stake-investors-2023-11-20/> [ultimo accesso: 3/08/2024]; Bloomberg, *Italy Sells 12.5% of Monte Paschi for About €650 Million*, disponibile all'indirizzo: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-03-26/italy-starts-12-5-sale-of-paschi-in-accelerated-book-building?embedded-checkout=true> [ultimo accesso: 14/12/2024].

all'indietro" e concentrato in misura prevalente sui limiti entro cui è possibile erogare gli aiuti di Stato. Tale impostazione, riscontrabile anche nella proposta di riforma CMDI, mira principalmente a ridurre l'impiego di fondi pubblici e, conseguentemente, il rischio di azzardo morale.

Tuttavia, se si assume come obiettivo la prevenzione di distorsioni della concorrenza, il nodo giuridico si rivela ben più complesso. Esso richiede infatti di affrontare non solo le condizioni per l'erogazione degli aiuti, ma anche le ragioni strutturali che rendono il disinvestimento così difficile da attuare.

A tal proposito, i dati mostrano che, in molti paesi, le partecipazioni pubbliche in singole banche oggetto di intervento rimangono significative anche un decennio dopo l'intervento originario⁹⁸. Questo aspetto non può essere considerato marginale, poiché gli interventi pubblici nel settore bancario sollevano almeno tre ordini di problemi.

In primo luogo, tali interventi comportano l'impiego di ingenti risorse finanziarie provenienti dai contribuenti, con conseguenti implicazioni per la finanza pubblica. In secondo luogo, essi alterano il normale funzionamento del mercato, compromettendo la capacità dei prezzi di riflettere in modo trasparente il valore delle attività e i flussi finanziari.

Infine, le banche a controllo pubblico si rivelano spesso vulnerabili a pressioni di natura politica e tendono a perseguire finalità diverse dalla massimizzazione del profitto. Tale condizione può tradursi non solo in una riduzione della redditività complessiva, ma anche in una propensione eccessiva al rischio, con potenziali ripercussioni sulla stabilità del sistema finanziario⁹⁹.

Il presente paragrafo si propone di analizzare i fattori chiave che potrebbero contribuire a una più efficace applicazione dello strumento della ricapitalizzazione precauzionale. In particolare, l'attenzione si concentra su quelle condizioni che possono agevolare il disinvestimento della partecipazione statale nella banca ricapitalizzata, sia attraverso operazioni di fusione che tramite modalità alternative. In questo modo, si mira a garantire il rispetto del principio di temporaneità, che costituisce uno dei pilastri fondamentali dello strumento in esame

⁹⁸ DELL'ARICCIA *ET AL.*, (nota 12).

⁹⁹ DELL'ARICCIA *ET AL.* (nota 12), 214.

5.1 *La solvibilità dell'ente*

Il primo elemento cruciale per un'applicazione corretta delle ricapitalizzazioni precauzionali risiede nella solvibilità dell'istituzione interessata. Le banche solvibili dovrebbero essere mantenute operative attraverso interventi mirati, come aiuti di liquidità o, in casi circoscritti, ricapitalizzazioni precauzionali¹⁰⁰. Al contrario, le banche insolventi dovrebbero essere rimosse dal mercato mediante procedure di risoluzione o liquidazione. Come già evidenziato, tuttavia, l'accertamento della solvibilità di una banca presenta notevoli complessità. Nonostante l'utilizzo di strumenti tecnici avanzati, quali l'*asset quality review* e gli *stress tests*, la valutazione degli attivi bancari rimane problematica. Questi ultimi si caratterizzano per la loro opacità, la tendenza alla prociclicità e la difficoltà intrinseca nel determinarne il valore in maniera accurata e tempestiva¹⁰¹.

Un ulteriore elemento critico è rappresentato dal disallineamento attualmente esistente tra il concetto di "*solvibilità*" rilevante ai fini della ricapitalizzazione precauzionale e quello di "*dissesto o rischio di dissesto*" rilevante ai fini della risoluzione. Questa discrepanza, che non appare giustificata da una ragione sostanziale, rischia di generare distorsioni nell'applicazione dello strumento della ricapitalizzazione precauzionale¹⁰². Intuitivamente, si potrebbe ritenere che la soglia per la concessione di una ricapitalizzazione precauzionale debba essere pari o addirittura superiore a quella prevista per l'avvio di una procedura di risoluzione. Tuttavia, manca chiarezza normativa in proposito, e ciò contribuisce a rendere incerto il quadro applicativo dello strumento in questione.

Pertanto, in considerazione della difficoltà di verificare con precisione lo stato reale di una banca, si rende necessario individuare

¹⁰⁰ W. BAGEHOT, *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Londra, 1873.

¹⁰¹ Sulle criticità del *Comprehensive Assessment* si vedano S. STEFFEN, *Robustness, validity, and significance of the ECB's asset quality review and stress test exercise*, in *SAFE White Paper*, 2014; E. BARUCCI, R. BAVIERA, C. MILANI, *The Comprehensive Assessment: What lessons can be learned?*, in *The European Journal of Finance*, 2018, 1253.

¹⁰² VÉRON (nota 27), 11-12.

alcuni indicatori in grado di approssimare una valutazione affidabile, garantendo che gli aiuti vengano erogati esclusivamente a istituzioni solvibili ma sottocapitalizzate.

Seguendo questa prospettiva, il risultato di uno stress test nello scenario di base assume un ruolo cruciale. Se una banca risulta sottocapitalizzata anche in tale scenario, non vi è certezza che possa legittimamente beneficiare di una ricapitalizzazione precauzionale. In tal caso, la banca dovrebbe essere avviata alla risoluzione – qualora tutti i requisiti previsti dalla normativa siano soddisfatti – a meno che la violazione dei requisiti patrimoniali non sia chiaramente temporanea e gestibile. Questa affermazione rende necessaria una migliore contestualizzazione del concetto di “scenario base” in uno stress test. Lo scenario di base rappresenta “*un insieme di condizioni economiche e finanziarie che è generalmente coerente con la proiezione di un probabile percorso delle condizioni economiche e finanziarie future*”¹⁰³. Pertanto, è ragionevole sostenere che l’incapacità di una banca di soddisfare i requisiti patrimoniali previsti dallo scenario base, senza poter colmare il *deficit* attraverso fonti private o senza disporre di garanzie di alta qualità sufficienti per accedere al sostegno alla liquidità della banca centrale, costituisce un indicatore significativo. Tale condizione segnala con elevata probabilità che l’istituto potrebbe violare i requisiti patrimoniali nel prossimo futuro e, di conseguenza, essere considerato a rischio di fallimento.

Nel silenzio della legge, questa interpretazione può essere controversa e sicuramente non è maggioritaria¹⁰⁴. Tuttavia, la ricapitalizzazione precauzionale rappresenta una misura eccezionale concepita come elemento di flessibilità in un quadro volto a limitare al massimo l’uso di fondi pubblici nel salvataggio delle banche. Pertanto, un’interpretazione restrittiva della norma sembra giustificata.

D’altro canto, nel caso in cui una banca non superi lo scenario avverso, è fondamentale che essa tenti innanzitutto di rafforzare la propria posizione patrimoniale mediante risorse proprie, ricorrendo, ad esempio, alla conversione del debito o alla raccolta di capitale sul

¹⁰³ P. BAUDINO ET AL., *Stress-testing banks - a comparative analysis*, in *FSI Insights on Policy Implementation*, 2018, 6.

¹⁰⁴ *Ibidem*.

mercato. Solo dopo aver esaurito tali opzioni, potrebbe essere considerata idonea per una ricapitalizzazione precauzionale.

Dal punto di vista funzionale, questa impostazione implica che la ricapitalizzazione precauzionale debba essere riservata a istituti che, con un ragionevole grado di fiducia, possano essere considerati lontani dall'insolvenza. Questo requisito costituisce un elemento cruciale per garantire che l'intervento pubblico rimanga effettivamente temporaneo, preservando così la credibilità e l'efficacia dello strumento.

5.2 *Il tempismo delle ricapitalizzazioni precauzionali*

In relazione alla solvibilità della banca, un ulteriore elemento centrale per assicurare la natura temporanea della ricapitalizzazione precauzionale è rappresentato dalla tempistica dell'intervento. La corretta individuazione del momento in cui agire costituisce una questione cruciale, particolarmente evidente nei casi di bancarotta e riorganizzazione. Questo problema, tuttavia, non è esclusivo del settore finanziario, ma rappresenta una sfida strutturale che accomuna molteplici ambiti economici¹⁰⁵. Nel settore bancario, questa problematica è ulteriormente amplificata dal ruolo determinante delle aspettative. Le banche, infatti, operano e prosperano in quanto percepite come solide dai depositanti e dagli investitori. Tale fiducia si fonda sull'assunto che gli attivi delle banche siano solidi e che, di conseguenza, gli altri depositanti non procederanno improvvisamente a ritirare importi superiori alla media. Questo delicato equilibrio delle aspettative rappresenta uno degli elementi distintivi, ma anche più vulnerabili, del sistema bancario¹⁰⁶. Tuttavia, non appena le aspettative iniziano a deteriorarsi, la crisi può rapidamente evolvere in una crisi di fiducia, mettendo in dubbio la solidità dell'istituto. Questo deterioramento può tradursi in una crisi di liquidità, con depositanti e investitori che cercano simultaneamente di ritirare i propri fondi,

¹⁰⁵ Si veda, ad esempio, L. STANGHELLINI, *Director's Duties and the Optimal Timing of Insolvency. A Reassessment of the 'Recapitalize or Liquidate' Rule*, in P. BENAZZO, M. CERA, S. PATRIARCA (a cura di), *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, 2011, 733.

¹⁰⁶ Questo è il principio base del modello bancario classico proposto in D.W. DIAMOND, P.H. DYBVIK, *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, in *Journal of Political Economy*, 1983, 401.

esaurendo così le riserve disponibili. La conseguente pressione finanziaria può infine sfociare in una crisi di solvibilità, determinando il collasso dell'istituto¹⁰⁷.

In tale contesto, la ricapitalizzazione precauzionale deve essere attuata con sufficiente tempestività, per due ragioni tra loro correlate ma distinte. In primo luogo, il fallimento di uno *stress test* nello scenario avverso comporta una compromissione immediata delle aspettative di solidità dell'istituto, poiché il mercato assimila rapidamente tale informazione, che ha natura pubblica. Di conseguenza, quanto più tempo intercorre tra il riconoscimento del *deficit* patrimoniale e la ricapitalizzazione, tanto maggiore sarà il deterioramento della posizione dell'istituto, rischiando di far perdere alla ricapitalizzazione il suo carattere "precauzionale" e trasformandola, di fatto, in un salvataggio di una banca già insolvente.

In secondo luogo, la stessa richiesta di una ricapitalizzazione precauzionale può innescare un processo autodistruttivo, portando l'istituto verso l'insolvenza. Questo rischio si materializza soprattutto quando l'aiuto viene concesso con ritardo, sia perché il riconoscimento del *deficit* avviene tardivamente, sia perché i negoziati sulle modalità dell'intervento – inclusi i correttivi richiesti per garantire la concorrenza – lasciano la banca in una condizione di incertezza prolungata.

Tale incertezza può avere effetti profondamente destabilizzanti, rendendo la ricapitalizzazione inefficace nel ristabilire la fiducia e, al tempo stesso, aumentando la probabilità che siano necessarie ulteriori iniezioni di capitale in futuro. In questo senso, un intervento tardivo non solo compromette l'efficacia dello strumento, ma ne mina anche la capacità di garantire la stabilità dell'istituto e del sistema nel suo complesso.

Ciò è accaduto nel caso di MPS, quando la banca ha violato i requisiti patrimoniali in attesa che venisse concordata una soluzione di salvataggio¹⁰⁸. Un aspetto particolarmente critico emerso durante le

¹⁰⁷ M.K. BRUNNERMEIER, L.H. PEDERSEN, *Market Liquidity and Funding Liquidity*, in *Review of Financial Studies*, 2009, 2201.

¹⁰⁸ MPS ha violato i requisiti minimi di capitale ai sensi dell'art. 92 CRR nel primo semestre del 2017, quando la banca aveva un CET1 ratio pari a 1,5% e un *Total capital ratio* pari a 2,8%. Cfr. MPS, *Relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2017*,

trattative per la condivisione degli oneri dei debitori subordinati riguarda l'insistenza della Commissione sulla necessità di un'applicazione immediata del *burden-sharing*. Questa posizione potrebbe, infatti, complicare ulteriormente la possibilità di attuare soluzioni private.

Gli investitori privati interessati a partecipare a un piano di ricapitalizzazione potrebbero essere scoraggiati dalla consapevolezza che, qualora il finanziamento privato risultasse insufficiente, il *deficit* residuo verrebbe colmato attraverso l'attivazione di un *bail-in* oppure, in presenza di rischi per la stabilità finanziaria, mediante l'impiego di fondi pubblici. Tale scenario rischia di innescare una dinamica di disincentivazione, riducendo ulteriormente la disponibilità del capitale privato e complicando la realizzazione di piani di raccolta di capitali indispensabili per stabilizzare l'istituto¹⁰⁹.

Un ulteriore aspetto critico, strettamente legato alla tempistica degli interventi, risiede nella difficoltà di distinguere tra uno stato di illiquidità di una banca e un problema di solvibilità. Questa distinzione, tutt'altro che agevole, assume particolare rilievo nel contesto bancario, dove le vulnerabilità di liquidità possono manifestarsi ben prima che una crisi conclamata dia origine a una corsa agli sportelli.

Le banche, infatti, sono strutturalmente esposte a rischi di illiquidità, che, se non affrontati con interventi tempestivi e adeguati, possono rapidamente degenerare, alimentando una spirale negativa che compromette non solo la stabilità dell'istituto, ma anche quella

reperibile qui: https://www.gruppomps.it/static/upload/_con/consolidated_half-year_report_2017.pdf [ultimo accesso: 14/12/2024]. Ci sono voluti mesi per raggiungere un accordo tra la Commissione, la Banca Centrale Europea e il governo italiano, durante i quali la posizione di liquidità della banca si è gravemente deteriorata. Più precisamente, la carenza di capitale della banca è stata annunciata nel luglio 2016; in autunno la banca ha cercato di farvi fronte con un'operazione di mercato non riuscita che ha portato, prima di Natale 2016, alla richiesta di una ricapitalizzazione precauzionale al governo italiano. Il 23 dicembre 2016 il governo italiano ha approvato un decreto che consentiva a MPS di beneficiare del pacchetto di salvataggio da €20 miliardi approvato il 21 dicembre 2016, ma la misura di aiuto è stata approvata solo il 4 luglio 2017.

¹⁰⁹ Si veda C. HADJEMMANUIL, *Monte dei Paschi: A Test for the European Policy Against Bank Bailouts*, 2 maggio 2017, in *Oxford Business Law Blog*, reperibile qui: <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/05/monte-dei-paschi-test-european-policy-against-bank-bailouts> [ultimo accesso: 14/12/2024].

dell'intero sistema finanziario¹¹⁰. Tali vulnerabilità sono spesso associate a un riconoscimento tardivo delle perdite che porterebbe a una sottocapitalizzazione dell'istituto¹¹¹. Tuttavia, gli incentivi di tutti gli attori interessati – la banca, i creditori e le autorità di vigilanza – tendono ad allinearsi nel senso di ritardare tale riconoscimento, temendo la reazione negativa del mercato¹¹².

Inoltre, occorre tenere conto del fatto che le autorità di vigilanza e di risoluzione dispongono di un accesso limitato ai dati e ai conti dell'istituto. Questo limite è aggravato da pregiudizi cognitivi e dalla natura prevalentemente storica delle informazioni ricevute. La possibilità di effettuare una valutazione completa è ulteriormente vincolata dalla pressione temporale, nonché dagli incentivi prevalenti per le banche, che tendono a massimizzare il riconoscimento dei guadagni e a rinviare il riconoscimento delle perdite.

La complessità della situazione è ulteriormente amplificata dalla difficoltà di quantificare con precisione l'entità del *deficit* di capitale dell'istituto e di determinare in che misura esso sia attribuibile a perdite passate. Tale sfida potrebbe essere affrontata più efficacemente

¹¹⁰ Questo meccanismo è emerso anche nel caso di Silicon Valley Bank, vedi E. Perotti (nota. 10).

¹¹¹ I legami tra liquidità e solvibilità nel contesto della risoluzione delle crisi sono stati evidenziati da W.G. RINGE, *Bail-In between Liquidity and Solvency*, in *Am. Bankr. L. J.*, 2018, 18-19. Ringe, nel suo articolo, fa riferimento allo strumento del *bail-in*, il cui utilizzo dovrebbe essere anticipato. L'argomentazione può essere fatta anche per la ricapitalizzazione precauzionale, anche se – ovviamente – gli strumenti differiscono per condizioni di applicazione e natura.

¹¹² N. MARTYNOVA, E. PEROTTI (nota 6). A tal proposito, è particolarmente interessante la posizione assunta dal Tribunale dell'Unione europea nella recente causa T-134/21 (*“Malacalza Investimenti srl e Vittorio Malacalza contro Banca centrale europea”*). L'azione era stata promossa da alcuni azionisti della banca con l'obiettivo di ottenere il risarcimento dei danni subiti in conseguenza dell'attività di vigilanza della BCE su Banca Carige. La sentenza ha affrontato il tema della responsabilità extracontrattuale della BCE in materia di vigilanza prudenziale sugli istituti di credito, affermando che, nella sua attività di vigilanza, la BCE è investita del potere/dovere di perseguire interessi pubblici. In questo senso, l'attuale quadro giuridico non conferisce ai singoli diritti tali da fondare una richiesta di responsabilità extracontrattuale, ai sensi del diritto dell'UE. Questa sentenza va accolta con favore, in quanto definisce meglio i poteri discrezionali dell'autorità competente di intraprendere azioni decisive e di agire preventivamente nella crisi. In tal modo, fornisce anche un incentivo alla BCE nell'esercizio di tali poteri, adattandoli alle esigenze specifiche dell'istituzione finanziaria.

introducendo procedure armonizzate per la valutazione dei crediti deteriorati (NPL) e implementando sistemi rigorosi per il riconoscimento tempestivo delle perdite e l'accantonamento del capitale. Queste misure contribuirebbero a migliorare significativamente l'affidabilità delle valutazioni e la capacità di intervenire in modo tempestivo e proporzionato.

Le considerazioni precedenti, insieme al fatto che, come è stato osservato, ai tempi di Bagehot *“arginare il panico spettava al prestatore di ultima istanza, ora questo compito è stato assegnato alle autorità di risoluzione”*, e che *“i confini tra un temporaneo ostacolo di liquidità e un serio problema di solvibilità stanno diventando sempre più sfumati”*¹¹³, suggeriscono che le ricapitalizzazioni precauzionali debbano intervenire precocemente nella crisi.

Quantificare con esattezza il grado di precocità è un compito che, per sua natura, non consente soluzioni univoche, anche a causa dell'imperfezione intrinseca di qualsiasi metrica utilizzata per misurare il livello di crisi di un'istituzione bancaria¹¹⁴. Tuttavia, ciò implica che la normativa, e in particolare la legislazione primaria, debba conferire alle autorità competenti un mandato chiaro e ben definito in merito. Nell'ambito di tale mandato alle autorità di vigilanza dovrebbe essere riconosciuta un'ampia discrezionalità nell'applicazione degli strumenti disponibili, tenendo conto delle caratteristiche specifiche dell'istituto e del contesto della crisi. In quest'ottica, riteniamo che nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM) le autorità competenti non solo debbano garantire la solidità complessiva del sistema bancario, ma debbano anche essere investite del potere di agire preventivamente, specialmente in presenza di segnali di crisi precoce.

Tale approccio richiede che le autorità siano in grado di selezionare e modulare le forme di intervento, adattandole alla specificità della crisi e alle caratteristiche della banca, con l'obiettivo ultimo di facilitare un disinvestimento tempestivo e coerente con il principio di temporaneità.

5.3 *Gli strumenti delle ricapitalizzazioni precauzionali*

¹¹³ W.G. RINGE (nota 111), 22.

¹¹⁴ H.S. SHIN, *Procyclicality and the Search for Early Warning Indicators*, in IMF Working Paper, 2013, 1.

La normativa vigente consente la ricapitalizzazione precauzionale mediante l'iniezione di fondi propri o l'acquisto di "strumenti di capitale". Di conseguenza, non è necessario – e probabilmente non è auspicabile – che l'apporto di capitale si realizzi necessariamente mediante l'acquisto di azioni ordinarie.

Come analizzato nella sezione precedente, nei casi di Banca Nazionale di Grecia e Banca del Pireo, il Fondo Ellenico di Stabilità Finanziaria ha effettuato la ricapitalizzazione utilizzando obbligazioni convertibili. La Commissione Europea ha espresso una valutazione favorevole sull'impiego dei CoCos in tali interventi, ritenendoli un meccanismo particolarmente idoneo a garantire la temporaneità della ricapitalizzazione precauzionale. Questo giudizio riflette la natura flessibile dei CoCos, che consentono di combinare la stabilizzazione della banca con la possibilità di un successivo disinvestimento statale in tempi ragionevolmente brevi¹¹⁵.

Pertanto, diversi autori hanno individuato nei CoCos uno strumento patrimoniale particolarmente adatto a preservare la natura temporanea delle ricapitalizzazioni precauzionali¹¹⁶. Tuttavia, questa soluzione non è esente da rischi e presenta numerosi ostacoli¹¹⁷.

In positivo, i CoCos con un elevato punto di conversione (*trigger*) di capitale offrono il vantaggio di consentire una rapida ricapitalizzazione di una banca sottocapitalizzata¹¹⁸. Inoltre, i CoCo possono essere richiamati dalla banca – previa autorizzazione dell'Autorità competente – qualora l'istituto sia in grado di sostituirli con strumenti di capitale

¹¹⁵ Decisione SA.43364, par. 168: “*La natura temporanea dell’aiuto è garantita dal fatto che un’elevata percentuale dell’aiuto (75%) è concessa sotto forma di strumento di capitale rimborsabile, ossia i CoCos, nonché dall’obiettivo generale dello Stato greco di uscire dal capitale della Banca attraverso la privatizzazione e altri mezzi, come stabilito nel memorandum d’intesa*” [traduzione nostra]. La stessa identica formulazione è utilizzata nel par. 177 della decisione SA.43365.

¹¹⁶ E. GHIBellini (nota. 32), 176; C. GORTSOS, M. SIRI, M. BODELLINI, *A Proposal for a Temporarily Amended Version of Precautionary Recapitalisation Under the Single Resolution Mechanism Regulation involving the European Stability Mechanism*, in *European Banking Institute Working Paper Series No 73*, 2020.

¹¹⁷ P. GLASSERMAN, E. PEROTTI, *The Unconvertible CoCo Bonds*, in D.D. EVANOFF, G.G. KAUFMAN, A. LEONELLO, S. MANGANELLI, D.W. DIAMOND (a cura di), *Achieving Financial Stability: Challenges to Prudential Regulation*, 2017, 317.

¹¹⁸ E. GHIBellini (nota 32), 177.

della medesima qualità¹¹⁹. Intuitivamente, il richiamo dei CoCo, che comporta il rimborso al valore nominale dell'intervento pubblico, si rivela spesso più agevole rispetto alla ricerca di un acquirente per una partecipazione azionaria.

Di contro, l'impiego dei CoCos nella ricapitalizzazione precauzionale presenta sia criticità specifiche legate al loro utilizzo, sia problematiche strutturali derivanti dai limiti intrinseci dello strumento. In primo luogo, i CoCos non incidono sulla struttura di *governance* e di controllo della banca. Questo aspetto risulta particolarmente problematico qualora la crisi sia imputabile a una cattiva gestione, poiché il rimborso dei CoCos potrebbe restituire il pieno controllo a quegli stessi soggetti che sono stati all'origine della crisi. In secondo luogo, i CoCos rappresentano strumenti di capitale di qualità inferiore rispetto al *Common Equity Tier 1*. Questo limite è strettamente correlato alla loro maggiore facilità di dismissione, ma evidenzia anche una debolezza strutturale: le banche che richiedono una ricapitalizzazione precauzionale sono spesso gravemente sottocapitalizzate, soprattutto nell'ambito dell'attuale quadro normativo. In tale contesto, l'utilizzo dei CoCo rischia di essere inefficace, se non addirittura controproducente, poiché tende a posticipare il problema della solvibilità dell'istituto senza affrontarlo in modo risolutivo.

Da una prospettiva più strutturale, emerge con chiarezza come i CoCos, storicamente, non abbiano funzionato come previsto, a causa delle difficoltà pratiche legate alla loro attivazione, in particolare quando si utilizzano i coefficienti patrimoniali come criterio per far scattare la loro conversione. Questo limite operativo è confermato dal fatto che, a oggi, i CoCos sono stati attivati solo in due occasioni, di cui una al di fuori dell'Unione bancaria. Tale evidenza costituisce un chiaro indicatore delle debolezze intrinseche di questi strumenti. Gli unici casi concreti di assorbimento delle perdite tramite CoCo sono rappresentati dal caso della Banca del Pireo, già discusso in precedenza, e dal recente caso del Credit Suisse¹²⁰.

In base all'attuale regolamentazione e alle prassi di vigilanza, appare improbabile che i CoCos possano essere convertiti o svalutati mediante l'attivazione di un *trigger* legato ai coefficienti patrimoniali. Al

¹¹⁹ Articoli 77 e 78 CRR.

¹²⁰ E.D. MARTINO, C.A NIGRO, T. VOS (nota. 8).

contrario, tali strumenti sembrano dipendere da *trigger* normativi attivati discrezionalmente dall'autorità di vigilanza.

Nel caso della Banca del Pireo, ad esempio, l'attivazione del CoCo è avvenuta tramite il mancato pagamento di due cedole, mentre per Credit Suisse il *trigger* è stato rappresentato dalla fornitura di un "sostegno pubblico straordinario".

In definitiva, è essenziale condurre una valutazione complessiva dei costi e dei benefici associati ai diversi strumenti di capitale impiegati nelle ricapitalizzazioni precauzionali. Una variabile chiave in tale analisi è rappresentata dalla specifica struttura degli strumenti utilizzati, poiché alcune caratteristiche intrinseche possono favorire od ostacolare un disinvestimento agevole da parte dello stato¹²¹.

Una possibile soluzione potrebbe consistere nella creazione di strumenti di capitale *ad hoc* configurati come *reverse contingent convertibles*. Questi strumenti consentirebbero al capitale immesso di migrare progressivamente dal CET1 a strumenti più *senior*, in presenza di contingenze predeterminate¹²². La progettazione dettagliata di questi strumenti esula dall'ambito della presente analisi; tuttavia, è opportuno

¹²¹ Ad esempio, Ghibellini ha avanzato la proposta di utilizzare strumenti CoCo con un elevato *trigger point*, strutturati in modo da essere assimilabili a partecipazioni azionarie. Una volta che la banca avesse recuperato la propria redditività, tali strumenti potrebbero essere convertiti – in tutto o in parte – nuovamente in CoCo e successivamente venduti sul mercato. La conversione potrebbe avvenire a discrezione dell'emittente, con l'introduzione di un meccanismo di incentivo legato all'aumento progressivo del tasso di interesse nel tempo. In alternativa, la conversione potrebbe essere subordinata al raggiungimento di specifici indicatori finanziari, quali un livello adeguato di capitale o la dimostrata capacità della banca di rimborsare lo Stato. Uno strumento con queste caratteristiche presenterebbe il duplice vantaggio di fungere da *strumento di disciplina* per gli azionisti, disincentivando comportamenti opportunistici, e di ridurre la probabilità di un secondo intervento statale. In tal modo, si limiterebbe il ricorso a ulteriori risorse pubbliche, favorendo un disinvestimento ordinato e la stabilità del sistema bancario, cfr. E. GHIBELLINI (nota 32), 178. Tuttavia, questa proposta sembra violare diverse disposizioni del CRR in termini di requisiti qualitativi degli strumenti di capitale. Sul *trade-off* tra contratti finanziari e requisiti qualitativi, si veda E.D. MARTINO, *Bail-Inable Securities and Financial Contracting: Can Contracts Discipline Bankers?*, in *European Journal of Risk Regulation* (2019), 164.

¹²² Una struttura simile è stata proposta da Jeffrey Gordon per la progettazione di compensi esecutivi, cfr. J.N. GORDON, *Executive Compensation and Corporate Governance in Financial Firms: The Case for Convertible Equity-Based Pay*, in *Columbia Law and Economics Working Paper*, 2010, 834.

sottolineare che le contingenze rilevanti non dovrebbero limitarsi a meri coefficienti patrimoniali, rivelatisi inadeguati. Al contrario, dovrebbero fondarsi su un mandato chiaro e su un'ampia discrezionalità riconosciuta all'autorità competente nell'ambito di tale mandato.

Questa discrezionalità dovrebbe includere, tra le altre prerogative, la possibilità di considerare tali strumenti nelle diverse categorie di capitale, introducendo, se necessario, deroghe mirate ai requisiti qualitativi previsti dal CRR. In tal senso, sarebbe necessario un intervento legislativo per adeguare il quadro normativo vigente, così da rendere operativa questa flessibilità.

Più in generale, l'analisi dimostra che né le azioni ordinarie né i CoCos tradizionali si rivelano adeguati a garantire la temporaneità degli interventi. Piuttosto, il legislatore dovrebbe concentrarsi sull'elaborazione di strumenti di capitale *ad hoc*, progettati in modo tale da agevolare un disinvestimento più semplice e coerente con le esigenze del caso concreto. Questo approccio richiederebbe: (i) un ampliamento dei poteri discrezionali riconosciuti alle autorità competenti; e (ii) un design flessibile degli strumenti, adattabile alle caratteristiche specifiche e alle necessità dell'istituto finanziario in difficoltà.

5.4 *L'economia politica delle ricapitalizzazioni precauzionali*

Uno dei principali pilastri dell'Unione bancaria europea è rappresentato dalla depoliticizzazione dei processi di vigilanza e risoluzione delle crisi bancarie. Più precisamente, l'obiettivo dichiarato è stato quello di spezzare il "circolo vizioso" tra le banche e il loro debito sovrano¹²³. Tuttavia, l'introduzione di uno strumento quale la ricapitalizzazione precauzionale, che consente agli Stati membri di acquisire una partecipazione di controllo in banche ritenute solvibili, rischia di reintrodurre elementi di politicizzazione nei processi di vigilanza e risoluzione delle crisi bancarie¹²⁴.

¹²³ E. MCCAUL, *Enhancing banking consolidation without major legislative change in Europe*, reperibile qui: https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/interviews/date/2022/html/ssm.in2.20303_2~3e79c7c0b3.en.html [ultimo accesso: 14/12/2024].

¹²⁴ Per una contestualizzazione più ampia dei problemi di economia politica legati alla proprietà pubblica delle banche, si veda T. MAROIS, *A dynamic theory of public banks (and why it matters)*, in *Review of Political Economy*, 2021, 356.

Tale questione comporta implicazioni analitiche e normative. Da un punto di vista analitico, anche ammettendo che il *design* giuridico della ricapitalizzazione precauzionale sia intrinsecamente efficiente e che l'intervento venga realizzato con sufficiente tempestività, è ragionevole attendersi che i funzionari pubblici, motivati da logiche elettorali, siano meno propensi a fare concessioni su opzioni praticabili di dismissione.

In questo contesto, è ampiamente riconosciuto che le banche sottoposte a controllo politico tendono ad agire secondo logiche subottimali: mostrano una maggiore predisposizione a distorcere la distribuzione delle risorse, allocano in modo inefficiente il credito, concedono finanziamenti a mutuatari in difficoltà e, di conseguenza, limitano la crescita economica. Tali dinamiche non solo riducono l'efficacia dello strumento della ricapitalizzazione precauzionale, ma ne compromettono anche l'obiettivo di preservare la temporaneità dell'intervento pubblico¹²⁵. Una valutazione esaustiva del livello ottimale di coinvolgimento politico e di responsabilità politica nel settore bancario esula dall'ambito del presente contributo¹²⁶; tuttavia, concentrandosi esclusivamente sull'applicabilità della clausola di temporaneità, l'analisi evidenzia una relazione inversa: quanto più la ricapitalizzazione precauzionale si avvicina all'apice del potere politico, tanto meno tale clausola risulta concretamente applicabile.

Di conseguenza, da un punto di vista normativo, il quadro giuridico può e deve orientare questo processo in maniera più efficace. Un esempio emblematico è rappresentato dall'iniezione di capitale effettuata dall'HFSF in BNG e Banca del Pireo, che si presenta come una soluzione preferibile rispetto all'intervento diretto del Ministero dell'Economia italiano.

In questa prospettiva, nell'ambito di una riforma del sistema, il legislatore dovrebbe promuovere meccanismi di intervento caratterizzati da un controllo distante dalle dinamiche politiche, bilanciando la discrezionalità amministrativa con un mandato chiaro e ben definito per le autorità designate.

¹²⁵ Cfr. *supra*, p. 137.

¹²⁶ Su questo tema si veda, ad esempio, M. MARKAKIS, *Political and Legal Accountability in the European Banking Union-A First Assessment*, in M. SZABÓ, P.L. LÁNCOS, R. VARGA (a cura di), *Hungarian Yearbook of International Law and European Law*, 2016, 535.

Dal punto di vista dell'applicazione della clausola di temporaneità, risulta particolarmente vantaggioso l'utilizzo di strumenti come fondi sovrani non direttamente controllati dai politici nazionali, come fondi di garanzia dei depositi o il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES). Queste soluzioni si dimostrano preferibili rispetto all'iniezione di fondi provenienti direttamente dall'autorità centrale o apicale dello Stato, contribuendo a ridurre il rischio di politicizzazione e a garantire una maggiore indipendenza nei processi decisionali.

6. *Le proposte di modifica al quadro CMDI*

Tra le numerose proposte di riforma attualmente in discussione, un ruolo di rilievo è ricoperto dalla proposta di modifica al quadro “*Crisis Management and Deposit Insurance*” (la “proposta CMDI”). Questa iniziativa mira a riformare e codificare in modo più stringente i casi di “sostegno finanziario pubblico straordinario”, introducendo un nuovo articolo 32c nella Direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche (BRRD). La Commissione propone di intervenire sulla disciplina della ricapitalizzazione precauzionale apportando modifiche rilevanti a tre aspetti principali: (1) le condizioni per la concessione della ricapitalizzazione precauzionale; (2) gli strumenti di capitale disponibili; (3) l'applicabilità della natura temporanea dell'aiuto e le conseguenze derivanti dalla violazione di tale natura temporanea.

La proposta non introduce innovazioni sostanziali in merito alle condizioni per la concessione della ricapitalizzazione precauzionale, che rimarrebbe riservata esclusivamente alle istituzioni solvibili. Tuttavia, essa si propone di affinare e specificare il concetto di “solvibilità” nel contesto della ricapitalizzazione precauzionale¹²⁷. Perché un'istituzione possa essere considerata “solvibile” ai fini della ricapitalizzazione precauzionale, è necessario che essa non sia stata dichiarata in dissesto o a rischio di dissesto e che tale condizione non si

¹²⁷ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva che modifica la direttiva 2014/59/UE per quanto riguarda le misure di intervento precoce, le condizioni di risoluzione delle crisi e il finanziamento delle azioni di risoluzione delle crisi* (“proposta di riforma della BRRD”), articolo 1, paragrafi 18 e 19, che introduce l'articolo 32 quater, paragrafo 1, lettera a), punto iii), e l'articolo 32 quater, paragrafo 2, secondo comma.

materializzi qualora l'aiuto richiesto non venga concesso¹²⁸. In aggiunta, l'autorità competente dovrebbe accertare che non si sia verificata, né sia probabile che si verifichi entro i dodici mesi successivi, alcuna violazione dei requisiti patrimoniali stabiliti dalla normativa europea. Tale valutazione include anche il rispetto dei requisiti specifici previsti nell'ambito del secondo pilastro (Pillar 2), che riflettono le esigenze patrimoniali aggiuntive imposte in base al profilo di rischio dell'istituto¹²⁹.

Questa riforma si propone di anticipare il momento in cui viene concessa la ricapitalizzazione precauzionale, garantendo che essa mantenga effettivamente il carattere di misura preventiva e non si trasformi in un bail-out di fatto. Tale orientamento appare condivisibile. Tuttavia, la formulazione e la struttura normativa risultano eccessivamente complesse, al punto da comprometterne la comprensione e l'applicazione coerente. Le condizioni per accertare la solvibilità dovrebbero pertanto essere semplificate, così da assicurare un'applicazione chiara e uniforme.

Un ulteriore ostacolo, meno evidente ma altrettanto significativo, riguarda gli incentivi per le banche stesse. Non è infatti certo che gli istituti di credito siano effettivamente motivati a richiedere tempestivamente la ricapitalizzazione precauzionale. Al contrario, potrebbero continuare a ritardare il riconoscimento delle proprie difficoltà, rinviando gli interventi necessari e cercando di forzare

¹²⁸ Rispettivamente articolo 32(4) e 59(3) BRRD.

¹²⁹ Si vedano gli articoli 92 CRR e 104a CRD. È interessante notare che il periodo di dodici mesi sembra allineare la disciplina dell'insolvenza bancaria a quella prevista per le altre imprese, in seguito all'attuazione della Direttiva *Restructuring*. Si veda la Direttiva (UE) 2019/1023 del 20 giugno 2019 relativa ai quadri di ristrutturazione preventiva, all'esdebitazione e alle decadenze e alle misure volte ad aumentare l'efficienza delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione e che modifica la Direttiva (UE) 2017/1132. Il requisito circa la valutazione della probabilità di non violare tali requisiti nei prossimi dodici mesi è anche in linea con la soglia per autorizzare l'Autorità competente ad adottare azioni correttive tempestive stabilita dall'articolo 102 CRD. Sulla problematica sovrapposizione degli strumenti e delle disposizioni in materia di vigilanza e di risoluzione delle crisi, si veda E.D. MARTINO, K.M. PARCHIMOWICZ, *Go Preventive or Go Home-The Double Nature of MREL*, in *ECFR*, 2021, 608.

interpretazioni più permissive delle norme, come già osservato in precedenti applicazioni dello strumento¹³⁰.

In merito alla tipologia di strumenti da utilizzare per la ricapitalizzazione, la Commissione propone un cambiamento significativo, vietando l'acquisizione di strumenti CET1 e mostrando una chiara preferenza per l'impiego di strumenti ibridi, come i CoCos¹³¹. Tale divieto, però, è derogabile nel caso in cui la carenza di capitale emerga dallo scenario avverso di uno *stress test*¹³². In ogni caso, l'importo degli strumenti CET1 acquisiti non può superare il 2% delle attività ponderate per il rischio dell'istituto. Tale modifica mira "a garantire che il sostegno rimanga di natura temporanea"¹³³. Sulla base dell'analisi condotta nel presente contributo, non è affatto chiaro se le rigide regole proposte possano effettivamente raggiungere l'obiettivo prefissato. In particolare, come abbiamo visto, non vi è un nesso diretto e necessario tra il tipo di strumento utilizzato per effettuare la ricapitalizzazione e la natura temporanea dell'intervento pubblico¹³⁴.

Infine, per quanto riguarda l'applicabilità della clausola di temporaneità, la Commissione richiede "requisiti più forti ed espliciti per determinare in anticipo la durata e la strategia di uscita delle misure precauzionali"¹³⁵. In particolare, la proposta CMDI richiede che il piano di ristrutturazione contenga una *exit strategy* predefinita, che deve essere approvata dall'autorità competente al momento della concessione della ricapitalizzazione precauzionale. Tale strategia dovrebbe includere una data di dismissione chiaramente specificata, accompagnata da un piano dettagliato per il disinvestimento graduale delle risorse pubbliche¹³⁶.

Questa proposta sembra cristallizzare la prassi attuale, rendendo obbligatoria la definizione di una data di dismissione, come già avvenuto nel caso di Monte dei Paschi di Siena. Tuttavia, il vero

¹³⁰ M.F. HELLWIG, *Precautionary recapitalisations: time for a review*, in *In-depth analysis for the European Parliament*, 2017, 26-27.

¹³¹ Proposta di riforma della BRRD, articolo 1, paragrafo 19, che introduce l'articolo 32 quater, paragrafo 1, lettera a), punto iii).

¹³² COMMISSIONE EUROPEA, Proposta di riforma della BRRD, articolo 32 quater.

¹³³ COMMISSIONE EUROPEA, Relazione sulla proposta di riforma della BRRD, 19.

¹³⁴ *Supra* 5.3.

¹³⁵ Relazione sulla proposta di riforma della BRRD, 19.

¹³⁶ Articolo 32 quater, paragrafo 2, lettera b).

cambiamento introdotto riguarda le conseguenze della violazione di tale obbligo: secondo la proposta, qualora il sostegno pubblico non venga interrotto entro la data di dismissione stabilita, la banca dovrebbe essere considerata in “dissesto o a rischio di dissesto” e, di conseguenza, essere avviata alla risoluzione o alla liquidazione.

In sostanza, se le misure di sostegno pubblico non vengono riscattate, rimborsate o terminate entro i termini previsti dalla strategia di uscita, l’istituto si troverebbe automaticamente nella condizione di dissesto o rischio di dissesto. Tale approccio riflette l’idea che il sostegno finanziario pubblico, qualora non sia temporaneo, costituisca di per sé una condizione sufficiente per dichiarare l’insolvenza dell’istituto. La mancata cessione entro la data prevista integrerebbe di fatto questa condizione.

Tuttavia, questo approccio appare ancorato a una concezione statica delle attività bancarie e della regolamentazione del settore. Una simile rigidità è suscettibile di provocare gravi conseguenze indesiderate, soprattutto in situazioni in cui la complessità delle condizioni di mercato o le dinamiche dell’istituto rendano la dismissione nei tempi previsti irrealizzabile senza compromettere ulteriormente la stabilità finanziaria.

In primo luogo, l’imposizione di una scadenza rigida per la dismissione rischia di innescare dinamiche di profezie “autoavveranti”: in prossimità della data prevista per la cessione, le controparti di mercato potrebbero rifiutarsi di acquistare strumenti di capitale emessi da una banca che rischia di essere dichiarata in dissesto o in probabile dissesto. Anche qualora vi fosse disponibilità all’acquisto, tali strumenti verrebbero probabilmente scambiati con uno sconto significativo, riflettendo il rischio percepito.

Analogamente, nel caso in cui strumenti di capitale ibridi debbano essere rimborsati e sostituiti con altri di qualità almeno equivalente, gli investitori privati potrebbero reagire aumentando in modo sproporzionato il costo del capitale richiesto.

In secondo luogo, e in modo strettamente correlato, questo approccio ignora la possibilità di cambiamenti materiali avversi, quali instabilità macroeconomica, conflitti armati o disastri naturali, che possono incidere negativamente sul contesto generale senza essere legati alla resilienza o alla solvibilità della singola istituzione.

Un esempio emblematico è rappresentato dalla scadenza iniziale fissata per la dismissione della partecipazione pubblica in Monte dei Paschi di Siena (MPS), prevista per la fine del 2021. Tale termine si è rivelato impraticabile anche a causa dell'impatto straordinario della pandemia di COVID-19, che ha stravolto le condizioni economiche globali e nazionali, rendendo impossibile rispettare la tempistica originaria senza compromettere ulteriormente il sistema finanziario e il valore dell'istituto stesso.

L'approccio delineato dalla proposta CMDI si basa sull'assunto che il mercato sia sempre liquido, implicando che vi sarà sempre un acquirente disponibile per gli strumenti di capitale di istituzioni solvibili. Tuttavia, tale ipotesi è stata ampiamente smentita, sia durante la crisi finanziaria globale sia dalla letteratura accademica successiva, che ha evidenziato come la liquidità di mercato non possa essere data per scontata, soprattutto in condizioni di crisi sistemica¹³⁷. Il risultato di questa rigidità normativa potrebbe essere quello di spingere istituzioni solvibili verso la risoluzione o la liquidazione, non per mancanza di solidità patrimoniale, ma per l'impossibilità di rispettare tempistiche imposte in condizioni di mercato avverse. Questo scenario comporterebbe che il sostegno finanziario pubblico diventi soggetto alle normative sulla risoluzione e liquidazione e, dato che gli strumenti di capitale sono profondamente subordinati nella gerarchia creditoria, è altamente probabile che ciò si traduca in perdite significative per i contribuenti, minando ulteriormente la fiducia nel sistema e aggravando l'instabilità finanziaria.

Per evitare le numerose e potenzialmente assurde conseguenze indesiderate descritte, è probabile che si ricorra a estensioni o a una riformulazione *ex post* delle condizioni inizialmente stabilite. Nella formulazione attuale della proposta, tali aggiustamenti sembrano essere implicitamente consentiti, offrendo una via d'uscita in caso di difficoltà operative o di contingenze avverse. Tuttavia, il ricorso sistematico alla rinegoziazione *ex post* rischierebbe di compromettere irreparabilmente la credibilità della clausola di temporaneità, poiché risulterebbe evidente che il rispetto del termine originario non rappresenta un vincolo effettivo. Di conseguenza, la natura temporanea della

¹³⁷ Per una dimostrazione teorica, si veda K. PISTOR, *A Legal Theory of Finance*, in *Journal of Comparative Economics*, 2013, 315, 318.

ricapitalizzazione, che costituisce uno degli obiettivi fondamentali dello strumento, verrebbe comunque vanificata, riducendolo a una misura puramente formale priva di reale applicazione pratica.

In conclusione, la proposta CMDI trasformerebbe la ricapitalizzazione precauzionale da uno strumento concepito per offrire flessibilità a un meccanismo rigido, privo di reale utilità nel gestire crisi di banche solvibili ma sottocapitalizzate.

Sebbene la riforma introduca alcuni miglioramenti, come una definizione più articolata del concetto di solvibilità – pur con una formulazione complessa e poco lineare – e un tentativo di migliorare la tempistica dell'intervento, essa non affronta le questioni centrali che hanno contribuito all'inefficacia dell'attuale regime. Tra queste, spiccano l'assenza di una corretta progettazione dello strumento di ricapitalizzazione e la mancata considerazione dei fattori di economia politica, che continuano a influenzare negativamente l'applicazione pratica della ricapitalizzazione precauzionale.

In definitiva, senza affrontare tali aspetti strutturali, la proposta rischia di perpetuare le inefficienze del sistema, vanificando l'obiettivo di garantire uno strumento realmente efficace per la stabilizzazione delle banche in difficoltà.

Il 24 aprile 2024 il Parlamento europeo ha approvato la risoluzione P9_TA(2024)0327, concernente la «*proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/59/UE per quanto riguarda le misure di intervento precoce, le condizioni di risoluzione delle crisi e il finanziamento delle azioni di risoluzione delle crisi (COM(2023)0227 - C9-0135/2023 - 2023/0112(COD))*»¹³⁸.

Elaborando sulla proposta CMDI, gli emendamenti più rilevanti proposti dal Parlamento europeo mirano a (i) specificare ulteriormente le condizioni alle quali l'aiuto può essere concesso; (ii) definire un modo efficace per garantire la temporaneità dell'aiuto.

Con riferimento al punto (i), il Parlamento interviene a specificare i requisiti dell'intervento, stabilendo che l'aiuto deve essere diretto «a

¹³⁸ PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione legislativa del 24 aprile 2024 sulla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/59/UE per quanto riguarda le misure di intervento precoce, le condizioni di risoluzione delle crisi e il finanziamento dell'azione di risoluzione delle crisi (COM(2023)0227 - C9-0135/2023 - 2023/0112(COD))*, considerando 17.

porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro di natura eccezionale o sistemica e a preservare la stabilità finanziaria». Con questo emendamento, il Parlamento europeo intende ridurre le incertezze, evidenziate anche nel presente contributo, legate alla valutazione dell'entità del “grave turbamento” che può giustificare il ricorso alla ricapitalizzazione precauzionale. Tuttavia, l'emendamento appare di dubbia pertinenza, poiché si limita a ribadire che la ricapitalizzazione precauzionale non costituisce lo “strumento comune” per affrontare le crisi finanziarie, senza introdurre un quadro analitico chiaro per definire e quantificare tale grave turbamento.

Inoltre, il Parlamento europeo cerca di affrontare la valutazione della solvibilità dell'istituto, affermando che, per accedere al sostegno finanziario pubblico straordinario, un istituto è considerato solvibile se «*sulla base delle attuali aspettative*», l'autorità competente «*ha concluso che non si è verificata, o è probabile che non si verifichi nei 12 mesi successivi, alcuna violazione*» dei requisiti normativi. Con questa modifica, il Parlamento europeo intende allineare il giudizio sull'entità del “grave turbamento” al processo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process*)

Con riferimento al punto (ii), il Parlamento propone di emendare la proposta CMDI al fine di affrontare alcune delle lacune emerse nell'applicazione della ricapitalizzazione precauzionale negli ultimi anni. In linea con l'approccio già utilizzato nella proposta CMDI, il Parlamento richiede che, come condizione per la concessione dell'aiuto, lo Stato membro presenti, contestualmente alla notifica dell'aiuto di Stato e al piano di ristrutturazione, una *exit strategy* dalla misura di sostegno. Tale strategia deve indicare chiaramente la «*data di cessazione, la data di vendita o il piano di rimborso di qualsiasi misura fornita*». Al fine di evitare i problemi già riscontrati nel caso MPS, e delineati *supra* e *sub* §4.2, la proposta di modifica del Parlamento europeo richiede che tali date «*non siano divulgate fino a un anno dopo la conclusione della strategia di uscita dalla misura di sostegno, o l'attuazione del piano di risanamento, o la valutazione ai sensi del settimo comma del presente paragrafo*». Anche questo emendamento non sembra particolarmente innovativo, ma è rilevante nella misura in cui recepisce nella legislazione primaria un obbligo di riservatezza.

L'ultimo emendamento proposto dal Parlamento europeo, forse il più interessante, riguarda le conseguenze di una violazione del piano di *exit*.

Nella proposta CMDI, il mancato rispetto del piano di dismissione costituiva automaticamente la condizione per dichiarare l'istituto in "dissesto o rischio di dissesto," imponendo così la risoluzione o la liquidazione; il Parlamento europeo adotta un approccio meno rigido e, sotto certi aspetti, più realistico, proponendo che, qualora l'istituto non sia in grado di rispettare la *exit strategy* predeterminata dopo una ricapitalizzazione precauzionale, l'autorità competente debba richiedere, una volta sola, la presentazione di un ulteriore piano di risanamento. Tale piano di risanamento «*descrive le misure da adottare per mantenere o ripristinare la conformità ai requisiti di vigilanza, la redditività a lungo termine dell'istituzione o dell'entità e la sua capacità di rimborsare l'importo erogato, nonché il relativo calendario*». In effetti, questo è ciò che è accaduto nel caso del Monte dei Paschi di Siena, quando – dopo il mancato rispetto della prima scadenza – la Repubblica italiana ha chiesto una proroga del piano, impegnandosi a intraprendere ulteriori azioni per garantire il rispetto delle misure concernenti gli aiuti di Stato e della nuova scadenza. Qualora anche la seconda scadenza non venga rispettata, o se l'autorità competente ritiene che il secondo piano di risanamento non sia credibile o idoneo a ripristinare la redditività a lungo termine dell'ente «*viene effettuata una valutazione per stabilire se l'ente o l'entità sia in dissesto o a rischio di dissesto, conformemente all'articolo 32*».

Questo approccio, che di fatto certifica la prassi attuale, appare più ragionevole e flessibile rispetto a quello adottato dalla Commissione nella proposta CMDI. In particolare, esso lascia un margine di manovra per affrontare fattori esterni – come pandemie globali, conflitti armati o situazioni di illiquidità del mercato – che esulano dal controllo dell'istituto finanziario.

La possibilità di una "seconda chance" attraverso la presentazione di un secondo piano di risanamento consente di mitigare i rischi indicati *supra*, relativi alle operazioni di rinegoziazione *ex post*, che risultavano problematiche nella formulazione originaria della proposta CMDI. In questa versione emendata, è lo stesso sistema normativo a prevedere, in modo esplicito, la possibilità di una rinegoziazione *ex post*, riconoscendo che, in alcune circostanze, il mancato rispetto degli obblighi da parte di una banca recuperatrice può derivare da fattori esterni imprevedibili e non attribuibili a una cattiva gestione o a una mancanza di volontà dell'istituto.

7. Conclusioni

Il presente contributo si propone di analizzare le cause e le implicazioni delle difficoltà incontrate dallo Stato nel reintegrare sul mercato le banche sottoposte a intervento pubblico. A tal fine, è stato definito un nuovo quadro teorico per gli interventi precauzionali dello Stato nel settore bancario, con particolare attenzione alla ricapitalizzazione precauzionale disciplinata dalla normativa europea.

Questo quadro ha costituito la base per esaminare l'attuazione pratica dello strumento, individuando i fattori rilevanti che ne influenzano l'efficacia e la capacità di rispettare il principio di temporaneità. In aggiunta, è stata condotta un'analisi preliminare dell'impatto della proposta originale di riforma CMDI e delle modifiche apportate dal Parlamento europeo, valutandone le implicazioni normative e operative.

Il quadro normativo esistente, così come la proposta originale della CMDI, adotta prevalentemente un approccio orientato "all'indietro", concentrandosi in modo quasi esclusivo sui vincoli per la fornitura di aiuti pubblici, con l'obiettivo di limitare il rischio di azzardo morale. Sebbene tale approccio sia necessario e lodevole sotto alcuni aspetti, esso trascura completamente i costi derivanti dagli eventi successivi all'intervento, in particolare la persistenza della proprietà pubblica nelle banche salvate, che costituisce uno dei principali ostacoli al ritorno di tali istituti sul mercato.

La versione della proposta CMDI modificata dal Parlamento europeo, pur introducendo elementi di maggiore flessibilità e ragionevolezza, rimane tuttavia estremamente vaga e insufficiente nel delineare criteri chiari per valutare se un istituto sia solvibile o insolvente. Inoltre, in diversi punti, ripropone lo stesso approccio e le medesime criticità della proposta originale, dimostrando come una soluzione definitiva per agevolare il rientro delle banche nel mercato sia ancora lontana.

In particolare, l'analisi condotta evidenzia che la natura dello strumento di capitale utilizzato – che si tratti di azioni ordinarie o di strumenti ibridi – ha un impatto minimo sulle prospettive di dismissione dello Stato. Piuttosto, ciò che emerge come cruciale è la progettazione dello strumento di capitale stesso. L'utilizzo di strumenti innovativi,

come i *reverse contingent convertible*, o di altre soluzioni specificamente progettate e adattate alle peculiarità del singolo istituto in difficoltà, appare una strategia nettamente più efficace per garantire un disinvestimento agevole e per minimizzare i costi complessivi dell'intervento pubblico

Un ulteriore fattore cruciale per il successo del rientro delle banche sul mercato è rappresentato dalla tempistica della ricapitalizzazione. La ricapitalizzazione precauzionale si rivela infatti più efficace quando applicata a istituzioni solvibili nelle prime fasi della crisi. Tuttavia, l'attuazione pratica di questa misura presenta numerose difficoltà.

Da un lato, le banche hanno incentivi a ritardare il riconoscimento delle perdite, aggravando così la situazione finanziaria e ostacolando interventi tempestivi. Dall'altro, la distinzione tra crisi di solvibilità e di liquidità rimane intrinsecamente complessa nel caso di istituzioni finanziarie in difficoltà. A complicare ulteriormente il quadro, la stessa richiesta di ricapitalizzazione precauzionale può peggiorare la posizione dell'istituto, innescando una dinamica di profezia che si autoavvera.

In linea generale, le banche che non superano gli *stress test* o valutazioni equivalenti nello scenario base non dovrebbero essere ammesse alla ricapitalizzazione precauzionale, poiché tali condizioni mettono in discussione la solvibilità dell'istituto e il carattere preventivo dello strumento.

Alla luce di queste considerazioni, proponiamo di introdurre modifiche nella legislazione primaria volte a (i) Conferire al Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM) il potere di agire preventivamente durante le fasi iniziali della crisi, riducendo i tempi di reazione e migliorando l'efficacia degli interventi; (ii) Garantire al SSM un'ampia discrezionalità nella decisione e nella personalizzazione degli strumenti di ricapitalizzazione, adattandoli alle specificità del caso e alle caratteristiche dell'istituto.

Tuttavia, nessuna delle proposte attualmente discusse, né nella versione originale né in quella emendata del CMDI, affronta questi aspetti fondamentali.

I nostri risultati sottolineano la necessità di un "approccio lungimirante", che combini strumenti patrimoniali ben concepiti e interventi tempestivi adattati alle circostanze uniche di ciascun istituto finanziario: mandati legali chiari e discrezionalità regolamentare sono

fondamentali per affrontare le complessità del processo di rientro sul mercato all'indomani dei salvataggi bancari.