

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE
SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione - R. Masera
F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato di Redazione

A. Tucci - V. Lemma - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino - A. Troisi

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, A. Blandini, C. Brescia Morra, E. Cardi, M. Clarich, A. Clarizia, F. Colombini, G. Conte, P.E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, P. de Gioia Carabellese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, L. Di Donna, F. Di Porto, G. Di Taranto, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, R. Lener, F. Maimeri, A. Mangione, G. Martina, M. Maugeri, F. Moliterni, G. Niccolini, A. Niutta, P. Passalacqua, M. Pellegrini, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Urbani, P. Valensise, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del «Comitato scientifico per la valutazione» secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione, ai membri del *Comitato*, perché i medesimi – entro un congruo termine – formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato*, assumendosi la responsabilità della verifica.

I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

E. Bani, L. Di Donna, F. Di Porto, C. Fresa, G. Martina, M. Maugeri,
F. Moliterni, D. Siclari, A. Urbani, P. Valensise

PARTE PRIMA

ARTICOLI

- SANDRO AMOROSINO – *I quattro livelli della supervisione bancaria: globale, europea, nazionale ed interna alle banche: connessioni verticali e trasversali* (A multilevel banking supervision: global, european, domestic and internal ones).....273
- LAURA AMMANNATI – *Restructuring global governance of the financial system: a framework for preventing systemic risk*.....283

PARTE PRIMA

VARIETÀ

- FRANCESCO CAPRIGLIONE – *Conclusioni a margine del Convegno annuale dell'Associazione dei Docenti di Diritto dell'Economia (ADDE) su "Quali regole per quali mercati?"*(11-12 dicembre 2015) (Speech at Annual meeting of Law and Economics Professors Association).....311
- VINCENZO TROIANO – *Potere, tecnica e proporzione nel volume «Il giudice e l'economia» di Giancarlo Montedoro* (Power, technique and proportion in the volume «Il giudice e l'economia» of Giancarlo Montedoro).....319

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

- LEONARDO DI BRINA – *“Risoluzione” delle banche e “bail-in”, alla luce dei principi della Carta dei diritti fondamentali dell’UE e della Costituzione nazionale* (nota a Corte Costituzionale austriaca Verfassungsgerichtshof (VFGH) Sentenza 3 – 28 luglio 2015 (G 239/2014-27, G 98/2015-27) (Banking resolution and bail in: the directions of Charter of

Fundamental Rights).....184

RAFFAELE BELVEDERI – *Interest rate swap e metodo di calcolo del mark-to-market: l'oggetto contrattuale non è indeterminabile* (nota a Tribunale di Milano, sentenza del 6 giugno 2015 n. 7398) (Interest rate swap and the calculation of the mark to market value).....230

PARTE PRIMA

ARTICOLI

**I QUATTRO LIVELLI DELLA SUPERVISIONE BANCARIA:
GLOBALE, EUROPEA, NAZIONALE ED INTERNA ALLE BANCHE:
CONNESSIONI VERTICALI E TRASVERSALI*.**

(A multilevel banking supervision:
global, european, domestic and internal ones)

ABSTRACT: *The supervision of the organization and activities of the European banks, within the Euro Area, has become multilevel.*

In international sphere, the Financial Stability Board – body of the G20 nations – has adopted increasingly specific guidelines that European and national Supervisory Authorities must implement.

In European sphere, the Single Supervisory Mechanism ascribed to the ECB the supervision on “major” banks. Therefore, the powers of national Authorities (Banca d’Italia) have been reduced. Finally, the banks must arrange many internal supervisions to avoid malfunctions.

SOMMARIO: 1. L’imprevedibilità e velocità di mutamento degli scenari. - 2. Fattori istituzionali e normativi del mutamento: dalla vigilanza alla supervisione - 3. Struttura giuridica ed organizzazione pubblica. - 4. I quattro livelli della supervisione - 5. I molteplici sistemi di controlli interni delle banche.

1. Due rapide notazioni iniziali.

La prima riguarda l’imprevedibilità del mutamento degli scenari in materia di supervisione bancaria.

Anche se Padoa Schioppa¹ aveva colto, nel 2007, la *funzione negativa* del

*Contributo approvato dai revisori.

Testo aggiornato della relazione al Convegno *Banche e attività bancarie nel TUB: qualche riflessione su un ventennio di regolamentazione, immaginando il “futuribile”*, organizzato dall’Università di Siena il 19-20 settembre 2014, in ricordo del Prof. Franco Belli.

¹Come ha ricordato SABATINI, *Il cammino del settore bancario verso l’Europa: sviluppi e criticità*, relazione al Convegno *Banche e attività bancarie nel TUB: qualche riflessione su*

mancato coordinamento, tra i paesi europei, in materia di supervisione bancaria, a quell'epoca anche se qualcuno – come Franco Belli – riteneva auspicabile la vigilanza europea, nessuno la riteneva probabile².

Senza la crisi l'ipotesi sarebbe rimasta allo “stato gassoso”.

Le “dure repliche della storia” hanno accelerato bruscamente un processo – l'U.B.E. – ch'è stato definito una sfida per l'Europa³ e che, altrimenti, avrebbe potuto protrarsi per decenni, rimanendo in stallo come tanti altri che sarebbero necessari per l'unificazione istituzionale e legislativa, ad esempio il codice europeo dei contratti.

Seconda notazione: la supervisione, pur epicentrale, va inserita in un contesto più ampio. Per brevità possiamo assumere come *postulati* relativi allo scenario generale:

I) gli effetti negativi⁴ della despecializzazione delle banche e la necessaria separazione, e non la mera segregazione, tra i diversi tipi di attività da essa svolte; separazione la cui mancata realizzazione ha un'evidente ricaduta sul tema della supervisione perché moltiplica i rischi del sistema bancario e stressa le autorità di vigilanza;

II) l'incertezza dei confini della regolamentazione⁵. Qual è la delimitazione del campo da gioco? La regolamentazione appare all'inseguimento dello *shadow banking*;

III) la consapevolezza che si diffondono fonti di finanziamento alternative alle banche⁶ e, comunque, vari sistemi di pagamento⁷.

un ventennio di regolamentazione, immaginando il “futuribile”, organizzato dall'Università di Siena il 19-20 settembre 2014, in ricordo del Prof. Franco Belli.

²A cominciare da chi scrive: AMOROSINO, *La governance delle banche tra BCE e banche centrali nazionali*, in Id. *Regolazioni pubbliche, mercati imprese*, Torino 2008, p. 116 ss.

³Cfr. CAPRIGLIONE, *L'Unione Bancaria Europea*, Torino 2013.

⁴Cfr. NIGRO, *Dalla banca alla banca*, relazione al convegno di Siena cit.

⁵Cfr. RECINE, *Attori e confini della regolamentazione bancaria: problemi concettuali ed operativi*, ibidem.

⁶Cfr. GUALANDRI, *Tra regole e sostegno all'economia: quale ruolo per le banche dopo la crisi*, ibidem.

⁷Cfr. SCIARRONE ALIBRANDI, *Le banche e il sistema dei pagamenti*, ibidem.

Assumiamo questi tre postulati come “stelle fisse” dello scenario generale.

2. Non è agevole delineare una visione d’insieme di un *sistema* – le vigilanze/supervisioni bancarie – ormai multilivello ed in rapida evoluzione, alla quale concorrono, strettamente intrecciati:

- sia fattori politico-istituzionali e quindi organizzatori;
- sia fattori normativi, in particolare per ciò che concerne alcuni istituti.

È in evoluzione, innanzitutto, il concetto giuridico di riferimento; per usare una sintesi verbale: si sta passando dalla vigilanza alla supervisione.

Sono locuzioni diverse per indicare, in partenza, la medesima attività: disciplinare la vigilanza e svolgerla nella realtà; dunque: prevenire, correggere e reprimere le disfunzioni di singole banche e intervenire – ove possibile – “a salvamento”. La diversità tra i due *nomina juris* sottende, tuttavia, un’evoluzione della funzione nel suo modo stesso di configurarsi e di operare: dalla vigilanza prudenziale alla supervisione strutturale, con la moltiplicazione e stratificazione di *griglie di regole*, anche tecniche, volte ad ordinare, cioè a dare *standards* unificanti ai sistemi e mercati bancari.

La constatazione da cui partire è che l’evoluzione ha investito ambedue le sfere del sistema, soggettiva ed oggettiva.

Quella soggettiva riguarda gli attori del sistema:

- i *vigilanti* o supervisionanti (con la riallocazione verticale dei *poteri* tra di essi);

- i *vigilati* o supervisionati, con le concentrazioni bancarie, la creazione di gruppi di rilevanza europea, ma anche con la riorganizzazione – imposta dalle regolazioni a cascata – della loro struttura interna: dalla patrimonializzazione, alla *governance*, al sistema dei “controlli interni” in senso (*audit, compliance*, processo del credito, *Risk management*, antiriciclaggio);

- e, con crescente rilievo i *clienti* delle banche (risparmiatori ed investitori), il cui ruolo – nella dimensione pubblicistica della vigilanza – era, in passato, seconda-

rio.

Di conseguenza il diritto bancario trattava essenzialmente la dimensione privatistico/bilaterale dei contratti bancari (e così è ancora in qualche “Manuale” tradizionale, ma sarebbe meglio dire attardato), ma non in quelli più avvertiti⁸.

(È, comunque, da ricordare, a proposito dei contratti bancari, che Ferro-Luzzi⁹, già molti anni fa, ne sottolineava la diversità, strutturale e funzionale, rispetto ai contratti “generali” del codice civile).

Sta di fatto che tra le finalità *canonizzate* della vigilanza non vi è più solo quella della stabilità delle banche, per tutelare un risparmio astratto, quasi *ipostatizzato*, ma anche la tutela¹⁰ di ciascun “concreto” risparmiatore, nei suoi rapporti con le banche, anche in funzione dell’efficienza del mercato. Mi limito a due esempi: le sanzioni che vengono irrogate per l’aumento, non comunicato alla clientela, delle commissioni bancarie; la valenza riflessa, a fini di vigilanza, delle pronunce dell’Arbitro Bancario e Finanziario, nelle quali risultino accertati comportamenti inappropriati della banca.

3. Il *secondo profilo* che viene in rilievo è quello – *oggettivo* – della *struttura giuridica* e dell’*organizzazione pubblica* della regolazione di vigilanza/supervisione.

Per quanto riguarda la *struttura giuridica* si registra un’espansione della regolamentazione, di vario livello (dalla *soft law* del F.S.B., alla *hard law* europea, a quella nazionale) ed una speculare, almeno tendenziale, riduzione della discrezionalità nella valutazione del caso singolo: più parametri formalizzati e meno soggettività decisionale.

Ma la regolamentazione – a tutti i livelli – sta anche mutando *qualitativamente*: è sempre più fatta di parametri, *standards* o soglie tecniche vincolanti, e un po’ meno di prescrittive, con formule verbali sovente esoteriche, di comportamenti

⁸Cfr. ANTONUCCI, *Diritto delle banche*, Milano 2012; C. Brescia Morra, *Il diritto delle banche*, Bologna 2015.

⁹Cfr. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, Vol. I, Torino 2004.

¹⁰Cfr. CAPPIELLO, *Il cliente della banca*, in AA.VV., *Lezioni di diritto bancario*, Vol. II, *Parte speciale*, Torino 2004, p. 17.

doverosi.

Questo è sempre più uno dei connotati caratterizzanti della regolamentazione europea, attuativa del nuovo sistema di supervisione integrata.

Una delle spiegazioni di questa tendenza è forse nella maggiore facilità di dettare regole quantitative, onnicomprensive ed onnivalenti, rispetto alla diversità dei sistemi giuridici nazionali ed alla complessità delle categorie giuridiche, specie nei paesi continentali a diritto amministrativo.

La tecnica quantitativa è più maneggevole, ma non più *neutra*, nonostante la sua apparente oggettività; la direzionalità delle regole quantitative dipende, infatti, dai presupposti concettuali su cui esse si basano, la cui scelta è opinabile; presupposti che possono determinare *strabismi regolatori*, favorevoli o sfavorevoli, ad esempio in tema di patrimonializzazione delle banche.

Sta di fatto che questo tipo di tecnica condiziona sempre più le regolamentazioni.

Se ci si interroga un po' più a fondo ci si accorge che le regolamentazioni incentrate su coefficienti, *standards*, soglie sono in realtà il *fenomeno* rivelatore di un dato *sostanziale*: il passaggio dalla vigilanza microprudenziale a quella *strutturale* è finalizzato ad incidere sulla struttura economico finanziaria delle banche per assicurarne la *resilienza* e, quindi, per garantire la stabilità sistemica.

In questo quadro viene *riorientata* anche l'operatività della supervisione. Si pensi, ad esempio, agli *stress test*, che sono simulazioni previsionali fondate su scenari avversi ed hanno una doppia funzione: *accertativa* della situazione delle singole banche e *precauzionale*.

In estrema sintesi: la più recente normazione, correlata al S.S.M. (*Single Supervisor Mechanism*) muta il modello, la *filosofia* stessa della vigilanza, "verso" la supervisione.

Dopo avere accennato alla struttura concettuale della supervisione veniamo all'*organizzazione* (sottolineando che l'una è funzione reciproca dell'altra).

Il dato fondamentale ormai evidente con il perfezionamento del nuovo si-

stema europeo – è la riallocazione delle funzioni di supervisione verso l'alto: dalla sfera nazionale a quella europea¹¹; ed auspicabilmente – come tendenza di lungo periodo – dalle sfere continentali a quella globale.

Questo processo, ormai compiuto in Europa ed invece solo all'inizio a scala globale, è la risultante della necessità di fronteggiare la dimensione “macro” e *cross border* delle attività, tentando anche di “agguantare”, almeno un po', lo *shadow banking*.

4. Nel titolo di queste rapide riflessioni si fa riferimento a quattro sfere o livelli della vigilanza/supervisione.

4.1. In realtà le sfere sono, per ora, *tre e mezzo*, perché quella globale è ancora ad incidenza mediata, seppur in aumento.

Le decisioni degli organismi internazionali, in particolare il *Financial Stability Board*, ch'è un organismo intergovernativo, sono soprattutto atti di indirizzo, di *soft law*.

È da constatare, tuttavia, anche per il F.S.B., un'evoluzione tendenziale:

- dagli insiemi di indirizzi, pur enunciati in linguaggio quasi prescrittivo, ai quali i regolatori continentali e nazionali devono dare seguito;
- alla definizione di parametri. Il F.S.B. ha elaborato, ad esempio, un documento in cui si prevede un ulteriore innalzamento dei requisiti patrimoniali – una sorta di pre “Basilea 4” – per aumentare la capacità di assorbimento delle perdite da parte delle banche più rilevanti.

È palese che un tale orientamento, passando per l'intermediazione del “Comitato di Basilea” (ch'è formalmente un organismo tecnico intergovernativo) arriva a conformare più incisivamente le regolazioni europee e, “a cascata”, quelle nazionali. Siamo di fronte non più ad una *soft law*, ma ad una *substitute law*, pur ad incidenza mediata.

¹¹V. per tutti CAPRIGLIONE - TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'U.E. dopo la crisi*, Torino 2014, p. 84 ss.

4.2. Veniamo al secondo, sempre più decisivo, livello – quello europeo – che è ampiamente noto e del quale mi limito ricordare che la supervisione, in senso lato, si compone di quattro pilastri:

- la regolamentazione di vigilanza;
- la supervisione operativa;
- la prevenzione e gestione delle crisi;
- la costruzione di un sistema unico di garanzia.

La struttura di quest'ultimo pilastro è tuttora in faticosa costruzione, soprattutto a causa dell'opposizione tedesca ad un meccanismo destinato a farsi carico delle crisi delle banche di altri paesi.

Ciascuno dei tre pilastri finora realizzati trova uno o più centri di imputazione giuridica in istituzioni europee: rispettivamente l'EBA e la BCE per la regolamentazione e sempre BCE, *in rete* con le Banche centrali nazionali per la supervisione; per le crisi delle banche "maggiori" il Comitato di gestione, una nuova agenzia europea.

Tutto ciò ha determinato un cambio di paradigma, concettuale prima che organizzativo.

La separazione tra la *regulation* (intesa nella specie come regolamentazione) e la supervisione *appare* una novità rispetto alla visione unitaria ed integrata del tradizionale modello italiano, nel quale la funzione di vigilanza ricomprende la regolamentazione, la vigilanza operativa (informativa, ispettiva, correttiva e sanzionatoria) sino alla soglia della gestione delle crisi, ch'è sempre stata letta come propagine della vigilanza.

La stessa nozione generale di vigilanza amministrativa¹² è quella di un controllo che opera in *continuum*; in campo bancario da prima dell'ingresso della banca nel mercato (autorizzazione), al corretto operare nel mercato, alla gestione delle gravi disfunzioni, alla *fuoriuscita controllata* dal mercato (con la l.c.a.).

¹²V. per tutti VALENTINI, *Figure, rapporti e modelli organizzativi*, Vol. IV del *Trattato di diritto amministrativo*, a cura di G. Santaniello, Padova 1996, il quale esattamente definisce la vigilanza un *rapporto organizzatorio* permanente.

Come s'è visto nel precedente capitolo 3 la separazione tra regolamentazione e supervisione operativa è in realtà più apparente che reale perché la BCE e in certa misura l'EBA hanno competenze in entrambe le funzioni. Di conseguenza alla separazione concettuale si contrappone per quel che riguarda la regolamentazione secondaria la concentrazione di entrambe in capo alla BCE ed all'EBA.

4.3. Sta di fatto che i sistemi nazionali vengono progressivamente “investiti” dalla pervasività delle regolamentazioni esecutive europee delle tre funzioni (regolamentare, di supervisione in senso stretto e di risoluzione delle crisi) e delle loro reciproche *interrelazioni trasversali*, ancora non pienamente studiate.

Le disposizioni delle *regulations* europee di tutti i livelli penetrano in profondità nell'architettura dei diversi ordinamenti nazionali lasciando pochissimo spazio precettivo alla regolamentazione “locale”, che diviene di raccordo, di nicchia, se non interstiziale.

Un esempio evidente è costituito dalle rilevanti modifiche adeguatrici alle nuove regole europee apportate al TUB con il d.lgs. n. 72/2015.

Sotto il profilo sostanziale è *facile prevedere* che le regole europee, dettate innanzitutto per le banche significative, si espanderanno, inevitabilmente, “a cascata”, conformando anche le regole nazionali relative alla vigilanza sulle banche minori.

Ciò, come ha giustamente rilevato Antonucci¹³, costituisce un ostacolo alla piena applicazione del principio di proporzionalità della regolazione per le banche di minori dimensioni, nei cui confronti si tende ad applicare tutto il complesso e farraginoso insieme di precetti dettati per quelle “maggiori”.

Gli oneri regolatori cui sono soggette le banche rilevanti a livello europeo non sono, alla fine, troppo diversi da quelli cui è sottoposta una piccola banca locale – con evidente sproporzione e sovraccarico paralizzante e penalizzante. Come ha

¹³Cfr. ANTONUCCI, *Despecializzazione e principio di proporzionalità*, relazione al Convegno di Siena cit.

ricordato Recine¹⁴ la regolamentazione limita l'attività e aumenta i costi; in particolare la sproporzionalità aggrava gli oneri per i vigilati "minori".

All'origine di tutto ciò vi è anche la nostra cultura amministrativa: dall'unità d'Italia è invalso il dogma dell'uniformità amministrativa, che livella realtà molto diverse (grandi comuni e piccoli comuni; grandi banche e piccole banche). La tendenza è quella di assumere come parametro ottimale ed obbligatorio quello più complesso. Ciò vale anche per la Banca d'Italia, che soprattutto negli ultimi tempi, "per non sbagliare", impone sovente oneri regolatori ed autoregolatori soverchianti anche alle più piccole società bancarie.

5. Veniamo, infine, alla *quarta dimensione* della vigilanza, quella dei controlli *interni* alle banche, che devono essere anch'essi svolti *in continuum*; siamo dunque in presenza di un'*autovigilanza* organizzatoria ed operativa, le quali presuppongono una idonea autoregolamentazione. Tutte queste funzioni interne sono amministrativamente imposte.

Anche per quanto riguarda l'autoregolamentazione il modello riproduce "in scala" il sistema pubblicistico: si va dall'organizzazione delle varie funzioni dell'impresa, alla disciplina della *governance*, alla definizione ed alle procedure dell'*audit* interno, della *compliance*, del sistema informativo, del *risk management*, del sistema antiriciclaggio, del processo del credito, delle remunerazioni.

Con la conseguenza diretta che i parametri assiali, specie in sede di vigilanza ispettiva della Banca d'Italia, divengono l'adeguatezza dei sistemi e delle procedure dei controlli interni ed assieme la solerte *supervisione* (la locuzione non è usata a caso da Banca d'Italia nelle sue "Istruzioni di vigilanza") sul loro efficiente funzionamento da parte degli organi societari e dei dirigenti d'apice.

La mancata adozione delle regole, procedurali e sostanziali, relative ai controlli interni e, poi, l'insufficiente monitoraggio del loro funzionamento sono ambedue ritenuti *disfunzioni* meritevoli di sanzioni.

¹⁴Cfr. RECINE, *Attori e confini* cit.

Ne consegue una duplice rilevanza pubblicistica della *autovigilanza* interna:

- da un lato *diretta*, ai fini del rapporto con le istituzioni di vigilanza;
- dall'altro, *mediata*, ai fini del rapporto contrattuale con la clientela, perché in caso di criticità di tale rapporto, causate dal mancato funzionamento dei controlli interni, ciò può pesare negativamente in sede contenziosa interprivata, iniziando dalla procedura innanzi all'ABF, siccome significativo di scarsa diligenza e correttezza nella gestione del rapporto stesso.

Sandro Amorosino

*Ordinario di diritto dell'economia
nell'Università di Roma "La Sapienza"*

RESTRUCTURING GLOBAL GOVERNANCE OF THE FINANCIAL SYSTEM: A FRAMEWORK FOR PREVENTING SYSTEMIC RISK*

*“Never let a good crisis go to waste”**

ABSTRACT: *The paper focuses on various aspects pertaining the institutional architecture of financial regulation and supervision, especially for systemic risk control. Given that systemic risk focuses on risks to the financial system, the main goal of regulating/preventing systemic risks is preserving stability of the financial system. Protecting financial stability calls for fostering macro-prudential oversight. Hence the question is whether and how the architecture of the international financial system needs to be revised. In this framework it is underlined the transformation of the FSF into the FSB and its renewed role in the global governance. After a five-year period in its new role, the point at stake is whether the FSB is still an “arm” of the G20 or on the way to become a single “world financial regulator” and, moreover, whether the loose network-based structure must be replaced with a hierarchical system. Finally the paper highlights that, even if the FSB’s informal structure could be seen no longer for adequate, a recent declaration of the FSB’s Plenary emphasizes its role as ‘coordinator’ of other actors involved in ensuring financial stability and not as authority imposing legal international rules.*

SOMMARIO: 1. Introduction. - 2. Systemic risk matters: how to handle it? - 3. The FSB and its mandate for global financial governance. - 4. What role could the FSB play to ensure stability in the global financial system? - 5. The way forward.

1. The *Essay on Financial Crises*, published in *The Economist* of 12 April 2014, was focused on “the slumps that shaped modern finance” considering that finance is not merely prone to crises, rather “it is shaped by them”. As some scholars affirm, to

*Contributo approvato dai revisori.

Il presente saggio, pubblicato nel volume “*Essays on Global Safety Governance: Challenges and Solutions*”, edito a cura di Patrycja Dąbrowska-Kłosińska, Varsavia, 2015, viene qui riprodotto per l'interesse della tematica trattata.

understand the present international financial system one should know some history.¹ There is nothing new about financial crises. They have occurred frequently throughout history. The five most devastating crises - starting with America's first crash in 1792 and ending with the biggest (before the latest) in 1929 – highlight the origin of modern finance and the way in which successive reforms have tended to insulate investors from risk. Thus they offer lessons to regulators and policymakers in the aftermath of the current crisis.²

The crisis of 2008 has undermined the previous overwhelming confidence in financial markets. The understanding of the causes of the crisis has focused on the capacity of regulators and regulatory mechanisms to tackle the financial system. Regulators and politicians have struggled to develop new rules, reshape regulatory structures and create new regulators.

There is no doubt that policymakers have recognized the need for a greater surveillance capacity and created new bodies and committees charged with macro-prudential competences, mostly at the EU and global level. However it is worth highlighting that “regulators failed not just because they did not look hard enough at what was happening in the markets. It was also that their cognitive understandings of the way markets operated, and the way markets and regulation interacted, were flawed”.³

Undoubtedly regulators can witness that any attempt to control risk-taking behaviour of financial institutions prior to the crisis would have been then seen as an intrusion into the management of those institutions and as an action against innovation and competitiveness in the financial markets.

The liberalization of financial markets has been rooted in a deep confidence in

*Rahm Emanuel, the former chief of staff of US President Barack Obama

¹See, BUKLEY - ARNER, *From Crisis to Crisis: The Global Financial System and regulatory Failure*, University of Hong Kong Faculty of Law research Paper, No. 2012/002.

²See, ‘The slumps that shaped modern finance’, Essay on Financial Crises, *The Economist*, 12.04.2014, pp. 47-53.

³See, LACK, *Restructuring Global and EU Financial Regulation: Character, Capacities and Learning in: Financial Regulation and Supervision. A Post-Crisis Analysis*, WYMEERSCH - HOPT - FERRARINI (eds.), OUP 2012, pp. 3-4.

their ability to self-regulate⁴ and on the approach of traditional neoclassic economics whereby the financial market, like other markets for goods and services, is assumed to allocate financial assets efficiently on the basis of pricing mechanisms.

The recoup of the neoclassic approach to financial markets was also an important ingredient in the collapse of the Bretton Woods system in the early 1970s,⁵ as well as the removal of the controls and barriers introduced after the Great Crisis of 1929, i.e. the replacement of structural supervision mechanisms⁶ with the prudential supervision system. In a nutshell, prudential supervision focuses on ensuring the safety and soundness of financial institutions through the oversight of their business operations, financial condition, risk management practices and corporate governance.

2. With respect to financial regulation, it is generally acknowledged that one of the main tasks of regulators is to contain the risk taken by financial institutions to prevent them from spreading systemic damage in the system as a whole.

⁴“Self-regulation by financial market participants [...] is somewhat in retreat nowadays in part because of its association with discredited ‘light touch’ approaches, According to Joseph Stiglitz the very idea that markets can self-regulate is an ‘oxymoron’” (FERRAN, *Institutional Design for Financial Market Supervision: The Choice for National Systems*, University of Cambridge, *Legal Studies Research – Paper Studies No. 28/2014*, 12 (available at <http://www.law.cam.ac.uk/ssrn/>).

⁵ Even if in 1944 the Bretton Wood system was created to regulate economic relationships among States (in particular for exchanging one currency for another), restrictive measures on free movement of capital were also able to assure the monetary stability and, in addition, to maintain national organization of the financial markets. In the *Introduction* to the book on *Global Governance of Financial Systems*, just a short time before the outbreak of the financial crisis, the authors affirm that “[m]any experts agree that adequate regulation at the domestic and international level has not accompanied the liberalization of financial markets and, in particular, of short-term capital flows. [...] The removal of the extensive system of domestic and international financial and monetary controls that characterized the post-World War II world before 1971 has resurrected the pre-war origins of crises in microeconomic *as well as* macroeconomic circumstances. [...] Nonetheless, even where crises have microeconomic origins, an important macroeconomic component remains. [...] The reason derives from the fact that while commodity markets... involve the pricing of flows of goods and services, financial markets involve the pricing of stocks of financial assets. Moreover, the price of financial asset depends on expectations about its future price [...]. Consequently expectations play an extraordinary role in the determination of the prices of financial assets, and shared expectations are a potent source of macroeconomic contagion.” (ALEXANDER - DHUMALE - EATWELL (eds.), *Global Governance of Financial Systems. The International regulation of Systemic Risk*, Oxford University Press 2006, pp. 3-4).

⁶This model was introduced in 1933 by the Glass-Steagal Act and transferred (with innovations) to some EU countries (see Italy, 1936). In the US the Glass-Steagal Act was abolished in 1999 when President Clinton signed the Gramm-Lech-Biley Act.

Consequently there have been calls for increased regulation of systemic risk.

Although the issue of systemic risk has been subjected to considerable study, there is a great deal of confusion about what kind of risks are systemic and consequently no widespread agreement on how to define this concept. As often stated, systemic risk is a “slippery concept” and there are a wide variety of sources offering various definitions. In a recent paper one author lists fourteen different definitions given in the last decade.⁷

Even though systemic risk is a form of financial risk, it stands apart and should be differentiated from traditional financial risk. The difference is that “traditional financial risk focuses on risks *within* the financial system [...]. Conversely, systemic risk focuses on risks *to* the financial system”.⁸

In the various definitions a common factor is the idea that systemic risks affect multiple institutions simultaneously, suggesting correlated asset strategies, or “herding behaviour”. A traditional view of systemic risk is “the risk that failure of one or a small number of institutions will be transmitted to others due to explicit financial linkages across institutions.”

Nonetheless it is uncertain to what extent regulators are allowed to contain systemic risk. The question is whether and how the financial crisis has changed the terms of the traditional approach.

No longer is it considered sufficient to concentrate upon the monitoring and supervision of only individual institutions or single countries, but what is fundamental is the functioning of the system as a whole. This reshaping of the relationship between the whole and its parts underlines the shift in the cognitive

⁷The definitions are in VAN HOOSE, ‘Systemic Risks and Macroprudential Bank regulation: a Critical Appraisal’, *Networks Financial Institute*, April 2011, who also affirms “whichever of the two traditional views on systemic risk that one chooses as more appealing, there are three key *private-market*-related factors that potentially contribute to systemic risk. The first of these is *fractional reserve banking*[...]. The second key private-market contributor is the potential for banks to engage in *correlated strategies*—or what financial market participants and other observers more commonly call herding behaviour [...]. The third private-market factor that gives rise to systemic risk is *network externalities*. In general, an *externality* exists in a market when a characteristic of the market product exerts spill-over effects on individuals or firms not party to transactions in the marketplace” (pp. 8-10).

⁸See, SCHWARCZ, *Systemic Risk*, in *American Law & Economics Association Annual Meetings*, 2008, paper 20, pp. 7 and 19 (available at <http://law.bepress.com/alea/18th/bazaar/art20>).

understanding of what regulation should aim to achieve. These changes in regulation are required “to strengthen financial stability and the protection of customers so to avoid [...] at least a repetition of the extraordinary type of systemic breakdown that we are now witnessing.”⁹

Drawing some lessons from the crises there is a certain consensus on the idea that financial markets are of macroeconomic relevance. There is less agreement on how to re-design and re-orient regulation and supervision towards the global level as the current crisis revealed that any centripetal pressure for international harmonization was counteracted by centrifugal tendencies¹⁰ pushing back towards ‘micro’-regulation, centred on the relevance of individual choices and towards decentralized supervisory measures.

Prior to the crisis the characteristics and conditions of systemic risk had been occasionally questioned but only in the post-crisis phase did the issue gain relevance. Debates revealed the need for macro-prudential policies, then led to analysing which institutions or practices are systemically relevant and have ended up by identifying the ‘global Systemically Important Financial Institutions’ (SIFIs).¹¹ The assumption that SIFIs represent a key issue in financial market is witnessed by the constant evolution in dealing with this matter by the FSB (Financial Stability Board).

As mentioned above, prudential regulation parameters are built on the leading idea of economic mainstream that risk can always be weighted. Hence, when financial institutions are requested to meet precise requirements (in particular

⁹See, DE LAROSIÈRE, *Report*, 2009, p. 13 (point 41).

¹⁰See, BLACK, *Restructuring Global and EU Financial Regulation: Character, Capacities and Learning*, p. 8.

¹¹After the crisis the G20 Leaders asked the FSB to develop a policy framework to address the systemic and moral hazard risks associated with systemically important financial institutions (SIFIs); see the *Interim report to G20 leaders “Reducing the moral hazard posed by sistemically important financial institutions*, 18 June 2010. In Seoul the G20 Leaders endorsed this framework and the timelines and processes for its implementation. Development of the critical policy measures of this framework was completed. Implementation of these measures began in 2012. Full implementation is targeted for 2019. In a document prepared by the FSB (*Policy measures to address systemically important financial institutions*, 4 November 2011) SIFIs are defined as “financial institutions whose distress or disorderly failure, because of their size, complexity and systemic interconnectedness, would cause significant disruption to the wider financial system and economic activity. To avoid this outcome, authorities too frequently had no choice but to forestall the failure of such institutions through public solvency support. As underscored by this crisis, this has deleterious consequences for private incentives and for public finances.”

capital requirements), the rise of systemic risk is presumed to be neutralized once and for all. Regulators and policymakers are challenged to change their view on the nature and management of risk in the financial system.¹²

Restructuring controls means to assure the stability of all financial institutions by strengthening the macro-prudential supervision of systemic risks. Focusing on an individual bank and/or financial institution does not allow for assessment of the risks that can be run due to the numerous inter-linking and inter-dependencies between the stability of the macro-economy, individual financial institutions and the “network effect” of the system as a whole. All in all, macro-prudential supervision is analogous to oversight of the forest, while micro-prudential supervision is analogous to the oversight of individual trees.¹³

In the aftermath of the crisis the prevailing regulatory responses did not step out of the path of the prudential approach to financial supervision¹⁴ whilst in the international landscape some proposals arose which were aimed at re-introducing more rigorous rules based on the model of structural supervision.

First of all one must mention the so-called ‘Volker rule’ as part of the Dodd-Frank Act which prohibits bank holding companies from engaging in proprietary trading and investing in or sponsoring hedge funds and private equity operations.¹⁵ However, this rule contains numerous significant exemptions and, in addition, is scheduled to come into effect only in July 2015.

¹²See, DE LAROSIÈRE, *Report*, 2009, p. 10 (point 23). Furthermore we need to realize that technologies of risk management generally used were inadequate. Also, risk models were found to be flawed. An example can be the Value at Risk models that were recognized to produce pro-cyclical effects. At the same time, the potential pro-cyclical effect of Basel II has also been noted (see C. Goodhart, ‘Financial Regulation, Credit Risk and Financial Stability’, 192 *Economic Institute Economic Review*, 2005, p. 118).

¹³As stated in 2009 by the Governor of the Canadian Central Bank. See also ACHARYA, *A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Bank Regulation* in: *Journal of Financial Stability*, No. 3/2009, pp. 224 – 255.

¹⁴First of all we refer here to the Third Basel Accord, agreed upon by the members of the Basel Committee on Banking Supervision on setting standards on bank capital requirements aimed at internalizing the credit risk, a minimum leverage ratio and two required liquidity ratios.

¹⁵The objective of the rule is to prevent financial institutions that benefit from government-guarantees and taxpayer-backed deposit insurance from using such guarantees and insurance to raise capital and fund proprietary trading activities (see, E. Pan, ‘Understanding Financial Regulation’, *Cardozo School of Law*, NY, Working Paper No. 329 April 2011, p. 44).

Secondly, in UK a cornerstone of the ‘Vickers Report’ was its “ring-fencing” proposal which is maintained in the Banking Reform Act of 2013 although it has been partially watered down.¹⁶

Similar objectives were included in the mandate conferred to the *High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector*, chaired by Liikanen, Governor of the Finnish Central Bank. The Group was required by the EU Commission to pay attention to the reforms proposed both in US and in the EU and it launched its proposal in October 2012.¹⁷

Yet, the idea of going back to a clear-cut split between banking linked to traditional and highly-protected “narrow banking”, and the so-called “casino finance” has to face numerous and strong criticisms. There is no hope of reaching a globally-binding agreement that is needed to reintroduce structural supervision. In particular, if such severe distinctions were to operate only in some countries but not globally, obvious competitive disadvantages would be produced.¹⁸

Moreover, the debate launched after the explosion of the financial crisis has not yet resulted in generally-shared structural and operational reforms. There are still contrasting views on understanding the causes of the crisis, as well as on the regulatory responses that can best tackle risk and the measures needed to control it. As clearly affirmed by Julia Black, if regulators and economists “do not understand how the system works, it is very hard to build in mechanisms either for managing risk

¹⁶See the Vickers Report – *Final Report - Recommendations*, 12 September 2011. The proposed structural separation between domestic retail services and global wholesale and investment banking operations represents the most controversial part of the report. According to the report, structural separation should make it easier and less costly to resolve bank failures and should reduce the influence of external financial shocks on national retail banking system. See also, *The Independent Commission on Banking: The Vickers Report & the Parliamentary Commission on Banking Standards* of 2013. The *Banking Act* gives powers, in particular to the HM Treasury and the PRA, to implement the recommendations of the Independent Commission on Banking (ICB) on ring-fencing requirements for the banking sector.

¹⁷As a follow-up to the Liikanen report, on 29 January 2014 the EU Commission adopted a proposal for a regulation (*Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on structural measures improving the resilience of EU credit institutions - COM/2014/043 final - available online at <http://old.eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ>.) to stop the biggest banks from engaging in the risky activity of proprietary trading. The new rules would also give supervisors the power to require those banks to separate certain potentially risky trading activities from their deposit-taking business if the pursuit of such activities compromises financial stability.*

¹⁸ See VELLA, *Il rischio: questo sconosciuto*, in *Analisi giuridica dell'economia*, Nr. 1/2009, p. 174.

or for ensuring the system's resilience when those risks crystallize. Whilst regulators and others realize a new cognitive framework is needed, they are struggling to develop one."¹⁹

On these premises, at least two important questions arise. The first deals with the definition of "what to regulate", i.e. the "perimeter" of the supervision. With respect to the institutions, controls should be extended "beyond the three pillars upon which financial regulation has traditionally rested" (i.e. banking, securities and insurance) to a broader range of institutions critical to financial stability.²⁰ But are these borders to be extended, for instance, to the 'shadow banking system' encompassing a variety of non-bank financial intermediaries engaged in risky activities? Moreover, within the defined perimeter, an important issue is to define what the best indicators of banking and financial soundness are, taking into account that while capital regulation could be an important parameter, it is not the only one.

The second question concerns, on the one hand, the institutional architecture of regulation and supervision, especially for systemic risk control and, on the other hand, the capability of these institutions to implement commonly-shared standards which overcome the dichotomy between national law and global markets. Given the increasing awareness of systemic risk, there is a broad acceptance of the need for an 'international financial architecture' able to reshuffle the governance of the financial system.²¹

This paper focuses on the various problems pertaining to the second question. First of all, it analyses the organizational realignments involving financial institutions and standard-setters at global level. The changes concern not only the structure of

¹⁹See, BLACK, *Restructuring Global and EU Financial Regulation: Character, Capacities and Learning*, p. 13.

²⁰See, in particular, GOODHART, *The Regulatory Response to the Financial Crisis*, CESifo Working Paper No. 2257 March 2008, p. 13 and LASTRA (*Regulatory Responses to the Financial Crisis*, in: *Financial Crisis Containment and Government Guarantees*, LABROSSE - OLIVARES - CAMINAL - SINGH (eds.), Cheltenham 2013, pp. 76-77) include in the perimeter "institutions such as those involved in the "originate to distribute" model of credit intermediation, services providers such as clearing and settlement systems, private pools of capitals such as hedge funds and private equity funds". For a definition of financial stability, see SCHINASI, *Defining Financial Stability*, IMF Working Paper 04/187, pp. 3 – 16.

²¹See, in particular, GARICANO - LASTRA, *Towards a New Architecture for Financial Stability: Seven Principles*, in *Journal of Int. Economic Law*, No. 3/2010, pp. 599-600.

the global regulators and the nature of the interdependencies between them, but also the relationships between the global regulators and national regulators and governments. They also concern regulatory capacity, which is a combination of informational and organizational resources, expertise, authority, legitimacy, and accountability. Currently the most important change in the structure of global financial regulation has been the transformation of the FSF into the FSB and its renewed role in global governance as the heads of government in the G20 countries realized that national policy responses would be inadequate to stabilize financial markets.²²

Secondly, taking into account the main characteristics of the FSB as established in the Charter (agreed to in 2009), the FSB has been provided with a basis for building its own institutional position within the institutional international environment and has received stronger legitimacy as a coordinator.

After a five-year period in its new role, the first issue at stake is whether the FSB is still “an arm” of the G20 or whether it has become a “fourth pillar” in the architecture of cooperation established after the Second World War.²³ Moreover, given the need for a renewed global financial architecture, the second point is whether the way forward must entail replacement of the loose network-based structure with a hierarchical institutional system of control where the FSB could become “head” of the global system in cooperation, at least, with the European Supervisory Authorities as featured in the EU Regulations of 2010.²⁴

²²For more on the role of the G20 and the creation of the FSB, see NOLLE, ‘Who’s in Charge of Fixing the World’s Financial System? The Under-Appreciated Lead Role of the G20 and the FSB’ in: SSRN working papers series, draft – January 2014 (available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2354395).

²³As affirmed by Treasury Secretary Tim Geithner at the time of the G20 Pittsburgh Summit.

²⁴The Regulations adopted on 24 November 2010 are: EU Regulation No 1093/2010 establishing a European Banking Authority; EU Regulation No 1094/2010 establishing a European Insurance and Occupational Pensions Authority; EU Regulation No 1095/2010 establishing a European Securities and Markets Authority. For more about ESAs see, in particular, ENRIA - TEXEIRA, *A new institutional Framework for Financial Regulation and Supervision*, in: *Basel III and Beyond*, CANNATA - QUAGLIARIELLO (eds), 2012, pp. 16 – 23.

3. At their Pittsburgh Summit in September 2009, the G20²⁵ leaders officially asserted the G20's status as the "premier forum for international cooperation on the most important issues of the global economic and financial agenda", thus assuming financial system leadership. At the London Summit in April 2009, the G20 established a new Financial Stability Board (FSB) as a successor to the Financial Stability Forum (FSF) "with a stronger institutional basis and enhanced capacity"²⁶.

Five years on, it seems that the G20, even without supranational powers, has functioned well, at least in perspective, managing to enforce its agenda through persuasion and peer pressure. The FSB's mandate from G20 leaders included not only coordination of international work on financial system reform, but also the responsibility to "oversee action needed" to implement the G20 commitments. FSB member jurisdictions "will lead by example", through implementation of the agreed standards, disclosure, and peer reviews.²⁷

As observed in many comments on the activity of the predecessor FSF, its role, though unclear and ambiguous but mainly aimed at coordinating the key actors involved in the emerging international standard regime²⁸, had weakened over time.

²⁵G20 refers commonly to the 19 member countries (Argentina, Australia, Brazil, Canada, China, France, Germany, India, Indonesia, Italy, Japan, Mexico, Russia, Saudi Arabia, South Africa, Republic of Korea, Turkey, UK, US) and the European Union representative. However, from the time of the establishment by the G7 of the Finance Ministers and Central Banks Governors in 1999, the Finance Ministers and Central Banks Governors function as the core group. However, since autumn 2008 the Ministers and Governors requested the direct participation of the heads of state in taking relevant political decisions. Together, G20 member countries accounted for 86% of the world GDP in 2012. The G20 is also dominant in financial markets, where they accounted for 90% of world banking, 81% of global market capitalization, and 94% of global bond markets (see NOLLE, *Who's in Charge of Fixing the World's Financial System?*, table 1, p. 40).

²⁶London Summit, 2 April 2009, *Declaration on strengthening the Financial System*, quoted in the *Charter of the Financial Stability Board* (agreed in 2009 and recently amended in June 2012), recital (3)

²⁷The main components of the financial regulatory reform concern: bank capital; central clearing and trading of OTC derivatives; regulation of rating agencies and hedge funds; and bank resolution regimes. As observed by LANNON, *The follow-up to these commitments has been impressive in the G-20 countries, indicating that G-20 process effectively worked. The remaining task now is the monitoring of effective implementation and the exercise of peer pressure* (The G-20, five years on, *CEPS Essay*, No.9/3 March 2014).

²⁸Regarding the definition of standards as principles, practices or guidelines in a given area and the reason why standards are important, see <http://www.financialstabilityboard.org/cos/standards.htm>.

The FSF had largely failed to realize its potential, as it lacked a clear mandate and allowed large countries, in particular the US, to exercise a veto power.²⁹

The relevant change in the governance of international financial standards came with the transformation of the FSF into the FSB.³⁰ Significantly the FSB was given a wider membership (G20 countries, Spain and the EU Commission) so that developing countries now have a seat at the rule-makers' table, as well as in some of the standard-setting bodies, such as IOSCO and the Basel Committee on Banking Supervision.³¹ According to the FSB's Charter, "the number of seats in the Plenary assigned to Member jurisdictions reflects the size of the national economy, financial market activity and national financial stability arrangements of the corresponding Member jurisdiction."³²

With respect to the FSB's Charter it is worth noting that it can be, and has been, continuously changed and adapted by the G20, in contrast to a formal treaty which, once drafted, is extremely difficult to amend. Actually the G20 leaders refused to establish the FSB as a formal international organization based on a multilateral

²⁹See BAKER, *Mandate, Accountability and decision Making Issues to be Faced by the FSB*, CIGI, *The Financial Stability Board: An Effective Fourth Pillar of Global Economic Governance?* Special Report, p. 19; HELLEINER, *What role for the New Financial Stability Board? The Politics of International Standards after the Crisis*, *Global Policy*, Issue 3/October 2010, p. 283.

³⁰A more severe judgement contends there is a substantial contrast between the FSB and the FSF, since the latter was only "a multilateral 'think tank' lacking formal backing from the major financial center countries for policy development" (NOLLE, *Who's in Charge of Fixing the World's Financial System?*, p. 12).

³¹What is relevant about the membership of the FSB is the diversity of bodies represented, which includes a range of influential non-state actors. The FSB includes three types of members. The first type of membership is the 'member jurisdictions'. The reference to 'jurisdictions' and not 'states' allows the participation of bodies such as the ECB and European Commission in this list. Moreover, it is not strictly the states that are represented, but the relevant authorities responsible for financial stability in that jurisdiction. The second category of member is comprised of the International Financial Institutions: the BIS, IMF, Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) and the IBRD. The third type of membership is comprised of International Standard-Setting, Regulatory, Supervisory and Central Bank Bodies. These currently include the International Association of Insurance Supervisors (IAIS), IOSCO, the Basel Committee, Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), Committee on the Global Financial System (CGFS) and the IASB. New members could be included in the future. Article 5(2) of the Charter states that "the eligibility of Members will be reviewed periodically by the Plenary in the light of the FSB objectives", implying that members may be excluded or removed from the FSB.

³²Charter of the Financial Stability Board 2009 (June 2012) Article 11 and Annex A, containing the list of member jurisdictions and the allocation of the seats. The FSB membership extends to the major international financial institutions, including the IMF and the WB, and the international standard setting bodies (SSBs).

treaty. The FSB's Charter remains "a work in progress". It has been changed several times and G20 countries may continue to add new tasks to the list of FSB responsibilities.

The FSB's Charter establishes the FSB as the 'regime manager' for the G-20 and defines the basis whereby FSB builds its own institutional role within the international architecture. It gives the FSB greater legitimacy as coordinator and as standard-setter, at least for the G-20 countries.

The membership of the FSB was a political decision taken in the darkest days of the crisis and it may be said that it was not the result of a careful examination of reasonable criteria for membership. As a consequence, not all the countries that are of financial systemic relevance are members of the FSB. Nonetheless, as one of FSB's principal issues is the impact of each jurisdiction on the stability of the global financial system, the FSB is paying increasing attention to the ways of fostering interaction between FSB members and non-members, in particular establishing "Regional Consultative Groups" and promoting compliance with international standards among non-member countries.

Since its renovation the FSB has become a standard-setter itself and in its first year issued some sets of Principles (for "Cross-border Cooperation on Crisis Management"; "Sound Compensation Practices and its Implementation Standards"). Along with this development of its functions, of greater significance may be the fact that the principles can be seen not only as regulatory tools aimed affecting behaviour, but they can also have a "symbolic significance" as they can contribute to define the issuer's role in the regulatory regime. They address not only the market actors in order to regulate their behaviour, but also national regulators in the broadest sense. Lastly, by focusing on implementation they are benchmarks that are being used to assess national regulatory regimes. Consequently, "the development of

the FSB's role as standard-setter is a step towards establishing its position as overall coordinator, manager, and enforcer of the international regulatory regime"³³.

As it is well known by regulators, setting principles and/or rules is only the first part of their work. How and to what extent they are complied with is a cornerstone in regulatory procedures. Various mechanisms are already in place for monitoring the implementation of international financial standards and for reviewing their effectiveness.³⁴

First of all, the Financial Sector Assessment Program (FSAP) represents an independent assessment of compliance with international financial standards. The origin of this mechanism goes back to the time when FSF was created and the IMF and World Bank established the FSAP to evaluate compliance of member countries with the international financial standards (the twelve prioritized standards) that the FSF sought to promote worldwide.

With regard to the FSAP, the distrust of some developing countries towards the international standards regime led to the decision to make this process voluntary and to allow governments to block the publication of results. In a like manner developing countries also requested that participation be voluntary in the preparation of the IMF's Reports on the Observance of Standards and Codes (ROSC). One reason for this wariness towards the international standards regime could have been their low representation in the FSF and in the international standard-setting bodies. Undoubtedly some of these bodies were dominated by advanced industrial countries and the adequacy of the standards for developing countries was often questioned.³⁵

³³See, BLACK, *Restructuring Global and EU Financial Regulation*, p. 22, and see further BLACK, *The Rise, fall and Fate of Principles Based Regulation* (LSE Working Papers 17/2010) in: *Law Reform and Financial Markets*, ALEXANDER - MOLONEY (eds.), Edward Elgar, 2011.

³⁴As mentioned in the FSB *A Coordination Framework for Monitoring the Implementation of Agreed G20/FSB Financial Reforms* (18 October 2011), such mechanisms include the IMF-World Bank Financial Sector Assessment Program (FSAP) and Reports on the Observance of Standards and Codes (ROSC) assessments; FSB thematic and country peer reviews and progress reports; and monitoring and review processes carried out by SSBs.

³⁵See, HELLEINER, *What role for the New Financial Stability Board?*, p. 283 who summarizes the tensions between different sorts of countries and within the standard setting bodies, on the basis of many studies of political scientists quoted in the paper.

Unlike the previous conditions, the FSB imposes an obligation on members to implement the main international financial standards as well as the standards established by the FSB on its own initiative, while FSB members have agreed to undergo an assessment under the FSAP review process every five years and to make the Reports public. Promoting compliance through such an instrument, the focus of the FSB has been on jurisdictions that could pose risks to financial stability because of their position in the financial system and their low compliance with the relevant standards.

The peer review system set up by FSB includes not only the FSAP as a country-based review to ensure the implementation of recommendations in the G20 member jurisdictions, but also reviews on a thematic basis to monitor compliance with the FSB's standards.³⁶ As stated in a FSB document, "the added value" of peer reviews will come "from the cross-sector, cross-functional, system-wide perspective brought by its members". Moreover "dialogue with peers will be a key benefit."³⁷ In the context of this cooperative dialogue with regulators and financial supervisors of the countries involved, the role of peer reviews could be considered twofold: providing technical assistance and ensuring compliance. As underlined by many commentators, the FSB's attitude is tending towards the latter.

However the FSB has no direct means to either promote or enforce compliance, and the practical consequences of non-compliance remain unclear and ambiguous. Nonetheless it is developing a "toolbox" composed, on the one hand, of

³⁶See, for example, *Thematic Reviews on Compensation* (2010 and 2011); *on Risk Governance* (2013); *on FSB Principles for Reducing reliance on CRA ratings* (2013 and 2014).

³⁷FSB, *Framework for Strengthening Adherence to International Standards* (9 January 2010), p. 2. "The dialogue with jurisdictions has four purposes: - to examine a jurisdiction's compliance against international supervisory and regulatory standards relating to cooperation and information exchange; - to examine the reasons for shortcomings in adherence; - to discuss the jurisdiction's progress in meeting the relevant recommendations set out in any ROSC; and to make recommendations on steps to improve compliance. The FSB will form an expert team to examine all relevant, existing information, including information provided by the authorities on developments since the latest IMF-World Bank ROSC. The expert team will be composed of specialists in banking, insurance and securities regulation and supervision as appropriate. The expert team will engage in dialogue with the jurisdiction and, if needed, encourage the authorities to request a new assessment of compliance from the IMF/World Bank, either through a Financial Sector Assessment Programme assessment or through stand-alone ROSCs" (FSB, *Promoting Global Adherence to International Cooperation and Information Exchange Standards* (10 March 2010), p. 2).

some “positive” measures aimed at providing advice and technical assistance and, on the other, in case of insufficient compliance, of “negative” measures such as signing multilateral Memoranda of Understanding so that standard-setting bodies can assist them in achieving a greater adherence.³⁸ Hence pressure on non-cooperative jurisdictions has been encouraged by the G20 leaders.

While the priority objective and the ambition of the FSB is to promote worldwide compliance with regulatory and supervisory standards on international cooperation and information exchange, the focus is “on the adherence of the FSB members and other jurisdictions that rank highly in financial importance.”³⁹ In this regard the FSB’s Charter includes provisions for non-member countries to take part in its working groups, standing committees and plenary meetings.⁴⁰

In addition it is affirmed that the FSB should consult widely with non-members “in the development of the FSB’s medium- and long-term strategic plans, principles, standards and guidance”, and that “[t]his process shall include engaging with the FSB Regional Consultative Groups and include an outreach to countries not included in the Regional Consultative Groups.”⁴¹

Regarding the need to develop “a more ambitious mechanism to provide voice for non-members”, a number of proposals have come up over time. Formerly the “de Larosière report” suggested, in 2009, that in view of the high role proposed for the FSF (“promoting the convergence of international financial regulation to the highest level benchmarks” along with international standard setters), the FSF had to

³⁸See, FSB, *Promoting Global Adherence to International Cooperation and Information Exchange Standards*), pp. 3, 11-12 and Annex D: “Toolbox of possible measures to promote the implementation of international financial standards”. In November 2011 the FSB published a list (available at http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111102.pdf) of all jurisdictions evaluated to recognise the progress that most jurisdictions evaluated by the FSB under the current initiative have made towards implementing international cooperation and information exchange standards, and to incentivise improvements by those jurisdictions not fully cooperating (*Status update* - 2 November 2012).

³⁹“The FSB prioritised a pool of about 60 jurisdictions for evaluation, including all 24 FSB member jurisdictions together with non-FSB jurisdictions that rank highly based on a combination of economic and financial indicators. (The ranking process is described in more detail in Annex B of the November 2011 statement)” (*Global Adherence to Regulatory and Supervisory Standards on International Cooperation and Information Exchange – Status Update* – 18 December 2013, p. 2).

⁴⁰“The Chair can extend, after consultation with Members, ad-hoc invitations to representatives of non-FSB Members to attend the whole or part of the Plenary Meetings” (FSB Charter, Article 10 (3)).

⁴¹See, FSB Charter, Article 3.

include all systemically important countries and to report to the IMF's International Monetary and Financial Committee (IMFC)⁴². Later it was stated that a reasonable solution would be to make the FSB accountable not to the forum of the G20 leaders but to a more universal body such as the IMF. This proposal followed a previous one aimed at opening the membership of an FSB-like body to all IMF and World Bank members.⁴³

At the moment the FSB reports to the G20 leaders. This accountability to the leaders of the most powerful states in the world provides the FSB with greater relevance in global economic governance. However its future relies strictly on the role and the cohesion of the G20 and on its legitimacy *vis-à-vis* non-G20 countries in the long term.

This relationship between the G20 and FSB can be linked to a model of accountability, i.e. horizontal accountability, prevailing in the global system where the legitimacy of transnational regulators can be enhanced when they are able to report to other bodies acting in the same global space. In addition accountability can also be fostered when a wide range of stakeholders are increasingly involved and participate actively in the procedures and decision-making of transnational institutions.⁴⁴

While FSB needed to increase its legitimacy by providing a wider representation in its deliberations, the Charter allows for consultation “with other stakeholders including private sector” as well as non-member authorities. Moreover

⁴²The High-level Group on Financial Supervision in the EU, J. de Larosière Report, Recommendation 25, p. 61.

⁴³For the first proposal, see HELLEINER, *The Financial Stability Board and International Standards*, CIGI G20 Papers, No. 1, June 2010, p. 7; and for the second, see Department of Finance, Government of Canada (1998), International Supervisory and Surveillance Initiative (quoted in. HELLEINER).

⁴⁴It is worth noting that accountability is a concept of a multifaceted and complex nature, and there is also great confusion about its relationship with independence. It has been stated that “properly-designed accountability mechanisms keep an independent supervisory agency ‘under control’ but do not directly control its policies and practices”. Thus “a crucial factor in the global financial crisis was that weak public oversight of financial regulators and supervisors had allowed those guardians to design and maintain policies that favoured the financial sector in the short term but which were ultimately highly destabilizing” (FERRAN, *Institutional Design for Financial Market Supervision: The Choice for National Systems*, University of Cambridge, Faculty of Law, Legal Studies Research Paper Series, No28/2014 – April 2014, p.16).

it notes that “in the context of specific sessions of the Plenary, the Chair can also invite, after consultation with Members, representatives of the private sector”⁴⁵.

No doubt global regulators are seeking to enable all the stakeholders acting in the financial system to have their voice heard in ‘standard-making’ procedures, although at a different level and in different roles. However in this context the FSB needs to develop transparent procedures and to give “societal interests” a better representation in the international regulatory structure. Otherwise the provisions of the Charter can be criticized on the assumption that FSB can act in favour of the ‘private sector’, and can run or could have run the risk of being ‘captured’ by private groups and interests.⁴⁶ Having regard to the conditions foreseen by other regulators to reduce the influence of the public sector, the FSB should also minimize the problem of “revolving doors” and, with regard to consultations, should develop procedures where the private sector can be represented and heard.⁴⁷

4. The FSB was established as ‘coordinator’ of standard-setting bodies and, in a different perspective, as ‘network’ of regulators.

It is a widely-held opinion that the lack of international coordination in regulation was at the heart of the financial crisis. Hence the idea of strengthening cooperation between national regulators has been seen as part of the policy response, including by means of existing networks responsible for international regulatory standard-setting. In recent decades, “policy networks”⁴⁸ have represented the new form of cooperation and coordination that nationally-based regulatory agencies have used to adapt to the tendencies of the global financial system,

⁴⁵FSB Charter (June 2012), Articles 3 (1) and 10 (3).

⁴⁶See, in particular, HELLEINER - PORTER, *Making Transnational Networks More Accountable, Re-defining the Global Economy*, BURKE (ed.), Friedrich Ebert Stiftung Occasional Paper No. 42, 2009, p. 14; BAKER, *Restraining Regulatory Capture? Crisis Politics and Trajectories of Change in Global Financial Governance*, *International Affairs*, 86 (3) 2010, p. 647.

⁴⁷“Macro-prudential regulation requires regulators to take a strong stance against market trends, such as cyclical booms or growing concentration and risk taking within the financial system. If regulators’ relationships with private market actors are too cosy, this role cannot be performed well” (HELLEINER, *The Financial Stability Board and International Standards*, p. 16).

⁴⁸For a definition of this term, see above all SLAUGHTER, *A New Global Order*, Princeton University Press, 2004.

including the Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), the International Accounting Standard Board (IASB), and the International Association of Insurance Supervisors (IAIS). Regulators have tried to achieve convergence on minimum standards by means of 'soft law' and to ensure compliance by sharing information and best practices as well as moral suasion.⁴⁹

In this perspective the FSF, created with a pragmatic approach toward gradually redesigning the international financial architecture, initially played the role of coordinator of rules issued by other bodies. An important FSF initiative was to collect international standards relevant for the stability and correct functioning of financial systems in the *Compendium of Standards*.⁵⁰

The G20 response to the crisis has placed the FSB at the centre of intensified regulatory cooperation. As illustrated in part 2 of this paper, the FSB has played a key role in developing global financial regulation not limited to constantly monitoring the evolution of financial markets and coordinating some other standard setters. Instead, unlike its predecessor, it has promoted, on the one hand, principles and guidelines on its own initiative and assumed the role of standard setter, and on the other hand has improved compliance by means of peer review procedures.

Furthermore it has assumed the role of linking the G20 and the standard-setting bodies, implementing guidance proposed by the former and coordinating the activities of the latter. As for the interaction between the G20 and the FSB, the Board has not only increasingly formulated priorities for the reform of financial regulation but has also extended the perimeter of its own activities by establishing principles and new tools aimed at promoting the implementation of standards in national

⁴⁹With respect to the FSB as "a soft law system", see ARNER - TAYLOR, *The Global Financial Crisis and the Financial Stability Board: Hardening the Soft Law of International Financial Regulation?*, AIIFL Working Paper No. 6 June 2009, p. 14 (available at www.AIIFL.com). For a more general discussion on the role of soft law in the financial system, see BRUMMER, *Soft Law and the Global Financial System. Rule Making in the 21st Century*, Cambridge University Press 2012.

⁵⁰The rules collected in the *Compendium* are partially produced by the bodies that are members of the FSF/FSB, and partially by other organizations. Currently this also represents a tool for coordinating numerous bodies involved in financial governance and for widening the perimeter of the FSB coordination activity.

orders. As for the relationships between the FSB and standard setters, the new mandate foresees periodic reviews aimed at ensuring that these bodies respect the established priorities. The “Coordination Framework” (2011) makes it clear that the limits of the FSB’s role as coordinator of the international regulatory regime are well-defined. Over its early initial years the FSB has been able to reinforce its position as central coordinator, but only within the G20 mandate.⁵¹

At the heart of this post-crisis reform there is also a renewed cooperation among governments strengthened by the mechanism of the G20 summits and the role of the FSB as an “umbrella-organisation” responsible for ongoing coordination of governments, national financial regulators, transnational bodies and networks in order to manage macro-prudential oversight and surveillance on systemic risk.⁵²

The innovations introduced into the international financial architecture do not provide a radical alternative to the pre-existing structure. All in all, the new architecture of the financial system is only an evolution of the previous one the most relevant characteristics have been maintained such as the option for soft law and non-binding mechanisms of cooperation and coordination, the traditional balancing between national and international levels, and the lack of supranational powers.

Nonetheless, at the Los Cabos Summit (June 2012) the G20 took the decision to gradually give the FSB more formal autonomy and established the Board “on an enduring organisation footing, with legal personality, strengthened governance, greater financial autonomy and enhanced capacity to coordinate the development and implementation of financial regulatory policies, while maintaining strong links with the BIS”⁵³ (the FSB is still hosted by the BIS in Basel). The FSB has now been established as an association under Article 60 of the Swiss Civil Code. The FSB Plenary

⁵¹“The motivation for having such a framework is ultimately to ensure that the agreed G20/FSB financial reforms are effectively implemented and have the intended results on global financial stability. Given its mandate and its diverse membership, the FSB is well-positioned to assess the overall coherence and consistency of implementation efforts across its members and to alert relevant bodies of any significant impediments or unintended consequences to implementation.” (FSB, *A Coordination Framework for Monitoring the Implementation of Agreed G20/FSB Financial Reform* (18 October 2011), p. 3.

⁵²See, ENRIA - TEIXEIRA, *A new institutional framework for financial regulation and supervision*, p. 13.

⁵³See, G20 Leaders declaration, Los Cabos, Mexico, 19 June 2012.

approved the Articles of Association in January 2013, although the FSB Charter is still the primary document governing the FSB's activities and decision-making.

This innovation has seen the FSB slowly transformed from a loose and informal network into a more structured organization. However it is uncertain whether the FSB will become an even more permanent and enduring body, since the FSB Articles of Association are binding only under Swiss law. At the international level the Charter remains a non-binding agreement between FSB members. No doubt the FSB's informal structure is in contrast with the other pillars such as the IMF, WB and WTO, which are based on international treaties and enjoy legal personality.

As often recalled, the re-design of the regulatory framework in the wake of the crisis was deeply debated. Following the initial set of reforms, aimed at defining a more strict distinction between micro- and macro-prudential supervision and establishing new bodies such as the European Systemic Risk Board,⁵⁴ or redefining pre-existing bodies as in the case of FSB, the debate about reshaping the governance of the financial sector, especially at EU and global levels, hasn't been so widespread and intense, perhaps owing to an assumption that the present financial system could be improved only a little if at all.

However rethinking the organizational structure can lead the discussion to focus on a key question, i.e. what is the most appropriate criterion in the financial sphere for managing a set of regulatory actors, their relationships and their behaviour within a complex and dynamic system?

The future of the architecture of financial stability depends on the choice between two opposite modes of organizing supervision: whether through a hierarchical organization or by promoting coordination in a loose and complex network structure of a multiplicity of different financial bodies and international 'fora'.

In the view of some commentators, given the rise in systemic risks and the characteristics of the current financial system, the way forward must involve "the substitution of this loose network with a hierarchical structure more akin to the one

⁵⁴See, EU Regulation No. 1092/2010 establishing the European Systemic Risk Board.

used in the WTO”, since “the evolution of the financial system requires the creation of a new multilateral financial body with authority to settle disputes and to impose its decisions.”⁵⁵ This model has been the basis for proposals to add the FSB as a “fourth pillar” to the architecture of cooperation established after the Second World War.

If the FSB were to move to the WTO model, some new mechanisms would have to be established. Firstly, in the case of non-compliance by member countries, the membership obligations should be enforced by putting in place a more forceful approach similar to the WTO’s dispute settlement mechanism. However member countries might not accept such an enhanced power of the FSB and their commitments to international standards, since the new FSB’s membership rules remain non-binding in a legal sense, based on the declaration of the FSB Charter that it is “not intended to create any legal rights or obligations”.

Secondly, the alternative of a more structured and hierarchical institution would mean that international prudential standards must be harmonized on a worldwide basis, including the rulebooks of national regulators. Achieving harmonization is a highly problematic objective because the FSB’s decision-making body, the Plenary, is composed of all the members, and operates on the consensus principle. As long as the priority task for the FSB is to develop appropriate international standards and to create consensus on their content, there is the risk that achieving consensus may become more difficult if there were an increased number of countries in the decision-making bodies.

The problem with decision-making based on consensus is that it provides any member state with a right of veto. The enlargement of FSB membership and the participation in decision making of different types of countries (i.e. developed, developing, systemically significant and not) could influence the standard-setting

⁵⁵See, GARICANO - LASTRA, *Towards a New Architecture for Financial Stability: Seven Principles*, *Journal of International Economic Law*, No 3/2010, p. 619. Instead of proposing a newly revised FSB, the authors suggest that the IMF would be “the institution best placed to adopt the role of ‘global sheriff’ with regard to international financial stability”.

process.⁵⁶ The FSB may be unable to maintain global financial stability and promote standards harmonization in the G20 member countries, much less able to do so in the non-G20 countries. Extending the perimeter of its influence would mean that the FSB must adjust the basis of its legitimacy and reduce or even eliminate its reliance on the G20 mandate.

As emphasized above, the FSB has sought to expand its base of legitimacy by means of promoting consultation beyond the G20 countries and fostering the role of the Regional Consultative Groups. However, FSB members may fear “that giving greater autonomy to the FSB would risk the body moving away from its core role of coordination and oversight into a more ‘regulatory’ role.” Therefore it is hard not to agree with the opinion that “in the field of financial regulation, there is definitely no desire at present to move towards a body operating in a fashion similar to the other pillars” such as WTO and IMF.⁵⁷

Undoubtedly such a development would represent, compared to the current institutional structure, a radical change whereby new global supervisors would operate independently of their governments and would gain a superior position vis-à-vis networks of national authorities, and in addition be granted their own enforcement and compliance powers. Any reform proposal moving to such a hierarchical authority for the financial system appears highly unlikely inasmuch as states everywhere do not wish to create independent global institutions and to provide them with supranational powers.

Unlike these calls for a more hierarchical architecture for the financial system, there are also numerous opinions recognizing that the choice of a form of ‘informal’ governance based on inter-governmentalism instead of the formal institutional form

⁵⁶The participation of developing countries in rule-making “must translate into real influence [...]. In this respect it is discouraging that the new steering committee and all three of the new standing committees were chaired initially by officials from developed countries” (HELLEINER, *What role for the New Financial Stability Board?*, p. 287).

⁵⁷See, WOUTERS - ODERMATT, *Comparing the “Four Pillars” of Global Economic Governance: A Critical Analysis of the Institutional design of the FSB, IMF, World Bank and WTO*, Leuven Center for Global Governance Studies, Working Paper No. 128 – December 2013, p. 14.

represented by the IMF and WTO, follows a trend in global governance towards looser networks and cooperation.⁵⁸

Although some criticism for the FSB's informality can be heard here and there, it is broadly agreed that the lack of formal decision-making and voting procedures makes it easier to converge on certain issues. Ensuring financial stability is a duty of member authorities and central banks and it may be more efficiently attained by monitoring and supervisory mechanisms, establishing guidelines and exchanging best practices rather than through legal and enforceable measures.

The FSB report to the G20 at the Los Cabos Summit focused on "flexibility" as one of its strengths and affirmed that "the FSB should remain a flexible, responsive, member-driven, multi-institutional and multidisciplinary institution", and that it "considers a treaty-based inter-governmental organisation not to be an appropriate legal form at this juncture."⁵⁹

Furthermore the FSB has no power of implementation and enforcement of binding commitments, but rather resorts to different tools to ensure compliance such as monitoring and peer review. As observed above, the FSB seeks to achieve these tasks with the help of more powerful international bodies such as the IMF and World Bank.

Organizations working in the financial regulatory space have reached a certain degree of supervisory cooperation at the global level and especially in the field of global financial stability are engaged in cooperation like that between the FSB and the IMF for macro-prudential oversight.

⁵⁸“The ‘horizontal’ approach of intergovernmental co-operation (through the “Gs” and the standard setting bodies) was preferred over an institutional ‘vertical’ approach (involving an international organization such as the IMF to head the process),” as affirmed by GIOVANOLI, *The Reform of International Financial Architecture After the Global Crisis*, *New York University Journal of International Law and Politics*, 2009, 81, 90. In addition see WOUTERS - ODERMATT, *Comparing the “Four Pillars” of Global Economic Governance*, pp. 14,21; ZARING, *Finding Legal Principles in Global Financial Regulation*, *Virginia Journal of International Law*, 2012, 3, p. 713; PAN, *Challenge of International Cooperation and Institutional Design in Financial Supervision: Beyond Transgovernmental Networks*, *Chi. J. Int’l L.*, 2010, p. 243.

⁵⁹See, FSB, report to the G20 Los Cabos Summit on Strengthening FSB capacity, resources and governance (18-19 June 2012), points 1 and 11 (available at: <http://fsbwatch.org/news/146-fsb-reports-to-the-g20-los-cabos-summit>).

As stated in the Charter, the FSB will “collaborate with IMF to conduct Early Warning Exercises”⁶⁰ that are intended to improve the analysis of systemic risks.⁶¹ In this jointly-carried-out activity, we can see a sort of ‘division of powers and responsibilities’, whereby the IMF is responsible for economic and macro-prudential risk analysis and the FSB has greater responsibility with respect to regulatory and supervisory issues.

The FSB has had a direct role in the formulation of policies concerning cross-border systemic matters. One of the main examples is that of addressing the risks associated with systemically important financial institutions (SIFIs). The FSB promoted the creation of supervisory colleges and developed a policy framework for SIFIs in cooperation with standard setting bodies.⁶² Moreover, the FSB has taken into account other pressing issues for the global economy, such as ending the ‘Too Big-To-Fail’ institutions,⁶³ reform of OTC derivatives⁶⁴ and shortcomings in the financial system.⁶⁵

⁶⁰See, FSB Charter, Article 2 (1). See also ENRIA - TEIXEIRA, *A new institutional framework for financial regulation and supervision*, p. 14, with regard to the five main layers involving the cooperation between the FSB and the other global financial bodies in the process for achieving regulatory repair and supervisory convergence.

⁶¹One of the G20's first reactions to the crisis was to task the IMF and FSB with establishing a joint Early Warning Exercise (EWE). As the EWE has evolved through multiple iterations, several guiding principles and modalities have evolved: - the key output of the EWE is a confidential presentation of risks and vulnerabilities to the International Monetary and Financial Committee (IMFC); - to facilitate cooperation, the IMF and the FSB take non-exclusive leading roles in their areas of comparative strength. The IMF has led the work on macroeconomic and macro-financial vulnerabilities, while the FSB has taken the lead on vulnerabilities and regulatory challenges in the financial sector; - the EWE combines rigorous empirical analysis with surveys of experts and market intelligence. The findings of the EWE are steeped in extensive empirical research, aiming for a thorough quantitative analysis of vulnerabilities by drawing on a large number of empirical tools. The EWE does not aim to predict the timing of crises. Indeed, as the global crisis unfolded, the EWE has increasingly focused on the repercussions of risks that may have already materialized (for a complete description of the EWE's procedures and activities, see IMF, *The IMF-FSB Early warning Exercise. Design and Methodological Toolkit* (September 2010).

⁶²See FSB, *FSB Report on Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions*, October 2010; and *Intensity and Effectiveness of SIFI-Supervision – Recommendations on enhanced supervision*, November 2010 (both available at http://www.financialstabilityboard.org/list/fsb_publications/tid_165/index.htm).

⁶³See FSB, *Progress and Next Steps Towards Ending “Too-Big-To-Fail” (TBTF)*, report of the FSB to the G-20 (2 September 2013). “[The SIFI] framework [endorsed by the G-20 leaders at the Seoul Summit in 2010] addresses the TBTF issue by reducing the probability and impact of SIFIs failing. It comprises requirements for assessing the systemic importance of institutions, for additional loss absorbency, for increased supervisory intensity, for more effective resolution mechanisms, and for stronger financial market infrastructure”. The G-20 leaders were given advice to renew their

5. Given the important role played by the FSB in global economic governance after the crisis, its informal structure could be considered as no longer adequate to attain the necessary level of influence in the global economy. Nonetheless, it needs to be noted that even in latest point of view of the FSB and its Plenary there is little support for “moving to a constituency-based membership” and making “discussion more rigid”, and it considers “the current number of 70 members as the upper limit consistent” with both effectiveness and representativeness. Moreover, it noted that “members agree to use the flexibility that exists within the FSB’s rules to enable relevant authorities within jurisdictions to participate in, or be informed of, the policy work that takes place in the FSB’s standing committees and working groups.”⁶⁶

The FSB emphasizes its role as ‘coordinator’ and argues that it is not the appropriate body to work with a rigid institutional structure and formal decision making since it was established to coordinate other important actors involved in ensuring financial stability, and not to harmonize or impose international legal rules.⁶⁷

Coordination is a difficult challenge and especially after the crisis possible ways forward, sometimes based on opposite premises, have emerged. Here we can refer to some different approaches.

Firstly, as the G20 has intensified the effort for a stronger international standards regime, some critics have contested the feasibility of the so-called “one-

commitments to address TBTF especially in six areas : 1) legislative reform; 2) removing obstacles to cross-border resolution; 3) improving the resolvability of firms’ structures and operations; 4) considering domestic structural measures that are complementary to an effective SIFI Framework; 5) implementing policy measures for domestic systematically banks (D-SIBs); 6) removing obstacles to supervisory effectiveness.

⁶⁴See the FSB’s last document: *OTC Derivatives Market reforms. Seventh Progress Report on Implementation* (8 April 2014), where it is affirmed that “Key international policy standards have been finalised in most commitment areas and work on the remaining standards is on track to be finalised by the November 2014 G20 Leaders Summit. Most jurisdictions have completed necessary reforms to legislative frameworks and are developing or bringing into force detailed rules where required”.

⁶⁵See the Letter of the FSB’s Chairman to G20 Finance Ministers and Central Banks Governors (4 April 2014) on the priorities for completing reforms by the Brisbane Summit.

⁶⁶Letter of the FSB’s Chairman to G20 Finance Ministers and Central Banks Governors (4 April 2014) on the priorities for completing reforms by the Brisbane Summit, p. 4.

⁶⁷See WOUTERS - ODERMATT, *Comparing the “Four Pillars” of Global Economic Governance*, p. 22.

size-fits-all” global standards model, arguing that a more effective strategy might be to promote core principles and enhance coordination only at the level of broad principles. One further benefit of principle-based vis-à-vis rule-based regulatory cooperation is that it might mitigate or thwart the possible increase in financial instability if the rules are of low quality and/or not appropriate.⁶⁸

Secondly, some analysts, as illustrated above, have advocated the enhancing of hard law commitments and enforcement and creation of a ‘financial WTO’ or of a single ‘world financial regulator’. But currently such a development at the global level is unlikely politically. In a polycentric regime where there is wide dispersion of authority among numerous financial institutions and regulators, the FSB has to face many challenges if it attempts to gain the position of ‘hierarchical leader’. In many respects the FSB is cooperating/competing with some of its own members as standard setter and often as the ‘watch-dog’ of implementation and it is interacting with national governments that are unwilling to transfer sovereignty to international bodies or to accept common standards or modes of supervision.⁶⁹

Considering, as assumed in part 1 of this paper, that systemic risk focuses on risks to the financial system, the main goal of regulating/preventing systemic risks is to preserve stability of the financial system, since this would prevent a breakdown that could impact on national economic security and generate high social costs.⁷⁰ Because of the common element involved in systemic risks, sometimes referred to as ‘the domino effect’, protecting financial stability calls for fostering macro-prudential oversight by gathering and analysing information, reducing fragmentation of

⁶⁸Some analysts maintain that detailed harmonized international rules are too inflexible and may increase instability. So they argue that a more principles-based approach might be not only politically realistic but also desirable. For this perspective see, for example, RODRIK, *A Plan B for Global Finance*, *The Economist*, 12 March 2009; Warwick Commission Report, *The Warwick Commission on International Financial reform: In Praise of Uneven Playing Fields*, University of Warwick, 2009 (available at <http://www2.warwick.ac.uk/research/warwickcommission/financialreform/report/>), and the references in HELLNEIR, *What Role for the New Financial Stability Board?*, pp. 288-289. For a general overview of Principles-Based Regulation and its role prior to and after the crisis, see BLACK, *The Rise, Fall and Fate of Principles Based Regulation*, (available at <http://ssrn.com/abstract=1712862>).

⁶⁹See, BLACK, *Restructuring Global and EU Financial Regulation*, p. 45.

⁷⁰See, SCHWARCZ, *Systemic Risk*, pp. 20 – 22.

responsibility for macro-prudential analysis, issuing warnings and recommendations, and monitoring compliance.

The question is whether the architecture of the international financial system needs to be revised, and if so, how? After the crisis we are more and more aware that managing global financial markets makes contradictory demands concerning organizational design.

Another question often raised is whether the FSB, in its various roles as coordinator, standard-setter and monitor, is able to prevent systemic risks. First of all, the FSB works within the current soft law framework and lacks legal power to impose implementation upon recalcitrant members. Second, the legitimacy of the FSB is questioned because of its limited membership, which is deemed to undermine its capability to establish rules with global impact. Non-member jurisdictions could always challenge financial standards established to promote global compliance. Third, a further question is whether the FSB is equipped with adequate organisational support (the FSB has only a tiny staff and a small Secretariat as compared to the IMF or WTO) to enable it to manage the challenges it faces and to maintain its relevant position in global financial governance. Last but not least, the FSB's position and its role in the financial architecture can be also defined on the basis of its capability to put in place early warning systems and mechanisms to prevent or reduce the impact of any future crisis. In this context the supposed 'regime manager' is seeking to steer the regime, but its role is contested when the other actors try to maintain their own autonomy, and compliance remains uncertain.

Laura Ammannati

*Ordinario di diritto dell'economia
nell'Università di Milano*

PARTE PRIMA

VARIETÀ

**CONCLUSIONI A MARGINE DEL CONVEGNO ANNUALE
DELL'ASSOCIAZIONE DEI DOCENTI DI DIRITTO DELL'ECONOMIA
(ADDE) SU "QUALI REGOLE PER QUALI MERCATI?"
(11-12 DICEMBRE 2015).**

(Speech at Annual meeting
of Law and Economics Professors Association)

ABSTRACT: *This paper concerns the recent evolution of European financial regulation, paying specific attention to the consequences of BRR Directive on banking business, and highlighting the risk of the rising of the shadow banking.*

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Le ragioni della limitata incidenza della politica e dell'azione prioritaria della tecnica nell'UE. - 3. Esame delle relazioni svolte nel Convegno incentrate sui tratti caratterizzanti del nuovo modello di banca. - 4. La difficoltà di superare le incertezze operative dell'attuale fase storica dell'ordinamento finanziario italiano.

1. Voglio associarmi a coloro che mi hanno preceduto nel ringraziare Antonella Sciarrone Alibrandi e Laura Ammannati per la loro iniziativa di riunire tutti gli iscritti all'ADDE (Associazione dei Docenti di Diritto dell'Economia) in un incontro di studio per una riflessione comune, che potesse avvalersi dell'apporto di giovani studiosi, a un anno di distanza dall'entrata in vigore del Meccanismo Unico di Vigilanza, alla vigilia dell'applicazione del famoso, o famigerato, *bail-in*. Ad essere sincero - come è mia abitudine - ritenevo che questo nostro incontro si sarebbe svolto in modalità diverse da quelle che, invece, ne hanno caratterizzato gli esiti; ci siamo, infatti, interrogati essenzialmente sulle procedure di risanamento delle banche in crisi e si è messo sul banco degli imputati il *bail-in*.

Stamattina si è auspicato, da parte di qualche relatore, che anche in Italia la Corte Costituzionale possa arrivare ad una soluzione simile a quella prospettata

dalla omologa Corte austriaca. Marco Sepe ci ha mostrato un «comunicato stampa» in cui si sottolinea che il *premier* Renzi, di fronte agli accadimenti odierni, si ripromette di *reformare* la legislazione bancaria – all’uopo utilizzando un termine che, nella sua logica, di certo significa «rottamare» - forse ignorando che non sono più i singoli Stati membri dell’UE a poter disporre le modifiche del vigente complesso disciplinare bancario e finanziario; argomenti tutti sui quali, nonostante il loro obiettivo interesse, non voglio intrattenermi.

2. Desidero, invece, soffermarmi su tre momenti dell’analisi oggi svolta. *In primis*, con riferimento alle relazioni di questa mattina, vorrei esaminare ‘cosa è stato detto’ e - soprattutto - richiamare alcune cose che ‘non sono state dette’. Poi vorrei scorrere, a volo d’uccello, le relazioni di questo pomeriggio, ed infine tentare di trarre qualche conclusione.

Questa mattina ho apprezzato molto, tra le altre, le relazioni di Marco Onado e del mio amico Mads Andenas, i quali ci hanno segnalato la presenza, in ambito bancario/finanziario, di una regolazione straripante, eccessiva, che Massimo Severo Giannini non avrebbe esitato a definire “alluvionale”; una regolazione che sembra vada al di là delle effettive esigenze di un equilibrato sistema disciplinare. La Gardella ci ha descritto, poi, la nuova ‘architettura di vertice’ dell’ordinamento finanziario europeo e, dunque, i ruoli e le competenze delle Autorità del medesimo; Ella ha, peraltro, omesso di valutare un profilo funzionale dell’EBA, sul quale invece nel pomeriggio si è intrattenuto Valerio Lemma - col quale mi intrattengo spesso su tali tematiche - precisando che detta istituzione, probabilmente, in futuro ridimensionerà la sua attività, al fine di evitare inopportune sovrapposizioni tra i suoi interventi e quelli della BCE.

Ciò posto, in un’angolazione prospettica rilevano, come poc’anzi dicevo, alcune cose che non sono state dette. Mi riferisco, in particolare, alla circostanza che *forse* gli eventi e le difficoltà del presente - vale a dire l’inadeguatezza della risposta alla crisi finanziaria degli anni 2007 e seguenti - sono legati al ‘mancato incontro’ in Europa tra politica e finanza. Nell’UE - come in un recente convegno organizzato

presso l'Università LUISS G. Carli di Roma osservava Fabio Merusi - c'è stata la *convergenza* giuridica, c'è stata l'*armonizzazione* normativa; ma entrambe non significano *integrazione*. Per raggiungere tale meta necessita qualcosa in più, avendo ovviamente presente che, a monte di ogni discorso, l'*integrazione* non può prescindere da una osmosi culturale, a seguito della quale diviene possibile il superamento del divario esistente tra i differenti popoli dell'Unione. Decisiva, in tale contesto, si configura l'azione della *politica*, che deve essere più attiva, più responsabile di quanto sia stata fino ad oggi. Ed è nel riferimento alla carenza, all'inazione della politica che si comprende come, nel momento in cui l'Europa è stata colpita dalla 'grande crisi' esportata dagli USA, sia stata la "finanza" a prendere le redini del *comando* nell'intento di riavviare la ripresa; abbiamo avuto, quindi, le note operazioni *non-convenzionali* della BCE ed abbiamo visto quest'ultima allargare progressivamente le sue funzioni, per riempire i vuoti della «Banca che ci manca», come ha scritto Piero Ciocca, quasi a volere assumere un effettivo ruolo di una banca centrale (che, peraltro, non è ancora riuscita a conseguire nel senso pieno, e non formale, del termine). In tale contesto si spiega, altresì, la ragione per cui il regolatore europeo recentemente ha sentito il bisogno di riconoscere alla BCE in aggiunta alla sovranità monetaria anche quella concernente la supervisione bancaria; per completare - come ha precisato Mirella Pellegrini - un disegno che si compendia nell'«altra faccia della medaglia», che noi stiamo tentando di analizzare in questa sede. Se, poi, ci chiediamo cosa sia accaduto, a livello generale, nel processo di europeizzazione, la risposta dovrà evidenziare il fallimento del metodo proposto da Jean Monnet (ispirato al neo-funzionalismo di Haas e Lindberg), che ravvisava possibile l'attuazione dell'*unione* attraverso successivi passi verso forme di progressiva integrazione. A tale fallimento si è accompagnato quello del meccanismo *comitologico*, fondato su un criterio *intergovernativo*, preordinato essenzialmente ad assicurare la continuità (e non il superamento) degli individualismi nazionali.

Alla luce di tali considerazioni, si percepisce in maniera inequivoca che il 'sogno europeo - nel quale hanno creduto molte generazioni - è divenuto evanescente, in quanto l'UE è forse destinata a ridimensionarsi, ad assumere la

configurazione di mera «regione di libero scambio», nella quale la conservazione del Trattato di Schengen può essere di per sé considerata una conquista. Si delinea una visione prospettica nella quale i differenti popoli finiranno col parlarsi sempre di meno e le Autorità - cui spetta la decisione politica in Europa - avranno un atteggiamento *inaccettabile* nei confronti di alcuni Stati membri. In tal senso orientano le riflessioni svolte questa sera con riguardo all'interpretazione data dalla Commissione alla nozione di 'aiuti di stato', cui ha fatto seguito la non accettazione (per risolvere la crisi delle quattro banche del nostro Paese oggi all'attenzione di tutti) della proposta italiana nella quale veniva ipotizzato un intervento del *Fondo interbancario di garanzia*; rifiuto esteso anche - come oggi apprendiamo da notizie di stampa - alla possibilità di supportare i «rimedi», per vero poco soddisfacenti, ipotizzati nel tentativo di venire incontro alle esigenze di alcune categorie di risparmiatori, colpiti dalla scure del d.l. n. 183 del 2015. E' questa la mia prima osservazione conclusiva.

3. Passando alle relazioni svolte nel pomeriggio, ho notato che - prescindendo dalla prima sessione nella quale si è affrontato il tema classico del rapporto intermediario/cliente analizzato molto bene, tra l'altro negli interventi di Fabiana Di Porto e di Gianluca Mucciarone - il tema dominante, come *leitmotiv*, di questa serata è stato quello concernente il *bail-in*, i piani di risanamento, i piani di risoluzione, cioè l'armamentario correlato al superamento delle crisi bancarie. A ben considerare, mi sembra giusto che l'orientamento prevalente del convegno andasse in questa direzione, rispondente del resto all'impianto sistematico disposto da Antonella Sciarrone identificando la sequenza degli argomenti da trattate.

Quando si verifica una grande crisi, come quella che ha colpito i paesi dell'occidente, il regolatore si preoccupa soprattutto di introdurre forme disciplinari che evitino per il futuro nuove turbolenze finanziarie. Chi, come me, da decenni ha incentrato la sua «ricerca» sulla materia bancaria - ma vedo in platea anche altri studiosi di antica data, come gli amici Sandro Amorosino e Fabrizio Maimeri - sa bene che la vecchia legge bancaria del 1936 su 106 articoli ne dedicava 50 alle crisi, cioè la

metà dell'intero apparato dispositivo. Sicchè, ritengo sia stato opportuno dedicare oggi la nostra prevalente attenzione al tema delle 'crisi' e, in particolare, a valutare quali siano la *ratio* e la portata del *bail-in*, meccanismo manifestamente contrario alla filosofia risolutiva delle controversie che, per decenni, abbiamo visto applicare nel nostro Paese. Tenuto conto della mia età non posso non ricordare le tecniche di *socializzazione* delle perdite consacrate dal decreto Sindona del 1974, tecniche peraltro risalenti nel tempo ad epoche lontane nelle quali la Banca d'Italia interveniva con le cd. "misure restaurative", anticipazioni straordinarie all'1% concesse alle banche interessate ad operazioni di acquisizione di enti creditizi commissariati o in liquidazione c.a. per acquisirne l'avviamento (misure destinate, quindi, a compensare l'accollo delle perdite di tali enti).

Detti accadimenti appartengono alla storia, sono solo un ricordo del passato. Ora dobbiamo interrogarci sul destino che ci riserva il *bail-in*, innovativo istituto che vuole risolvere la crisi o, più esattamente, contenerla all'interno del soggetto che ne è colpito; ciò, con la pretesa, peraltro, che il risparmiatore - un tempo definito dagli studiosi *inconsapevole* - debba avere una cultura del mercato tale da consentirgli di selezionare tra le banche quelle *meritevoli*, cui affidare, senza timori, le proprie disponibilità monetarie. Poc'anzi Marco Sepe diceva che il legislatore, disciplinando tale istituto, quasi lascia intendere che il depositante con più di 100.000 Euro diviene *automaticamente* un investitore; realtà normativa che pone l'esigenza di chiarire quali regole di trasparenza debbano nella fattispecie trovare applicazione, se quelle che connotano la materia bancaria ovvero quelle riferibili alle imprese di investimento; da qui la proposizione di una serie di dubbi a catena!

Ed ancora, sempre con riguardo al *bail-in* mi sembra pienamente giustificata l'osservazione di Francesca Mattassoglio, la quale ha posto l'interrogativo riguardante i tratti caratterizzanti del «nuovo modello di banca»; vorrei sul punto precisare che l'oggetto di tale accertamento mi sembra più congruamente riferibile al modello d'«intermediazione finanziaria», perché il *bail-in* avrà, con tutta probabilità, come ricaduta una *perdita di fiducia* nei confronti delle banche. Al

riguardo, vi segnalo la mia convinzione che gli anni a venire vedranno un ridimensionamento del sistema banco-centrico... c'è da chiedersi, allora, a favore di chi?

E' nella ricerca di una risposta a tale interrogativo che l'impianto sistematico del convegno fornisce interessanti spunti di analisi, atteso che esso assegna peculiare centralità al settore assicurativo, quasi a voler significare che quest'ultimo identifica il potenziale destinatario delle attenzioni degli investitori. Le assicurazioni - con le vendite di prodotti finanziari ben targati, nelle quali spesso questi ultimi saranno accoppiati a finanziamenti, essendo ora le compagnie abilitate anche alla loro erogazione - saranno i soggetti destinati a «recuperare» parte dell'attività bancaria. Ad esse potranno essere affiancati anche altri veicoli d' investimento: gli OICR e, in particolare i «fondi di crediti»; non più tardi di ieri sera Mirella Pellegrini ed io - nel corso di una lezione tenuta al Master sulla 'regolazione dell'attività bancaria', che si svolge presso l' Università LUISS G.Carli - sentivamo un 'esponente' della Banca d'Italia precisare che "i fondi di credito", a livello disciplinare sono stati strutturati in maniera tale da poter diventare alternativi allo svolgimento dell'attività di intermediazione creditizia. Essi, infatti, presentano finalità e dinamiche rispondenti ad una logica interventistica particolarmente idonea a riequilibrare il sistema creditizio in un momento successivo alla crisi; orientamento, del resto, rappresentato dallo stesso Governatore della Banca d'Italia, sia nell'ultima *Relazione* del maggio scorso, sia nella *Giornata Mondiale* del risparmio. In tale occasione si è, infatti, segnalata la necessità di far ricorso a strumenti di tal genere, che in mancanza di una *bad bank* pubblica, consentano di espungere dal settore la «zavorra» (*rectius*: le sofferenze) che la crisi ha causato.

E' evidente come tutte le proposizioni di questo Convegno siano attuali e coerenti con la tipologia di analisi propria del diritto dell'economia; compresa la trattazione degli *aiuti di Stato*, argomento centrale ai fini dell'applicabilità dei nuovi strumenti per la risoluzione delle crisi. Ciò risulta chiaro ove si abbia riguardo all'atteggiamento della Commissione, la cui linea deve ritenersi "inaccettabile" (più prudentemente potremmo dire "non condivisibile"), stando alle osservazioni in

materia prospettate da un editoriale de *Il Sole24ore* di oggi nel quale si puntualizza come detto Organo dell'UE - nell'interpretazione delle regole sugli *aiuti di Stato* - spesso ha 'fatto due pesi e due misure', concedendo al altri paesi quel che oggi viene negato all'Italia.

4. Vengo ora al terzo ed ultimo punto del mio discorso, ponendo l'interrogativo: cosa è successo, qual è la causa delle difficoltà che attualmente gravano sull'ordinamento del credito?

A ben considerare, la risposta a queste domande va ricercata nel fatto che, a livello europeo, si è determinata una concomitanza di fattori i quali, purtroppo, si stanno rivelando nel loro insieme negativi. Più in particolare, con riguardo al nostro Paese, si registra un'Autorità di vigilanza che ha *forse* recepito mal volentieri la privazione del proprio originario *status* e, dunque, la perdita del potere monetario, prima, e quella della supervisione, poi. Sul punto, ho già sottolineato, in altra sede, che la nostra banca centrale versa in una sorta di «crisi identitaria» che le toglie forza e rende disagiata l'esercizio delle sue funzioni; di ciò è conferma in talune affermazioni dello stesso ispettore generale della vigilanza, Carmelo Barbagallo, il quale - nel corso di un'audizione parlamentare tenuta il 9 dicembre u.s. - cercando di spiegare quello che sta succedendo, ha richiamato «la difficoltà di trovare una soluzione di mercato, pur intensamente ricercata dai commissari, ... per l'indisponibilità delle banche potenziali acquirenti ad assorbire l'ampio ammontare di crediti deteriorati». Tali parole evidenziano quanto grande sia l'attuale perdita di *appeal* della Banca d'Italia rispetto al passato; perdita che, nel ricordo di quanti hanno in essa lavorato - anch'io tra questi con una presenza di circa trent'anni nel Servizio legale di detta istituzione -, evoca ben altra realtà, contraddistinta da un sapiente utilizzo della *moral suasion*, cui era correlata la possibilità di superare quelli che oggi appaiono come insuperabili ostacoli. E nel dire queste cose non posso tacere un senso di tristezza, come quello che vedo trasparire dal volto di Alberto Urbani che, prima del suo ingresso nell'Università, ha prestato per alcuni anni la sua opera in Banca d'Italia; tristezza che diventa sofferenza quando Barbagallo ci dice che

«nell'ambito dei negoziati sulla direttiva BRRD ... la Banca d'Italia ha avanzato con insistenza due richieste», una delle quali tentava di «rinviare l'applicazione del *bail-in* al 2018» entrambe non accolte nella versione finale della Direttiva.

E allora, cosa fare, cosa dire? Quale conclusione è possibile trarre, se non quella di sottolineare il momento di grave incertezza, di dubbi, che attualmente coinvolgono il sistema finanziario del nostro Paese; momento nel quale bisogna forse “pregare”... e lo dico da credente, essendo nel posto giusto per farlo (l'Università Cattolica del Sacro Cuore); una preghiera che vuol lasciar viva la *speranza* (nonostante le difficoltà presenti) di continuare a credere nella possibilità di interventi più significativi in ambito europeo da parte della nostra autorità politica, ... a credere in un ritorno dell'autorità tecnica nazionale al ruolo che le compete, affinché il nostro Paese riesca a ottenere dall'Europa quanto gli spetta per le sue capacità e la sua storia, non volendo doni o regalie dall'Unione. E noi studiosi, invece, cosa dobbiamo fare? Su questo aspetto non ho incertezze e sono in grado di dare un'indicazione. Compete studiare, approfondire, cercare di capire, di dare un contributo concreto, “sempre attenti al rigore della costruzione”, come diceva il mio Maestro Giorgio Oppo, “mettendo anche un pizzico di fantasia”, come precisa Falzea:”, “con una grande passione”, vorrei aggiungere io, come quella che da oltre 50 anni mi fa amare lo studio di queste tematiche.

Francesco Capriglione

**POTERE, TECNICA E PROPORZIONE NEL VOLUME
«IL GIUDICE E L'ECONOMIA» DI GIANCARLO MONTEDORO*.**

(Power, technique and proportion in the volume «Il giudice e l'economia» of Giancarlo Montedoro)

ABSTRACT: *The paper review Giancarlo Montedoro's book, called "Il giudice e l'economia", paying specific attention to the European Regulatory framework and its influence on national legislative procedures.*

1. Sono lieto di prendere parte alla presentazione del libro di Giancarlo Montedoro, cui mi lega una trentennale amicizia iniziata al tempo degli studi universitari da noi svolti nell'Ateneo barese. Questa antica amicizia mi consente di sottolineare che nel volume «Il giudice e l'economia» si coglie per intero la personalità di G, la raffinata capacità di tagliare trasversalmente con grande consapevolezza e profondità ambiti vasti del diritto, qui nelle sue interrelazioni con la sfera economica, ed affianco a questo il gusto della contaminazione di saperi, che si realizza mutuando e traendo spunti e indicazioni di metodo e impostazione dal campo storico, filosofico, delle arti. Il tutto alla ricerca di una unità di fondo, di una sintesi tra diversi ambiti culturali, che è poi ambizione verso un vero che, dall'occasione della analisi giuridica, intende cogliere valori più generali e di sistema.

Il titolo del libro porterebbe a ritenere che lo stesso sia dedicato al rapporto tra giustizia, amministrativa in particolare, ed economia; un rapporto che in effetti è esaminato in tutte le sue diverse dimensioni, valutando le forme attraverso le quali è dato riscontrare un potere di intervento sui vari ambiti di regolazione economica; ma in realtà il libro di G si apre verso tematiche di ancor più ampio respiro, toccando le relazioni tra politica ed economia, tra potere, economico e politico, e

*Contributo approvato dai revisori.

Il presente testo riproduce con limitate variazioni l'intervento svolto alla presentazione del volume Il giudice e l'economia di Giancarlo Montedoro, presso la Luiss, in Roma, il 12 novembre 2015.

giustizia.

Per vicinanza di interessi, mi piace soffermarmi sul saggio di apertura e su quello conclusivo del libro di G, il primo dedicato al rapporto tra democrazia rappresentativa e mercati finanziari, l'altro al tema della proporzionalità, letto nella prospettiva del sindacato giurisdizionale sull'azione amministrativa. Si tratta in entrambi i casi di saggi di grande impatto, che affrontano aspetti di vertice dell'odierno rapporto tra economia e diritto, toccando tematiche tra le più avvertite oggi nel diritto pubblico dell'economia.

2. Nel primo dei due saggi, G analizza il nesso esistente tra mercato e democrazia, rileva come storicamente la società europea abbia ricercato e garantito un certo equilibrio tra democrazia mercato e diritti umani, insieme alla distinzione, oramai in crisi, tra sfera pubblica e sfera privata. Lo Stato nazione è sorto quale luogo di consacrazione di tali equilibri. L'odierno capitalismo globale considera, però, limitante qualsiasi istituzione: quell'equilibrio si rompe, ma risulta ancora incerta e velleitaria la via volta a sganciare la sorte dei diritti umani da quella della democrazia nazionale. La dura e nuda logica dell'economia precede la politica ed il fulcro del processo costituente europeo e nazionale diventa il complesso rapporto tra crisi dei mercati e potere sovrano degli Stati.

La domanda che si pone G è se a questo punto non stia emergendo un nuovo principio di legittimità – inteso alla maniera di Ferrero – che si contrapponga o si affianchi al principio cd. democratico elettivo. La risposta che viene data è in senso affermativo, o perlomeno tendenzialmente affermativo. Viene individuato al riguardo il principio di competenza tecnica, specie derivante dal sapere economico: la politica si ritira, lo spazio dei decisori si riduce e si consegna alla tecnica.

E' una rappresentazione fedele, che trova diversi riscontri nella dinamica istituzionale sia in ambito nazionale che nella dimensione regionale europea. Non sempre, ovviamente, questo ritirarsi è consensuale; spesso esso è il frutto del prevalere in termini sostanziali di una forza sull'altra.

2.1 Il campo di osservazione che mi è più congeniale, quello della regolamentazione finanziaria, mi porta ad offrire due esempi di diverso segno che testimoniano questo particolare crinale del rapporto tra politica e tecnica.

Da tempo, nell'analisi della disciplina del settore finanziario, ci si è soffermati sul tema della legittimazione dei nuovi poteri tecnici, delle regole di soft law, della adozione di standard operativi che si traducevano poi in regole domestiche sfruttando le maglie dei poteri di vigilanza regolamentare e dunque di una delega aperta – assegnata alle autorità di settore – alla adozione di disposizioni di rango secondario su diversi ambiti di intervento. Si era, tuttavia, sempre nel contesto di regole squisitamente tecniche, di approcci interpretativi comuni, fermo rimanendo integro l'assetto delle competenze normative in capo ai soggetti politicamente competenti.

2.1.a. La nuova architettura di vertice delle istituzioni europee in campo finanziario, con la creazione di tre apposite autorità europee di vigilanza (EBA, ESMA, EIOPA), ci fornisce il segno di un'evoluzione ulteriore nella dialettica tra politica e tecnica in questo settore.

Come è noto, l'elaborazione dei cd. *progetti di norme tecniche di regolamentazione e di attuazione* costituisce lo strumento di maggiore rilievo con il quale le tre Autorità europee adempiono al compito di concorrere a definire norme e prassi comuni di regolamentazione e vigilanza a livello di Unione. L'assegnazione alle Autorità europee di tali prerogative riposa sulla circostanza che queste siano organismi dotati di competenze tecniche altamente specialistiche e dunque meglio collocate per la definizione di tali previsioni.

Considerato che il diritto comunitario prevede che gli atti legislativi dell'Unione possano delegare solo alla *Commissione* il potere di adottare atti non legislativi, che ne integrino o modifichino elementi non essenziali, ovvero prevedano condizioni uniformi di esecuzione (artt. 290 e 291 TFUE), le tre Autorità europee hanno solo il potere di adottare *progetti* di norme tecniche, da sottoporre alla Commissione per l'approvazione. Vi è però che, nell'inquadramento di sistema,

la Commissione potrà modificare tali *progetti* solo in circostanze molto *limitate e straordinarie*, ad esempio qualora risultassero incompatibili rispetto al diritto dell'Unione, ovvero violassero il principio di proporzionalità o violassero i principi fondamentali del mercato interno dei servizi finanziari sanciti nell'acquis dell'Unione. E la giustificazione di questo limitato potere di modifica deriva dal fatto che *le Autorità sono attori a stretto contatto con i mercati finanziari e ne conoscono meglio il funzionamento quotidiano*. In occasione dell'adozione dei regolamenti istitutivi delle tre Autorità, la Commissione ha messo formalmente a verbale i propri dubbi sul fatto che le restrizioni al suo ruolo in materia di adozione di atti delegati e misure di esecuzione fosse in linea con gli articoli 290 e 291 del TFUE, ma tant'è. Dunque in questo caso, l'espansione del potere tecnico rispetto a quello a maggior legittimazione politica si fonda su di una *formale contrazione* delle prerogative del secondo a favore del primo, con soluzioni che portano in tensione la stessa conformità alle norme del Trattato.

2.1.b. Un diverso segno di intervento, questa volta finalizzato a contrastare, nei limiti del possibile, quella che, in questa fase, sembra essere un'inarrestabile avanzata dello spazio tecnico nella vigilanza e regolazione in campo bancario, riguarda il ruolo del CICR all'indomani del recepimento della c.d. "CRD IV" ad opera del d.lgs. 72 del maggio scorso, e vigente ormai il sistema unico di vigilanza nell'ambito dei paesi aderenti all'euro. In un contesto di rilevante contrazione delle prerogative del Comitato, che ha ormai perso tutte le competenze in materia di vigilanza, specie regolamentare, è tuttavia rimasta integra la disposizione di vertice, in base alla quale tale organismo mantiene *l'alta vigilanza* in materia di credito e di tutela del risparmio, così come l'ulteriore disposizione che ammette il reclamo dinanzi a tale organismo avverso i provvedimenti della Banca d'Italia. Non è questa la sede per investigare la portata complessiva dell'intervento sul CICR realizzato dal d.lgs. 72 (basti indicare che in letteratura si è sinanche prospettata la tesi limite, pur compatibile sul piano letterale, secondo cui si sarebbe realizzata un'espansione dei poteri del CICR, non più limitati alle materie nelle quali sussistono anche prerogative

normative in capo all'organismo, o un suo orientamento verso forme di controllo para giurisdizionale dell'operato della Banca d'Italia); quello che è certo è che residuano, in ambito bancario, competenze di organismi a valenza politica o di alta amministrazione (a seconda della tesi cui si accede rispetto alla natura del CICR) a dispetto di una rappresentazione complessiva che vorrebbe un erompere incontrastato del potere tecnico.

Quindi un percorso, quello della dialettica tra potere tecnico e potere politico, certamente oscillante, con un segno di indirizzo verso la prevalenza della funzione tecnica, ma che in diversi ambiti trova risposte incerte e non sempre chiare.

2.2. Sempre analizzando la dialettica di cui sopra, G rinviene specifiche ragioni di squilibrio all'*assetto dei saperi* (e dei ruoli che tali saperi rivestono nei diversi ambiti istituzionali). La fine degli equilibri noti tra diritto ed economia determina composizioni e ricomposizioni continue nella due sfere di competenza. I tecnocrati, quando economisti, vivono spesso il diritto come un impaccio; i giuristi, per canto loro, stentano ad aprire la loro disciplina ad altri linguaggi e a guardare oltre i confini dello Stato nazionale nel quale li ha imprigionati la tradizione. Anche qui, letto nella prospettiva della regolamentazione dei fenomeni economici ed in specie finanziari, G coglie un passaggio fondamentale della evoluzione di questi ultimi anni, che poi, se si vuole, fa da *pendant* alla stessa tematica sopra identificata del rapporto tra tecnica e politica.

Qui, invece, incanalati nel contesto della competenza tecnica, il punto di attenzione è quello del raccordo tra un sapere tecnico più tradizionalmente istituzionale, giuridico, ed un sapere, invece, che declina quella medesima valenza tecnica in un'accezione economica. La più recente disciplina prudenziale in campo finanziario – si pensi al c.d. pacchetto CRD IV in campo bancario, o alla c.d. Solvency II in ambito assicurativo – forniscono chiari esempi di discipline che con grande intensità introducono disposizioni tecniche, robuste formule finanziarie costitutive dei precetti regolamentari.

2.2.a. Non vedrei un tema di dialettica, ma oramai un tema di genuina ibridazione di saperi, di un prodotto normativo nuovo e diverso che vede nella compenetrazione inscindibile di elementi di derivazione giuridica ed elementi di matrice economica, la propria cifra distintiva. Il requisito, il dato, economico, la formula finanziaria, non costituiscono più il completamento, magari l'allegato tecnico di una disposizione che si presenta come un ordinario precetto giuridico; all'opposto, quel dato tecnico, quella formula finanziaria, costituisce il precetto giuridico, con la conseguenza che l'incapacità di decrittare la formula non consente di comprendere sinanche la *ratio* del precetto regolamentare da applicare.

Le implicazioni di questo approccio (che in ambito finanziario, per lo meno con riferimento alla regolamentazione cd. prudenziale di derivazione europea mi pare oramai, in questa fase, un processo non reversibile) sono rilevanti in tutta la filiera dell'operare in questo settore, richiedendo una ricomposizione di organizzazione e competenze dei diversi operatori interessati.

Ed, infatti, la *fase di produzione normativa* (sia essa primaria che secondaria e nella logica multilivello tipica del settore), lascia ormai spazio relevantissimo al dato puramente tecnico economico, che come tale deve essere compreso e supportato anche nella fase di scrittura da parte dei soggetti competenti; la *fase di applicazione* da parte degli operatori vede questi ultimi chiamati ad attuare e conformarsi a regole che richiedono specifiche competenze della specie (laddove non sempre le realtà aziendali sono attrezzate per questo genere di saperi, o comunque non sono attrezzate con un'intensità adeguata a quanto ora richiesto dalla normativa: si vedano, per esempio, tutte le disposizioni in tema di professionalità degli esponenti aziendali, i cd. requisiti di *fit and proper*, che prevedono espressamente la capacità dei componenti degli organi di identificare e gestire la totalità dei rischi cui sono esposte le gestioni aziendali e si tratta di rischi che spaziano da quelli legali a quelli di credito, a quelli di liquidità, a quelli reputazionali); la *fase di assistenza professionale* a tali operatori, che progressivamente richiede competenze capaci di interpretare dati normativi nei

quali il profilo tecnico economico non è ancillare, complementare, ma è la sostanza della disposizione; la *fase di verifica e supervisione* da parte delle autorità di settore del rispetto di tali regole, che vedono le stesse amministrazioni esposte ad un rischio di inadeguatezza delle proprie risorse interne (soprattutto di quelle formatesi in altro ambiente culturale) a cogliere il portato delle nuove forme di produzione normativa; la *fase dei rimedi giurisdizionali*, che vedono il giudice, sovente amministrativo, chiamato a confrontarsi con la verifica della legittimità di provvedimenti che vanno misurati nel raffronto con regole che presuppongono una capacità di comprensione profonda di fatti tecnici ed economici. E ciò al fine di ovviare al rischio di un appiattimento del giudice sulle posizioni adottate da parte delle autorità tecniche o all'opposto di un suo ritrarsi sui meri vizi procedurali, senza entrare nella sostanza del portato provvedimentoale, fermi restando, ovviamente, tutti i limiti del sindacato esterno della discrezionalità tecnica.

2.3. In questo scenario, la conclusione cui perviene Giancarlo è nel senso che dinanzi all'erompere del sapere tecnico, la difesa della politica democratica non possa risolversi nella rivendicazione di uno scontato primato basato sulle costituzioni nazionali, essendo viceversa necessario uno sforzo creativo di ragione e immaginazione e – mi verrebbe da aggiungere - di allineamento agli *standard* del tempo.

3. L'ultimo saggio del volume di G è dedicato al principio della proporzionalità, al suo utilizzo nel contesto del sindacato giurisdizionale sulla pubblica amministrazione in Europa. E' forse il saggio nel quale è più evidente quell'atteggiamento tipico di G dinanzi ad un fenomeno da osservare, comprenderne quasi filologicamente l'origine, il suo tramutarsi nel tempo e tradursi in applicazione concreta, ricavando dai *riferimenti alti* elementi di orientamento per la prassi operativa. G apre al concetto di proporzionalità procedendo, come lui dice,

ad una preliminare operazione di scavo, un esercizio che rimanda direttamente all'*archeologia delle scienze umane*, alla ricerca del metodo alla Agamben.

Di qui la proporzionalità riportata al concetto dell'agire in modo proporzionato, del riferimento ad un canone, ad una misura. Il suo opposto è la sproporzione, l'abnormità, quindi qui *ab norme*, ancora una volta la norma come riferimento e la abnormità come sua deviazione. Per G la proporzione è concetto chiave della formazione della cultura umana, specie in un tempo, quello attuale, incline al calcolo e alla matematizzazione. *I saperi umani sono tutti, a ben vedere, basati, su un'aspirazione alla proporzione*: scienze economiche, musica, arti figurative, il richiamo alla sezione aurea di Fidia (e mi verrebbe da aggiungere, per la mia consolidata vicinanza culturale con Perugia, la *divina proporzione* di Luca Pacioli). Ovvio che poi la domanda si trasferisca nel chiedersi proporzione rispetto a quale canone e chi è il soggetto che definisce il canone rispetto al quale individuare proporzione e sproporzione.

G passa dunque ad esaminare il processo storico di formazione del concetto giuridico di proporzionalità, collocandolo in una dimensione di diritto comparato, dall'esperienza tedesca e delle sue corti al ruolo che deve essere ascritto alla corte di giustizia dell'unione europea per la recezione di quel principio in ambito unionale e nella sua diffusione nello spazio giuridico europeo. In questi termini la proporzione diviene misura dell'azione amministrativa, adeguatezza rispetto al fine e allo scopo, moderazione dell'intervento, sufficienza rispetto all'obiettivo.

Nella regolamentazione del settore finanziario, specie in quella di derivazione europea, è divenuto ormai diffusissimo il riferimento al principio di proporzionalità, inteso quale canone generale di adeguamento dei meccanismi di produzione normativa e quale regola di concreta attuazione di un determinato precetto secondo modalità che, da un lato, minimizzino il costo della *compliance* normativa e, dall'altro, meglio conformino l'operato degli intermediari rispetto alle finalità di una data disciplina. La puntuale specificazione del concetto di proporzionalità si presta ad applicazioni non sempre uniformi, ciò che rileva in particolare nella definizione di *standard* applicativi comuni, specie quando riferibili ad ordinamenti

diversi, ovvero destinati ad essere applicati da differenti autorità di settore. Di qui la ricerca, di non semplice soluzione, di criteri uniformi d'identificazione dei canoni di orientamento del principio: l'EBA promuove annualmente dei workshops internazionali dedicati proprio alla applicazione del principio di proporzionalità nel contesto della regolazione finanziaria.

La pervasività del riferimento al criterio di proporzionalità fa sì che ad esso ci si richiami ampiamente in fasi antecedenti rispetto poi al momento di valutazione da parte del giudice dell'azione della pubblica amministrazione.

Alla proporzione ci si riferisce, per esempio, per la definizione della regola di azione, è un canone cui deve orientarsi la pubblica amministrazione nell'esercizio del potere regolatorio; la proporzione è poi criterio di declinazione del potere di produzione normativa di rango secondario. Ma essa è anche regola da applicarsi da parte di quanto debbano applicare un precetto normativo, quando questo, fissando solo principi cardine, lascia poi al singolo destinatario (ente creditizio o finanziario) di darvi attuazione secondo proporzione rispetto agli obiettivi generali fissati dalla normativa. Ancora, la proporzione è regola di condotta rispetto all'adozione di misure correttive da parte delle amministrazioni; in ultimo, la proporzionalità si esprime nella valutazione che il giudice conduce rispetto all'esercizio del potere discrezionale da parte della pubblica amministrazione.

La domanda che ci può porre, soprattutto nel contesto di partizioni del diritto che ambiscono ad una uniformità comportamentale, alla definizione di medesime regole quale presupposto per una competizione tra eguali, in un mercato genuinamente comune, quanto il richiamo al concetto di proporzionalità, inteso in tutte le accezioni cui si è ora fatto cenno, non si traduca in buona sostanza in una perdurante frammentazione degli ordinamenti nazionali, nella concreta definizione e applicazione dei precetti fissati a livello di normativa comunitaria; frammentazione solo mitigata dagli interventi della Corte di Giustizia. Di certo, negli ambiti settoriali nei quali operano meccanismi unici (penso al meccanismo unico di vigilanza e di risoluzione) tali effrazioni tendono a ridursi, ma certo non a scomparire. Dunque proporzione come misura, come regola che intrinsecamente

evoca una *differenziazione giustificata* dei precetti da applicare nei singoli contesti, strumento tuttavia potenzialmente idoneo a rallentare processi di uniformazione disciplinare a livello di unione.

4. Concludo, e non mi fa velo l'amicizia personale, dicendo che la ri-lettura del libro di G in prossimità dell'incontro di oggi è stata occasione di grande accrescimento, e ciò – come ovvio – con riferimento ai contenuti più tecnici relativi alle tematiche oggetto di analisi, ma anche per la grande capacità di G di calare e vivificare tali tematiche in un panorama molto più vasto di riferimenti culturali e di impostazione.

Vincenzo Troiano

*Professore straordinario di diritto dell'economia
nell'Università degli Studi di Perugia*

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

CORTE COSTITUZIONALE AUSTRIACA
VERFASSUNGSGERICHTSHOF (VFGH)

Sentenza 3 – 28 luglio 2015 (G 239/2014-27, G 98/2015-27)

Legge federale relativa alle misure di risanamento per la Hypo Alpe Adria Bank (HaaSanG) – Estinzione di diritti di credito e di garanzie – Incostituzionalità per violazione del diritto di proprietà – Abrogazione dell'intera disciplina

[art. 5, Legge costituzionale austriaca; art. 17, Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea; art. 1, Convenzione Europea dei diritti dell'uomo (CEDU), 1° primo protocollo aggiuntivo; artt. 2, 3, 4, 7, Legge federale inerente alle misure di risanamento per la Hypo Alpe Adria Bank International AG (HaaSanG) - Regolamento per il risanamento della Hypo Alpe Adria Bank International AG (HaaSanV)]

Le disposizioni della Legge federale, che prevede misure di risanamento per la Hypo Alpe Adria Bank (HaaSanG), comportanti l'estinzione di determinate obbligazioni subordinate nonché la contemporanea estinzione delle relative garanzie, incluse quelle concernenti la responsabilità fideiussoria del Land della Carinzia, violano le norme costituzionali che tutelano i diritti fondamentali di proprietà dei creditori, a causa della sproporzionata restrizione del diritto di proprietà e dell'irrazionale (non oggettivo) pregiudizio arrecato ai titolari, individuati in base ad una prestabilita data di scadenza dei relativi diritti.

(omissis)

2.2. Zu den Bedenken gegen das Erlöschen von "Nachrangverbindlichkeiten"

2.2.1. Die Antragsteller sehen in dem durch § 3 Satz 1 HaaSanG angeordneten Erlöschen von Nachrangverbindlichkeiten eine verfassungsrechtlich unzulässige Enteignung von Nachranggläubigern bzw. eine unzulässige Beschränkung in ihrem Eigentum. Die Bestimmung würde gegen die Eigentums Garantien des Art. 5 StGG, Art. 1

1. ZPEMRK bzw. Art. 17 GRC und den Gleichheitsgrundsatz verstoßen, insbesondere auch aus dem Grund, weil die Maßnahmen nur die Forderungen von bestimmten Nachranggläubigern betreffen und damit dem Grundsatz widersprechen würden, dass im Insolvenzfall alle nachrangigen Kapitalinstrumente gleichermaßen zu bedienen seien. Dass nicht wie in einem ordnungsgemäßen Liquidationsverfahren alle Nachranggläubiger gleichmäßig herangezogen würden, verstoße gegen die genannten Grundrechte.

Das Erlöschen bewirke den Untergang der Forderung, woran auch das Entstehen einer "Ersatzforderung" nach § 6 HaaSanG nichts ändere, weil nicht zu erwarten sei, dass nach Abwicklung der HETA Asset Resolution AG überhaupt zu verteilendes Vermögen bestehen werde. Die Enteignung erfolge zu rein fiskalischen Zwecken, nämlich zur Schonung öffentlicher Mittel bei der Abwicklung der HETA Asset Resolution AG. Eine Enteignung aus diesem Grund sei aber schon von vorneherein verfassungsrechtlich unzulässig.

Selbst wenn man vom Vorliegen eines öffentlichen Interesses ausgehen wollte, liege jedenfalls ein unverhältnismäßiger und gleichheitswidriger

Eigentumseingriff vor. Die von § 3 Satz 1 HaaSanG erfassten Nachranggläubiger treffe ein verfassungswidriges Sonderopfer, weil andere Gläubiger, insbesondere auch andere Nachranggläubiger, ebensowenig geschnitten würden wie der Eigentümer Bund selbst. Da § 6 HaaSanG für die Gläubiger keinen angemessenen Ausgleich für den Verlust ihrer Forderungen darstelle, liege auch eine verfassungsrechtlich unzulässige entschädigungslose Enteignung vor. Die Maßnahme sei auch deswegen nicht erforderlich, weil mit einer Insolvenz der (ehemaligen) Hypo Alpe-Adria-Bank International AG ein Instrumentarium bereit gestanden wäre, in dem ebenfalls ohne weitere Zuschüsse des Bundes allen Gläubigern nach Maßgabe der insolvenzrechtlichen Bestimmungen gleichermaßen eine quotenmäßige Befriedigung ihrer Forderungen und nicht einzelnen Nachranggläubigern bloß ein Ausgleichsanspruch nach Art des in § 6 HaaSanG geregelten zugekommen wäre.

2.2.2. Die Bundesregierung hält dem zunächst entgegen, dass die Regelung des § 3 HaaSanG iVm der HaaSanV zwar einen Eingriff in Vermögenswerte Privatrechte der

betroffenen Gläubiger bewirke; dieser stelle jedoch insbesondere mangels Übertragung der für erloschen erklärten Forderungen an den Staat oder einen anderen Rechtsträger oder der Begründung von Rechten Dritter und weil im Hinblick auf § 6 HaaSanG der wirtschaftliche Wert der Forderungen nicht gänzlich beseitigt werde, keine Enteignung, sondern lediglich eine Eigentumsbeschränkung dar. Für Eigentumsbeschränkungen bestehe keine zwingende verfassungsrechtliche Entschädigungspflicht, überdies sei wenn, dann bloß eine angemessene Entschädigung geboten. Eine solche liege in dem Entstehen von Forderungen gemäß § 6 HaaSanG. Der Eigentumseingriff liege im öffentlichen Interesse an der Reduktion einer weiteren finanziellen Belastung des Bundes aus der Sanierung bzw. Abwicklung der HETA Asset Resolution AG, der Vermeidung eines befürchteten "bank runs" auf die lokalen Bankentöchter der HETA Asset Resolution AG im SEE-Raum, der den Verkauf des SEE-Netzwerks möglicherweise vereitelt hätte, und der Bewahrung der Funktionsfähigkeit des österreichischen Bankenmarktes. Diese Ziele hätten im Fall einer Insolvenz der Hypo Alpe-Adria- Bank International AG nicht (vergleichbar) erreicht werden können, weil davon auszugehen sei, dass eine Insolvenz der Bank nicht nur die Reduktion der finanziellen Belastung des Bundes und das öffentliche Interesse an einem funktionsfähigen Bankenmarkt gefährde, sondern auch die Verwirklichung anderer unvorhersehbarer Risiken mit schwer abschätzbaren Konsequenzen mit sich gebracht hätte. Angesichts der Nachrangigkeit der gelöschten Forderungen sei der Eingriff von eher geringer Intensität und beschränke sich auf das betriebswirtschaftlich für die geordnete Abwicklung außerhalb eines Insolvenzzenarios unbedingt Notwendige.

Was die als verfassungswidrig erachtete unterschiedliche Behandlung verschiedener Nachrangverbindlichkeiten anlangt, weist die Bundesregierung darauf hin, dass die Freihaltung der FiETA Asset Resolution AG von fällig werdenden Forderungen aus Nachrangverbindlichkeiten nur bis zu dem durch den Stundungstag abgegrenzten Zeitraum erforderlich sei, um die für den Portfolioabbau notwendige Kapital- und Liquiditätsausstattung der HETA Asset Resolution AG sicherzustellen. In einer ex ante-Einschätzung sei jener Betrag errechnet worden, der notwendig gewesen sei, um eine Bestandsgefährdung vor Errichtung der Abbaueinheit zu vermeiden und der

HETA Asset Resolution AG im Hinblick auf ihren Unternehmensgegenstand notwendiges Kapital zur Verfügung zu stellen. Im Übrigen sei es in Restrukturierungsfällen in Businessplänen üblich, einen Zeitraum von fünf Jahren für die Restrukturierung vorzusehen.

2.2.3. Die Bedenken der Antragsteller gegen § 3 Satz 1 HaaSanG treffen im Ergebnis zu. 1 Dass § 3 Satz 1 HaaSanG anordnet, dass nur Nachrangverbindlichkeiten, deren Fälligkeit vor dem Stundungstag liegt, erlöschen, verstößt gegen Art. 5 StGG und Art. 11. ZPEMRK:

2.2.3.1. Den weiteren Überlegungen ist vorzuschicken, dass es für die Beurteilung der Bedenken der Antragsteller gegen das in § 3 Satz 1 HaaSanG vorgesehene Erlöschen von Nachrangverbindlichkeiten nicht darauf ankommt, ob man diese gesetzliche Bestimmung dahingehend versteht, dass sich unmittelbar aus § 3 Satz 1 HaaSanG selbst - mit Kundmachung der Verordnung gemäß § 7 HaaSanG, an deren Vorliegen § 3 Satz 1 HaaSanG anknüpft - die Rechtsfolge des Erlöschens der Nachrangverbindlichkeiten ergibt (wie die FMA in ihrer Äußerung vermeint), oder ob erst die gemäß § 7 Abs. 2 HaaSanG zwingend zu erlassende HaaSanV konstitutiv für das Erlöschen der Verbindlichkeiten ist (wie die Bundesregierung vorbringt). In beiden Fällen ordnet das Gesetz die entsprechende Maßnahme an.

2.2.3.2.1. Bei den hier in Rede stehenden Nachrangverbindlichkeiten, also Forderungen der Gläubiger aus einem privatrechtlichen vertraglichen Schuldverhältnis, handelt es sich um Vermögenswerte Privatrechte im Sinne der Rechtsprechung des Verfassungsgerichtshofes zu Art. 5 StGG respektive Art. 1 1. ZPEMRK (siehe nur VfSlg. 16.636/2002 - Partizipationsscheine; 17.071/2003 - Umwandlung privatrechtlicher in gesetzliche Ansprüche durch das Bundesbahn- Pensionsgesetz; vgl. zu Art. 1 1. ZPEMRK auch EGMR 20.11.1995, Fall Pressos Compania Naviera S.A. ua., Appl. 17.849/91 [Z 31] - Schadenersatzansprüche; EGMR 10.7.2012, Fall Grainger, Appl. 34.940/10 [Z 38] - Verstaatlichung einer Bank). Derartige Rechte unterfallen dem Schutz der genannten grundrechtlichen Eigentumsverbürgungen.

2.2.3.2.2. Diese Nachrangverbindlichkeiten unterfallen damit aber auch dem Schutzbereich des Art. 17 GRC, der - wie auch die Erläuterungen hervorheben - zunächst

Art. 1 1. ZPEMRK entspricht. Die Anwendung des Art. 17 GRC wie der weiteren damit zusammenhängenden Bestimmungen der GRC auf das HaaSanG setzt voraus, dass dieses Gesetz in "Durchführung des Rechts der Union" iSv Art. 51 Abs. 1 GRC ergangen ist. Nach der Rechtsprechung des Verfassungsgerichtshofes wie des Gerichtshofes der Europäischen Union ergeht ein innerstaatlicher Rechtsakt in diesem Sinn in Durchführung des Rechts der Union, insoweit er Unionsrecht, insbesondere Vorgaben einer Richtlinie, umsetzt (VfSlg. 19.632/2012, 19.892/2014 im Anschluss an EuGH 8.4.2014, Rs. C-293/12 und C-594/14, Digital Rights Ireland Ltd und Seitlinger ua.) oder wenn zwischen einem Unionsrechtsakt und dem innerstaatlichen Rechtsakt ein Zusammenhang besteht, in dem die diesen Zusammenhang begründenden unionsrechtlichen Vorschriften "bestimmte Verpflichtungen" im Hinblick auf den durch den innerstaatlichen Rechtsakt geregelten Sachverhalt schaffen. Insoweit, als das Unionsrecht eine solche bestimmte Verpflichtung für die Mitgliedstaaten vorgibt, ergeht der innerstaatliche Rechtsakt in Anwendung dieser unionsrechtlichen Verpflichtungen in "Durchführung des Rechts der Union" iSv Art. 51 Abs. 1 GRC (VfGH 5.3.2015, B 533/2013, im Anschluss an EuGH 6.3.2014, Rs. C-206/13, Siragusa [Rz 24 ff.]; 10.7.2014, Rs. C-198/13, Hernández [Rz 34 ff.]). Nach der Rechtsprechung sowohl des Gerichtshofes der Europäischen Union (EuGH 26.2.2013, Rs. C-617/10, Åkerberg Fransson [Rz 29]) als auch des Verfassungsgerichtshofes (VfSlg. 19.632/2012, 19.892/2014) bleiben die innerstaatlichen Grundrechte aber auf solche innerstaatlichen Rechtsakte anwendbar, insoweit das Unionsrecht der mitgliedstaatlichen Rechtssetzung Regelungsspielräume belässt bzw. solche eröffnet.

Gemäß seinem § 1 Abs. 1 sollen mit dem HaaSanG Maßnahmen zur Sicherung und Wiederherstellung der finanziellen Lage des Sanierungsinstituts Hypo Alpe-Adria-Bank International AG und damit nach der Absicht des Gesetzgebers Maßnahmen iSd Art. 2 der RL 2001/24/EG getroffen werden (siehe Erläut. RV 178 BlgNR 25. GP, 12). Davon ausgehend fällt das HaaSanG in den Anwendungsbereich der GRC. Bei Art. 17 GRC handelt es sich auch - wie Art. 1 1. ZPEMRK sowie Art. 5 StGG zeigen - um eine Garantie der GRC, die in ihrer Formulierung und Bestimmtheit verfassungsgesetzlich gewährleisteten Rechten der österreichischen Bundesverfassung gleicht (VfSlg.

19.632/2012, 19.865/2014). Weil die mit dem HaaSanG getroffenen Maßnahmen, insbesondere das durch § 3 Satz 1 HaaSanG angeordnete Erlöschen der hier in Rede stehenden Nachrangverbindlichkeiten (wie das in § 3 Satz 2 HaaSanG vorgesehene gleichzeitige Erlöschen von Sicherheiten einschließlich Haftungen), im Rahmen der Zuständigkeit des innerstaatlichen Gesetzgebers ergangen sind, hat der Verfassungsgerichtshof aber diese Regelung selbst und zunächst am Maßstab der Eigentumsgrundrechte des Art. 5 StGG und des Art. 1 1. ZPEMRK sowie des Gleichheitsgrundsatzes gemäß Art. 7 Abs. 1 B-VG zu beurteilen (VfSlg. 19.632/2012).

2.2.3.3. Das in § 3 Satz 1 HaaSanG angeordnete Erlöschen von Sanierungsverbindlichkeiten, konkret der hier in Rede stehenden Nachrangverbindlichkeiten, stellt einen Eingriff in die den Gläubigern dieser Nachrangforderungen zukommenden verfassungsgesetzlich gewährleisteten Rechte auf Unverletzlichkeit des Eigentums nach Art. 5 StGG bzw. auf Schutz des Eigentums nach Art. 1 1. ZPEMRK dar. Anders als bei einer Enteignung im engeren Sinn des Art. 5 StGG, bei der das öffentliche Interesse "nur die Sache nicht aber den Wert" (VfSlg. 8981/1980) erfordert, zielt im vorliegenden Fall das gesetzlich angeordnete Erlöschen der Nachrangverbindlichkeit nicht auf die "Sache" der Forderung, sondern auf deren "Wert" ab. Um diesen Vermögenswert sollen die Verbindlichkeiten der (nunmehrigen) HETA Asset Resolution AG zur Erreichung der vom Gesetzgeber ins Treffen geführten öffentlichen Interessen vermindert werden. Das Gesetz ordnet mit dem "Erlöschen" den Untergang des Rechts an (und nicht bloß dessen Umwandlung in eine Forderung gegenüber der Abbaueinheit HETA Asset Resolution AG nach deren Abwicklung; § 6 HaaSanG begründet eigenständig das Entstehen einer "Ersatzforderung").

Damit verlieren Nachranggläubiger nach § 3 Satz 1 HaaSanG - wie bei einer Enteignung - ihre Rechtsposition. Entzieht ein Gesetz aber wie hier ein Forderungsrecht ausschließlich wegen seines Vermögenswertes, dann handelt es sich nicht um eine Enteignung zur Deckung eines Sachbedarfs des Staates (im Sinne von VfSlg. 3666/1959), sondern - angesichts der grundsätzlichen Möglichkeit, den staatlichen Finanzbedarf auch anderweitig, etwa durch Steuern, durch Kreditaufnahmen oder durch Einsparungen in anderen Bereichen zu decken - um eine gesetzliche Regelung der

Verteilung öffentlicher Finanzlasten. Solche Eigentumseingriffe sind Eigentumsbeschränkungen (vgl. VfSlg. 17.071/2003, 17.584/2005, 17.817/2006, die der Gesetzgeber vorsehen darf. Sieht der Gesetzgeber eine solche Eigentumsbeschränkung vor, so hat er, wie der Verfassungsgerichtshof in VfSlg. 16.636/2002 festgehalten hat, einen billigen Ausgleich zwischen den Erfordernissen des Allgemeininteresses und denen des Grundrechtsschutzes des Einzelnen herzustellen; die Eigentumsbeschränkung muss also im öffentlichen Interesse liegen und darf nicht unverhältnismäßig und nicht unsachlich sein (vgl. mit weiteren Nachweisen etwa VfSlg. 14.503/1996, 15.771/2000, 19.486/2011).

2.2.3.4.1. Der Gesetzgeber begründet das öffentliche Interesse am Erlöschen der Nachrangverbindlichkeiten gemäß § 3 Satz 1 HaaSanG zusammengefasst mit folgender Argumentation: Angesichts der Alternativen zwischen einer Insolvenz der (ehemaligen) Hypo Alpe-Adria-Bank International AG und der Abwicklung dieser Bank im Wege der Aufspaltung in eine Abbaueinheit, die HETA Asset Resolution AG, und in als Kreditinstitute weiterzuführende Gesellschaften habe sich der Gesetzgeber für das "Abwicklungsmodell" entschieden. Dies aus mehreren Gründen, nämlich weil auf diese Weise die finanzielle Belastung des Bundes prognostizierterweise geringer ausfallen würde, weil die Funktionsfähigkeit des österreichischen Bankenmarktes erhalten bliebe und eine Reihe unvorhersehbarer Risiken und damit verbundener volkswirtschaftlicher Kosten - jedenfalls im weitergehenden Ausmaß - vermieden werden könnten. Eine die Struktur bei der (ehemaligen) Hypo Alpe-Adria-Bank International AG, die eigenständig nicht weiter überlebensfähig gewesen und etwa von Seiten der Österreichischen Nationalbank als systemrelevant eingestuft worden sei, bereinigende Maßnahme habe jedenfalls ergriffen werden müssen, wollte man nicht einen unbegrenzten weiteren Zuschussbedarf seitens des Bundes und damit eine entsprechende Belastung der Allgemeinheit in Kauf nehmen.

Die Notwendigkeit, eine entsprechende Strukturbereinigung im Hinblick auf die (ehemalige) Hypo Alpe-Adria-Bank International AG herbeizuführen, begründet angesichts der notorischen Dimension der Fehlentwicklungen bei diesem Kreditinstitut und ihren volkswirtschaftlichen Auswirkungen - ein öffentliches Interesse von

erheblichem Gewicht. Dem Gesetzgeber kommt auch ein weiter Gestaltungsspielraum zu, wenn er wie hier etwa zwischen unterschiedlichen, aus einer ex ante-Perspektive notwendig mit schwierigen ökonomischen Prognoseentscheidungen verbundenen Maßnahmen wählen und in entsprechenden Folgeabschätzungen letztlich eine ökonomische Risikoentscheidung treffen muss. Der Verfassungsgerichtshof kann dem Gesetzgeber im Lichte der verfassungsrechtlichen Anforderungen an eine zulässige Eigentumsbeschränkung nicht entgegenreten, wenn er sich für ein "Abwicklungsszenario" und gegen ein "Insolvenzszenario" entschieden hat. Die Auswahl zwischen mehreren grundsätzlich geeigneten Mitteln liegt in seinem Gestaltungsspielraum.

2.2.3.4.2. Zu prüfen ist aber, ob dieses öffentliche Interesse auch die hier in Rede stehende konkrete Ausgestaltung der Abwicklung, also das Erlöschen nur bestimmter, nämlich der von § 3 Satz 1 HaaSanG erfassten und in der HaaSanV genannten Nachrangverbindlichkeiten, zu rechtfertigen vermag. Die konkrete Maßnahme darf nicht unverhältnismäßig und nicht unsachlich sein:

2.2.3.4.2.1. Im Hinblick auf diesen Maßstab ist zunächst festzuhalten, dass der Verfassungsgerichtshof grundsätzlich schon angesichts vergleichbarer Wirkungen im Insolvenzfall keine Bedenken dagegen hegt, dass der Gesetzgeber bei der Abwicklung eines Kreditinstituts dessen Gläubiger an der Strukturbereinigung durch Kürzung ihrer Forderungen beitragen lässt. Wollte man die Verhältnismäßigkeit eines "Schuldenschnitts" von vorneherein verneinen, weil ein eigentumsgrundrechtlicher Bestandsschutz bestehender privater Vermögenswerte das öffentliche Interesse an der Strukturbereinigung jedenfalls überwiegt, hieße das, dass aus Gründen der Funktionsfähigkeit des Bankenmarktes und der Vermeidung negativer volkswirtschaftlicher Konsequenzen die Abwicklung eines in die Krise geratenen Kreditinstituts nur dann vorgesehen werden dürfte, wenn die entsprechenden Kosten der Strukturbereinigung durch den Staat und damit die Allgemeinheit getragen werden. Ein derartiger absoluter Bestandsschutz bestehender privater Vermögensrechte ist dem Eigentumsgrundrecht aber nicht zu entnehmen. Auch der EGMR lässt zu Art. 1 1. ZPEMRK den Mitgliedstaaten hier einen weiten Spielraum (vgl. EGMR, Fall Grainger, Z 36

ff. - Verstaatlichung einer Bank; 24.11.2005, Fall Capital Bank AD, Appl. 49.429/99 [Z 136]; 7.11.2002, Fall Olczak, Appl. 30.417/96 [Z85] - Bankeninsolvenz), dem auch innerstaatlich ein entsprechender Gestaltungsspielraum des Gesetzgebers bei der Festlegung einschlägiger Eigentumsbeschränkungen entspricht.

Die vom Gesetzgeber mit § 3 Satz 1 HaaSanG gesetzte Maßnahme ist auch nicht deswegen unverhältnismäßig oder unsachlich, weil sie zwischen Nachranggläubigern und Gläubigern von "normalen" Verbindlichkeiten unterscheidet und Forderungen aus letzteren nicht erfasst. Nachrangverbindlichkeiten sind für den Fall des Ausfalls des verpflichteten Kreditinstituts grundsätzlich einem erhöhten Risiko, was ihre Einbringlichkeit anlangt, ausgesetzt (zum Aspekt der Haftung durch insbesondere das Land Kärnten siehe unten Punkt 2.3.). Dass der Gesetzgeber Forderungen von Nachranggläubigern erlöschen lässt, für Gläubiger von "normalen" Verbindlichkeiten eine vergleichbare Maßnahme aber nicht anordnet, knüpft an im vorliegenden Zusammenhang relevante Unterschiede zwischen diesen Forderungen an und ist daher nicht unsachlich.

Anders liegt freilich das Verhältnis zwischen Nachrangverbindlichkeiten und den Anteilen der Eigentümer, tragen doch zunächst die Eigentümer das wirtschaftliche Risiko des Unternehmens. Hier ist in der konkreten Konstellation aber in Rechnung zu stellen, dass der Eigentümer Bund bereits - im Wege von Maßnahmen nach dem FinStaG - einen erheblichen Beitrag von über EUR 5 Mrd. zur Schadensbegrenzung auch im Interesse der (sonstigen) Gläubiger der HETA Asset Resolution AG geleistet hat.

§ 3 Satz 1 HaaSanG erfasst nicht nur Nachrangverbindlichkeiten, sondern auch bestimmte Gesellschafterverbindlichkeiten. Soweit diese Gesellschafterverbindlichkeiten auch als Nachrangverbindlichkeiten zu qualifizieren sind, besteht insoweit keine Ungleichbehandlung zu sonstigen, von § 3 Satz 1 HaaSanG erfassten Nachrangverbindlichkeiten. Soweit § 3 Satz 1 HaaSanG Gesellschafterverbindlichkeiten - ungeachtet der Qualifikation nach dem Bundesgesetz über Eigenkapital ersetzende Gesellschafterleistungen (Eigenkapitalersatz-Gesetz - EKEG), BGBl. 92/20013 idF BGBl. I 58/2010, durch ein Gericht - deswegen der Gläubigerbeteiligung unterwirft, weil der Gesetzgeber für die spezifische Situation nach

dem 29. Dezember 2008 (erstmalige Finanzierungsmaßnahme des Bundes für die Flypo Alpe-Adria-Bank International AG auf Grundlage des FinStaG) davon ausgeht, dass dem (damaligen) Gesellschafter die krisenhafte Situation bei der Flypo Alpe-Adria-Bank International AG bewusst sein hätte müssen und ihn daher eine Verantwortung für das Kreditinstitut und seine weitere Entwicklung trifft, will § 3 Satz 1 FlaaSanG einen für die zur Krise führende Entwicklung der Bank mitverantwortlichen Alteigentümer heranziehen. Im Lichte des öffentlichen Interesses an einer Begrenzung der Inanspruchnahme der Allgemeinheit und der Wahrung der Interessen von Gläubigern insbesondere von nicht nachrangigen Verbindlichkeiten ist eine solche Maßnahme nicht schon von vorneherein unsachlich oder unverhältnismäßig. Auf deren konkrete Ausgestaltung braucht hier, weil diesbezüglich keine Bedenken vorgebracht werden, nicht weiter eingegangen zu werden.

2.2.3.4.2.2. Die Antragsteller erblicken die Verfassungswidrigkeit des § 3 Satz 1 FlaaSanG aber insbesondere auch darin, dass vom Schuldenschnitt nur jene nachrangigen Finanzinstrumente erfasst sind, deren Fälligkeitstag vor dem Stundungstag nach § 2 Z8 HaaSanG liegt. Ab dem 30. Juni 2019 fällig werdende Forderungen würden nicht erlöschen.

Die Unverhältnismäßigkeit, gerade nur die von § 3 Satz 1 HaaSanG erfassten (Nachrang)Verbindlichkeiten zur Sicherung der Abwicklung als Sanierungsverbindlichkeiten erlöschen zu lassen, zeige sich zunächst schon daran, dass dieser Schuldenschnitt allein zu gering bemessen und damit nicht ausreichend sei, um die Abwicklung der HETA Asset Resolution AG sicherzustellen. Das durch das Erlöschen von Nachrangverbindlichkeiten zur Sicherung der Liquidität der HETA Asset Resolution AG aufgebrachte Finanzvolumen reiche bei weitem nicht aus, um die Abwicklung sicherzustellen.

Die Bundesregierung hält dem entgegen, dass die Freihaltung der HETA Asset Resolution AG von fällig werdenden Forderungen aus Nachrangverbindlichkeiten nur bis zu dem durch den Stundungstag abgegrenzten Zeitraum erforderlich sei, um die für den Portfolioabbau notwendige Kapital- und Liquiditätsausstattung der HETA Asset Resolution AG sicher zu stellen. Im Übrigen sei es in Restrukturierungsfällen in

Businessplänen üblich, einen Zeitraum von fünf Jahren für die Restrukturierung vorzusehen.

2.2.3.4.2.3. Nach § 3 Satz 1 HaaSanG iVm § 2 Z 4 und Z 2 HaaSanG erlöschen mit Kundmachung der HaaSanV bestimmte Nachrangverbindlichkeiten. Diese Nachrangverbindlichkeiten iSd §2 Z2 lit. a bis c HaaSanG haben gemeinsam, dass sie auf Grund ihrer vertraglichen Grundlagen oder gesetzlicher Bestimmungen im Insolvenzfall nachrangig gegenüber allen anderen nicht nachrangigen Verbindlichkeiten zu bedienen sind (Art. 63 lit. d CRR, § 23 Abs. 7 Z 4, Abs. 8 und Abs. 8a iVm § 45 Abs. 4 BWG idF BGBl. I 35/2012).

Dass der Gesetzgeber für die Zwecke der Sicherstellung der Abwicklung der HETA Asset Resolution AG zunächst auf die Gruppe der nachrangig gestellten Gläubiger greift, ist - weil nachrangige Gläubiger im Fall einer Insolvenz grundsätzlich, worauf die Bundesregierung zu Recht hinweist, damit rechnen müssen, "leer auszugehen" - nicht unsachlich. § 3 HaaSanG ordnet allerdings nicht ein (gegebenenfalls anteiliges) Erlöschen sämtlicher Nachrangverbindlichkeiten der (ehemaligen) Hypo Alpe-Adria-Bank International AG an, sondern erfasst nur jene, die vor dem 30. Juni 2019 fällig geworden wären (§ 2 Z 6 bis 8 HaaSanG, wobei auf die Fälligkeit des Kapitals, bei Ratenzahlung auf die Fälligkeit der letzten Rate abgestellt wird). Dadurch werden vor diesem Stichtag fällige Nachrangverbindlichkeiten vom Schuldenschnitt zur Gänze, danach fällige hingegen gar nicht erfasst.

Jene Nachranggläubiger, deren Forderungen gemäß §3 Satz 1 HaaSanG erlöschen, werden damit gegenüber jenen, deren Forderungen nach dem Stundungstag fällig werden (und damit insbesondere auch handelbar bleiben), auch in Folgendem schlechter gestellt: Sicherheiten einschließlich Haftungen für ihre Verbindlichkeiten erlöschen, während Ausfallsbürgschaften gemäß § 4 und gegebenenfalls § 5 K-LHG und eine Bundesgarantie für eine 2012 begebene, 2022 fällige größere Nachranganleihe für nicht von § 3 HaaSanG erfasste Nachranggläubiger bestehen bleiben. In einem - grundsätzlich jederzeit auf Antrag der FMA wegen Zahlungsunfähigkeit der HETA Asset Resolution AG möglichen (§ 7 Abs. 1 GSA) - Insolvenzverfahren der Abbaueinheit wären nicht von § 3 HaaSanG erfasste Nachranggläubiger ihrem Rang nach zu beteiligen; den

geschnittenen Nachranggläubigern steht nur eine nicht besicherte Ersatzforderung gemäß § 6 HaaSanG zu. Auch verschafft das Bestehenbleiben ihrer Forderungen den nicht geschnittenen Nachranggläubigern im Fall eines wie auch immer gearteten Schuldenregulierungsverfahrens eine stärkere Rechts- und damit Verhandlungsposition als von § 3 HaaSanG erfassten Gläubigern, die gegenwärtig über keinen Titel verfügen, sondern allenfalls nur zukünftig eine in ihrem Bestand und ihrer Höhe nach unsichere Ersatzforderung geltend machen können.

Auch wenn man davon ausgeht, dass bei einer Insolvenz wie bei einer Abwicklung der HETA Asset Resolution AG nachrangige Forderungen wirtschaftlich so oder so nicht bedient werden können, bleibt - neben dem erwähnten Haftungsanspruch - der Umstand, dass laufende Zinsansprüche nicht geschnittener Nachranggläubiger weiter bestehen bleiben (diese sind erst von der vorerst bis 30. Mai 2016 befristeten Abwicklungsmaßnahme des Moratoriums nach § 50 Abs. 1 Z 2 iVm § 58 Abs. 1 Z 10 BaSAG auf Grund des Mandatsbescheides der FMA vom 1. März 2015 und nicht durch das HaaSanG erfasst).

Dass der Gesetzgeber nur eine bestimmte Gruppe von Nachranggläubigern zur Sicherstellung der Abwicklung der HETA Asset Resolution AG durch einen - gänzlichen - Schuldenschnitt heranzieht, bedarf einer Rechtfertigung, dass dies für diese Nachranggläubiger nicht unverhältnismäßig und nicht unsachlich ist. Dabei ist für die Prüfung des § 3 HaaSanG durch den Verfassungsgerichtshof der maßgebliche Zeitpunkt der seiner Entscheidung (VfSlg. 14.762/1997, 15.116/1998). Gesetze müssen nicht nur zum Zeitpunkt ihrer Entstehung, sondern jederzeit den maßgeblichen verfassungsrechtlichen Vorgaben entsprechen (VfSlg. 11.048/1986, 13.777/1994); dabei kann sich der Maßstab für die Sachbezogenheit einer Regelung im Laufe der Zeit ändern (VfSlg. 7974/1977; 12.735/1991; Öhlinger/Eberhard, Verfassungsrecht¹⁰, 2014, Rz 789).

Dies ist im vorliegenden Zusammenhang insoweit von Bedeutung, als sich aus dem auf Grund der §§ 50 Abs. 1 Z 2 iVm § 58 Abs. 1 Z 10 BaSAG erlassenen Mandatsbescheid der FMA vom 1. März 2015 ergibt, dass die - sowohl für die Vollziehung des BaSAG wie auch für die des HaaSanG zuständige - FMA (nach Durchführung von Erhebungen, insbesondere der Einholung einer gutachterlichen

Äußerung der Österreichischen Nationalbank und einer vorläufigen Bewertung gemäß § 57 BaSAG sowie von Stellungnahmen der HETA

Asset Resolution AG) davon ausgeht, dass mit den Maßnahmen des HaaSanG alleine der notwendige Strukturierungseffekt im Hinblick auf die HETA Asset Resolution AG nicht erreicht werden kann. Denn die FMA geht im genannten Bescheid ausdrücklich davon aus, dass ein Ausfall oder ein wahrscheinlicher Ausfall der HETA Asset Resolution AG bevorstehe, weshalb Abwicklungsmaßnahmen nach dem BaSAG zu ergreifen seien, weil der Eigentümer Bund erklärt habe, keine weiteren Kapital- und Liquiditätsmaßnahmen (mehr) zu setzen (siehe die Wiedergabe aus dem im genannten Bescheid dargestellten Sachverhalt oben unter Punkt 1.).

Allein ein Schuldenschnitt in Bezug auf die von § 3 Satz 1 HaaSanG erfassten Gläubiger vermag also die Abwicklung der HETA Asset Resolution AG nicht zu gewährleisten. Damit scheidet es aber aus, die Wahl des Stundungstages mit einer geordneten Abwicklung der HETA Asset Resolution AG zu rechtfertigen. Die Differenz zwischen den Annahmen des Gesetzgebers bei Erlassung des HaaSanG über das Ausmaß der erforderlichen Gläubigerbeteiligung und der mit dem Mandatsbescheid der FMA vom 1. März 2015 offensichtlich gewordenen Notwendigkeit, die Abwicklung der HETA Asset Resolution AG mit weiteren Maßnahmen, diesmal nach dem BaSAG, sicherzustellen, die nicht nur Nachranggläubiger, sondern sämtliche Gläubiger, also auch solche von nicht nachrangigen Verbindlichkeiten erfassen, schließt es - auch weil der Gesetzgeber mit der Unsicherheit der Bewertungen des Vermögens der HETA Asset Resolution AG angesichts der empirischen Erfahrungen rechnen musste - auch aus, die Stichtagsregelung des HaaSanG mit der Rechtsprechung des Verfassungsgerichtshofes zu rechtfertigen, dass bei solchen Regelungen Härtefälle hingenommen werden müssen (vgl. zu dieser Rechtsprechung VfSlg. 9645/1983, 11.288/1987, 16.764/2002).

Die Stichtagsregelung kann auch nicht damit gerechtfertigt werden, dass damit eine mit einer Bundshaftung besicherte Nachrangverbindlichkeit aus dem Schuldenschnitt ausgenommen wird, um - was grundsätzlich ein öffentliches Interesse darstellen kann - die unmittelbare Reputation des Bundes am Finanzmarkt und damit seine Bonität nicht in Frage zu stellen. Dieser Gesichtspunkt verfängt nämlich im

konkreten Zusammenhang des § 3 HaaSanG schon deswegen nicht, weil der Bundesgesetzgeber mit § 3 Satz 2 HaaSanG auch ein Erlöschen einer Sicherstellungsverpflichtung des Bundes vorsieht.

Vor allem aber kennt das HaaSanG - anders als etwa die durch § 162 Abs. 6 BaSAG auf die HETA Asset Resolution AG für anwendbar erklärten und hier nicht zu beurteilenden Bestimmungen dieses Gesetzes - keinerlei Regelungen dahingehend, dass Gläubiger an der Abwicklung der HETA Asset Resolution AG durch Herabsetzung ihrer Forderungen in einer nach dem Rang, den sie in einem Insolvenzverfahren einnehmen würden, differenzierenden Kaskade und innerhalb der jeweiligen Gruppe von Gläubigern stets in gleichem Ausmaß beteiligt werden (vgl. demgegenüber § 53 Abs. 1 Z 1, 2, 6, § 73 Abs. 2, § 90 BaSAG). § 3 Satz 1 HaaSanG beachtet also weder die sachlich gebotene Gläubigergleichbehandlung noch enthält das HaaSanG Regelungen, die darauf Bedacht nehmen, dass der Kreis der zur Finanzierung der Abwicklung im Wege eines Schuldenschnitts heranzuziehenden Gläubiger gegebenenfalls in einer sachlich gerechtfertigten Weise angepasst werden muss.

Die starre, eine bestimmte Gruppe von Nachranggläubigern gegenüber anderen Nachranggläubigern benachteiligende und mit der Sicherstellung der Abwicklung der HETA Asset Resolution AG nicht zu rechtfertigende Regelung des § 3 Satz 1 HaaSanG vermag daher den Anforderungen an einen verfassungsrechtlich unbedenklichen Eigentumseingriff (siehe oben Punkt 2.2.3.3.) nicht zu genügen.

2.3. Zu den Bedenken gegen das Erlöschen von Sicherheiten einschließlich Haftungen

2.3.1. Nach § 3 Satz 2 HaaSanG erlöschen gleichzeitig mit den von Satz 1 erfassten Sanierungsverbindlichkeiten auch - mit hier nicht weiter relevanten Ausnahmen iSd Art. 21 bis 23 der RL 2001/24/EG - "Sicherheiten einschließlich Haftungen für solche Verbindlichkeiten". Es ist unbestritten, dass § 3 Satz 2 HaaSanG insbesondere die Haftung des Landes Kärnten nach § 5 Abs. 2 K-LHG, weiters diejenige der Kärntner Landesholding nach § 4 K-LHG und auch die Sicherstellungszusage des Bundes aus Punkt 5.6. des Aktienkaufvertrages erfasst. Auch die Materialien zum HaaSanG machen deutlich, dass der Bundesgesetzgeber mit den

Sanierungsverbindlichkeiten jedenfalls die aus § 5 Abs. 2 K-LHG resultierenden Haftungsansprüche des Landes Kärnten beseitigen will (siehe Erläut. RV 178 BlgNR 25. GP, 10, 12,13).

Die Antragsteller erachten das Erlöschen dieser Haftungen nur, soweit sie für eine bestimmte Gruppe von Nachranggläubigern bestehen, zunächst aus denselben Gründen für verfassungswidrig wie die Tatsache, dass nur die Forderungen dieser Gläubiger geschnitten werden. Darüber hinaus stelle die gesetzliche Beseitigung eines Haftungsanspruchs gegenüber einem Land, auf dessen Bestehen die betroffenen Nachranggläubiger der (ehemaligen) Hypo Alpe-Adria-Bank International AG bei Erwerb eines entsprechenden Finanzinstruments auf Grund der geltenden Rechtslage in qualifizierter Weise vertrauen konnten, einen verfassungswidrigen Entzug eines eigentumsgrundrechtlich geschützten Vermögenswerten Privatrechts dar, der nicht mit den öffentlichen Interessen gerechtfertigt werden könne, die für die Restrukturierung der (ehemaligen) Hypo Alpe-Adria-Bank International AG im Wege der Abspaltung der HETA Asset Resolution AG und deren Abwicklung ins Treffen geführt werden.

Die Bundesregierung macht in ihrer Stellungnahme deutlich, dass die Anordnung des Erlöschens auch der für Sanierungsverbindlichkeiten bestehenden Sicherheiten und Haftungen einen zweifachen Zweck verfolgt: Einmal diene auch diese Maßnahme dem Restrukturierungszweck der Abbaueinheit HETA Asset Resolution AG, weil nach allgemeinen zivilrechtlichen Regeln (§ 1358 ABGB) eine Inanspruchnahme insbesondere der Haftungen gegen das Land Kärnten zu einem Übergang der Ansprüche der Nachranggläubiger gegen den Hauptschuldner, die HETA Asset Resolution AG, auf das Land Kärnten führen würde, sodass das haftungsgebende Land Kärnten in weiterer Folge seinerseits die Forderungen gegen die HETA Asset Resolution AG geltend machen könnte und würde. Eine solche Rechtswirkung müsse der Gesetzgeber aber, will er das Ziel der Entlastung der HETA Asset Resolution AG erreichen, mit § 3 HaaSanG verhindern.

Zum Zweiten diene diese Maßnahme aber auch dem Schutz des Landes Kärnten vor der Situation der Zahlungsunfähigkeit und damit einem entsprechenden Bonitätsverlust, weil die nach § 5 Abs. 2 K-LHG bestehenden und von § 3 Satz 2 HaaSanG

erfassten Haftungen, würden sie gänzlich oder auch nur zu einem wesentlichen Teil schlagend, das jährliche Budget des Landes Kärnten um ein Vielfaches übersteigen. Es gelte daher, das Schlagendwerden der Ausfallsbürgschaften des Landes Kärnten zu vermeiden, weil das Land diese Last nicht tragen könne. Durch die Zahlungsunfähigkeit eines Bundeslandes würden sich wesentliche Nachteile durch eine Erhöhung der Refinanzierungskosten auf den Finanzmärkten auch für den Bund, die übrigen Bundesländer sowie öffentliche Unternehmen und österreichische Kreditinstitute ergeben. Diese erheblichen finanziellen Belastungen letztlich der Allgemeinheit gelte es durch die Erlöschensanordnung bezüglich der Haftungsansprüche insbesondere nach § 5 Abs. 2 K-LHG abzuwenden.

2.3.2.1. Aus § 3 HaaSanG geht nicht eindeutig hervor, ob der Gesetzgeber davon ausgegangen ist, dass mit der Anordnung des Erlöschens einer Sanierungsverbindlichkeit wegen der Akzessorietät der Bürgschaft - aus dem Verweis auf § 1356 ABGB in § 5 Abs. 2 K-LHG ergibt sich, dass der durch diese gesetzliche Bestimmung begründete Haftungsanspruch jedenfalls einer Ausfallsbürgschaft iSd § 1356 ABGB entsprechen soll - schon deswegen auch die Bürgschaft wegfällt, weil die Hauptschuld beseitigt ist (auch die Materialien zu § 3 HaaSanG sind diesbezüglich nicht klar, wenn sie zum einen auf die zivilrechtliche Akzessorietät Bezug nehmen und andererseits erklären, dass das Gesetz "diese Rechtsfolge [...] auch hier" anordne, Erläut. RV 178 BlgNR 25. GP, 19). Bei einem solchen Verständnis würde § 3 Satz 2 HaaSanG nur deklarative Bedeutung zukommen. Nach den soeben wiedergegebenen Erläuterungen zur Regierungsvorlage ist aber ebenso vertretbar, dass der Gesetzgeber eine Rechtsfolge im Sinne einer konstitutiven Anordnung auch des Erlöschens der Haftungen u.a. nach § 5 Abs. 2 K-LHG anordnen wollte. Der Verfassungsgerichtshof braucht diese Frage nicht zu entscheiden. Für seine Beurteilung reicht es festzustellen, dass § 3 Satz 1 und § 3 Satz 2 HaaSanG jedenfalls insoweit eine Einheit bilden, als nach der Zielsetzung der Regelung das eine, nämlich das Erlöschen der Sanierungsverbindlichkeiten, nicht ohne das andere, nämlich das Erlöschen der darauf bezogenen Haftungen, gelten soll.

2.3.2.2. § 3 HaaSanG entzieht den erfassten Nachranggläubigern ihre Rechte

gegenüber dem ihnen gegenüber als Ausfallsbürge nach § 5 Abs. 2 K-LHG haftenden Land Kärnten. Die vom Kärntner Landesgesetzgeber gewählte Terminologie und der explizite Verweis auf § 1356 ABGB zeigen, dass § 5 Abs. 2 K-LHG eine privatrechtliche Haftungsverpflichtung des Landes Kärnten als Ausfallsbürge aus einem gesetzlichen Schuldverhältnis begründen soll. Für alle bis zum 2. April 2003 eingegangenen Verbindlichkeiten sowie für alle ab dem 3. April 2003 bis zum 1. April 2007 entstandenen Verbindlichkeiten der (ehemaligen) Hypo Alpe-Adria-Bank International AG haftet nach § 5 Abs. 2 K-LHG das Land Kärnten als Ausfallsbürge gemäß § 1356 ABGB (für die in der zuletzt genannten Zeitperiode entstandenen Verbindlichkeiten nur dann, wenn deren Laufzeit nicht über den 30. September 2017 hinausgeht). Der Haftungsanspruch gegen den Ausfallsbürgen entsteht also zugunsten eines Gläubigers der (ehemaligen) Hypo Alpe-Adria-Bank International AG mit dem Entstehen der Verbindlichkeit dieser Bank. Dieser Haftungsanspruch beruht im Dreiecksverhältnis zwischen der (ehemaligen) Hypo Alpe-Adria-Bank International AG, der die Haftung zu entsprechend günstigem Eigenkapital verhelfen sollte, dem Land Kärnten, das von der (ehemaligen) Hypo Alpe-Adria-Bank International AG laufend entsprechende Haftungsprovisionen bezogen hat, und dem Nachranggläubiger, der im Hinblick auf die Haftung sein Kapital zu entsprechend niedrigeren Zinsen in ein hochrisikoreiches Unternehmen investiert, auf einer entsprechenden Leistung des Gläubigers. Es handelt sich dabei also um ein vermögenswertes Recht, das dem Schutz der Art. 5 StGG und Art. 11. ZPEMRK unterfällt.

2.3.2.3. Beim Entzug des Haftungsanspruchs handelt es sich aus den bereits oben unter Punkt 2.2.3.3. angeführten Gründen um eine Eigentumsbeschränkung, die der Gesetzgeber in verfassungsrechtlich unbedenklicher Weise nur vorsehen darf, soweit das im öffentlichen Interesse liegt und nicht unverhältnismäßig und nicht unsachlich ist.

2.3.2.4. Für die Nachranggläubiger stellt sich das Erlöschen des Haftungsanspruchs dabei - gegenüber dem Erlöschen der Hauptschuld, wie es § 3 Satz 1 HaaSanG anordnet - als gravierender Eigentumseingriff dar. Anders als bei Nachrangverbindlichkeiten ergibt sich aus der Ausgestaltung des Haftungsanspruchs selbst nicht, dass der Gläubiger von vorneherein damit rechnen musste, dass sein

Haftungsanspruch und damit seine Forderung gegen das Land Kärnten, was die Sicherheit dieser Forderung anlangt, als "nachrangig" anzusehen ist. Vielmehr hat der Kärntner Landesgesetzgeber - mit der Intention, der (ehemaligen) Hypo Alpe-Adria-Bank International AG (für eine expansive und riskante Expansionsstrategie) günstiges Eigenkapital zu verschaffen - mit der Begründung (und Aufrechterhaltung) der gesetzlichen Regelung des § 5 Abs. 2 K-LHG im dort genannten Zeitraum an ein - freilich für ein anderes Geschäftsmodell von typischen Landeshypothekenbanken entwickeltes - gesetzliches Regelungssystem angeknüpft, das Forderungen gegen ein Kreditinstitut, die einer solchen haftungsmäßigen Besicherung durch ein Bundesland unterliegen, eine qualifiziert gesicherte Stellung zuschreibt.

So gelten nach §217 ZI ABGB mit Landeshaftung besicherte Forderungen als "mündelsichere" Anlageform. Das Bundesgesetz vom 18. Oktober 1978 über den Betrieb und die Beaufsichtigung der Vertragsversicherung (Versicherungsaufsichtsgesetz - VAG), BGBl. 569 idF BGBl. I 42/2014, und die auf dessen Grundlage ergangene Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) über Kapitalanlagen zur Bedeckung der versicherungstechnischen Rückstellungen durch Unternehmen der Vertragsversicherung (Kapitalanlageverordnung - KAVO), BGBl. II 383/2002 idF BGBl. II 409/2013, begünstigen Finanzinstrumente mit Landeshaftung insofern, als sie geeignet sind, für versicherungstechnische Rückstellungen herangezogen zu werden. Forderungen mit Landeshaftung dürfen für versicherungstechnische Rückstellungen bzw. den Deckungsstock von Versicherungsunternehmen, die zugunsten der Sicherstellung der Forderungen der Versicherungsnehmer gegenüber dem Versicherer zu bilden sind, verwendet werden (siehe §§ 20 f., 77 f. VAG iVm § 2 Abs. 1 Z 1 lit. a und Z 4 lit. a KAVO). Im Unterschied zu anderen für versicherungstechnische Rückstellungen geeigneten Vermögenswerten sind für Forderungen mit Landeshaftung zumindest weniger strenge Anrechnungsgrenzen vorgesehen (siehe § 3 KAVO). Ähnliche Regelungen bestehen im Übrigen auch in Deutschland (vgl. § 54 des Gesetzes über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen [Versicherungsaufsichtsgesetz - VAG], BGBl. 1993 I S. 2 idF BGBl. 2015 I S. 926, iVm der Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen [Anlageverordnung - AnIV],

BGBI. 20011, 3913 idF BGBI. 2015 I S. 188; siehe insb. auch § 2 Abs. 1 Z 3 lit. e dieser Verordnung idF BGBI. 2014 I S. 1066). Auch zur Deckung fundierter Bankschuldverschreibungen können Forderungen mit Landeshaftung ebenso herangezogen werden (siehe § 1 Abs. 5 Z 1, 3, 4 des Gesetzes vom 27. Dezember 1905 betreffend fundierte Bankschuldverschreibungen - FBSchVG, RGBl. 213 idF BGBI. I 32/2005) wie zur Deckung von Kommunalschuldverschreibungen und Pfandbriefen (siehe § 41 Flypothekenbankgesetz - FlypBG, dRGBl. S 375/1899 idF BGBI. I 32/2005 und § 7 Gesetz vom 21. Dezember 1927 über die Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten [Pfandbriefgesetz - PfandbriefG], dRGBl. I S 492 idF BGBI. I 32/2005). Auch bei der Veranlagung durch Pensionskassen oder betriebliche Vorsorgekassen gelten für die Bewertung von Wertpapieren, für die ein Bundesland haftet, begünstigte Regeln (siehe § 23 Abs. 1 Z 3a lit. a Bundesgesetz vom 17. Mai 1990 über die Errichtung, Verwaltung und Beaufsichtigung von Pensionskassen [Pensionskassengesetz - PKG], BGBI. 281 idF BGBI. I 70/2014 und § 31 Abs. 1 Z 3a lit. a Betriebliches Mitarbeiter- und Selbständigenvorsorgegesetz - BMSVG, BGBI. I 100/2002 idF BGBI. I 184/2013).

Diese Regelungen begründen nun zwar nicht unmittelbar eine besondere Sicherheit für den Gläubiger einer mit Landeshaftung besicherten Forderung. Weil sie aber davon ausgehen, dass der Gläubiger eine mit Landeshaftung besicherte Forderung zur Deckung eigener, besonders schutzwürdiger Verbindlichkeiten gegenüber seinen Gläubigern verwenden darf, machen sie deutlich, dass der Gesetzgeber von einer erhöhten Sicherheit solcher mit Landeshaftung besicherter Forderungen ausgeht.

2.3.3.1. Nun ist der Bundesregierung zunächst nicht entgegenzutreten, wenn sie darauf hinweist, dass es zur Erreichung des Restrukturierungszwecks, der mit einem Schuldenschnitt verfolgt wird, zwangsläufig auch erforderlich ist, zu verhindern, dass die entsprechenden geschnittenen Forderungen nach Art einer Legalzession iSd § 1358 ABGB auf den Ausfallbürgen Land Kärnten übergehen und damit, macht der Ausfallbürge den Anspruch gegen die HETA Asset Resolution AG geltend, den Zweck erst recht vereiteln würden. Dem Ziel der Sicherstellung einer entsprechenden Funktionsfähigkeit der Liquiditäts- und Kapitalausstattung der HETA Asset Resolution AG

ist es gleichermaßen abträglich, wenn diese Funktionsfähigkeit gefährdende Forderungen von Nachranggläubigern oder deren Ausfallsbürgen geltend gemacht werden.

Abgesehen davon, dass der durch das HaaSanG angeordnete Schuldenschnitt selbst nicht verfassungskonform ausgestaltet ist, und dieser Zweck dann nicht mehr relevant ist, wenn Nachrangverbindlichkeiten nicht nach § 3 Satz 1 HaaSanG erlöschen, vermag die Bundesregierung damit aber nur darzutun, dass es sachlich gerechtfertigt ist, wenn der Gesetzgeber anordnet, dass - entgegen einer sonst greifenden gesetzlichen Übertragung der Forderung - nach Erfüllung der Schuld durch den Ausfallsbürgen die Forderung gegenüber dem Hauptschuldner nicht auf den (staatlichen) Ausfallsbürgen übergeht. Nicht begründet werden kann mit dieser Argumentation aber, dass der Gesetzgeber auch den Ausfallsbürgen, in concreto also das Land Kärnten, vor einer Inanspruchnahme durch die von § 3 Satz 1 HaaSanG erfassten Gläubiger schützt.

2.3.3.2. Dies trachtet die Bundesregierung damit zu rechtfertigen, dass - auch zur Erhaltung der Bonität der anderen österreichischen Gebietskörperschaften auf den Finanzmärkten und zur Abwendung aus einem Bonitätsverlust folgender volkswirtschaftlicher Schäden - durch §3 Satz 2 HaaSanG insbesondere eine Zahlungsunfähigkeit des Landes Kärnten verhindert werden soll.

Diesen Argumenten vermag der Verfassungsgerichtshof nicht zu folgen:

Zunächst ist keine sachliche Rechtfertigung dafür zu erkennen, dass der Bundesgesetzgeber gerade die von §3 HaaSanG erfassten Nachranggläubiger durch Beseitigung ihres Haftungsanspruchs gegen das Land Kärnten dazu heranzieht, eine für das Land Kärnten wirtschaftlich nicht bewältigbare Situation zu vermeiden. Angesichts des damit erfassten Haftungsvolumens von ca. EUR 800 Mio. (siehe den Jahresfinanzbericht der HETA Asset Resolution AG für das Geschäftsjahr 2014, S. 95) bei einem derzeit noch bestehenden Gesamthaftungsvolumen des Landes Kärnten auf Grund von § 5 Abs. 2 K-LHG von rund EUR 10,2 Mrd. (siehe den Jahresfinanzbericht der HETA Asset Resolution AG für das Geschäftsjahr 2014, S. 95) ist dies schon von der Größenordnung her nicht plausibel.

Den von § 3 HaaSanG erfassten Nachranggläubigern kann auch nicht

entgegengehalten werden, dass sie wegen der Nachrangigkeit ihrer Forderungen gegen die (ehemalige) Hypo Alpe-Adria-Bank International AG damit rechnen mussten, dass auch ihr durch § 5 Abs. 2 K-LHG begründeter Haftungsanspruch nachrangig gegenüber anderen Haftungsansprüchen gegen das Land Kärnten (etwa für nicht nachrangige Verbindlichkeiten der HETA Asset Resolution AG) sein soll. Denn die einschlägige Rechtslage (siehe oben Punkt 2.3.2.4.) bringt zum Ausdruck, dass - ohne Differenzierung nach der Art der besicherten Forderung, also dem Inhalt des Finanzinstruments, der zwischen der (ehemaligen) Hypo Alpe-Adria-Bank International AG und dem Gläubiger vereinbart wurde - die mit Landeshaftung besicherten Forderungen in qualifizierter Weise wegen der Tatsache, dass das Land als Ausfallsbürge haftet, als sicher bewertet werden. Die Gläubiger konnten zum Zeitpunkt des Entstehens der Haftung und seitdem im Grundsatz unverändert davon ausgehen, dass die gegenüber der (ehemaligen) Hypo Alpe-Adria-Bank International AG eingegangenen Forderungen zur Deckung von Verbindlichkeiten herangezogen werden können, die wie Ansprüche von Versicherungsnehmern, von Pfandbriefgläubigern oder auch des Mündels gegen seinen Vermögensverwalter von der Rechtsordnung als qualifiziert sicherungsbedürftig eingestuft werden.

Den aus einer Haftung Anspruchsberechtigten, denen vielfach gerade auch solche besonders sicherungsbedürftigen Anspruchsberechtigten gegenüberstehen, kann auch nicht entgegengehalten werden, dass § 5 Abs. 3 K-LHG eine einseitige Aufkündigungsmöglichkeit der Ausfallsbürgschaft vorsieht. Nicht nur hat das Land Kärnten in Kenntnis der damit bewirkten wirtschaftlichen Folgen die Haftungsregelung über die gesamte hier relevante Periode aufrechterhalten. Es ist auch davon auszugehen, dass eine einseitige Aufkündigung der Ausfallsbürgschaft - soll eine solche Haftung nicht von vorneherein völlig wertlos sein - nur pro futuro, also zur Verhinderung des Entstehens weiterer Haftungen, die das Land nicht mehr zu tragen in der Lage ist, erklärt werden könnte.

Es liegt zweifelsohne im öffentlichen Interesse, wenn der Bund - auch vor dem Hintergrund des Art. 13 Abs. 2 B-VG - im Rahmen seiner Kompetenzen Maßnahmen ergreift, um ein Land vor einer insolvenzähnlichen Situation zu bewahren. Der Bund hat

es beispielsweise auch über die Gestaltung eines wie immer im Einzelnen ausgestalteten Schuldenregulierungsverfahrens in der Hand, in einem die Gläubigergleichbehandlung gewährleistenden Verfahren die Beteiligung von Gläubigern des Landes an der Bewältigung einer solchen Situation vorzusehen.

Ein alleiniger "Haftungsschnitt" gegenüber - und das auch noch ausschließlich einer kleineren Gruppe von - aus einer Haftung Anspruchsberechtigten, für die der Kärntner Landesgesetzgeber auf der Grundlage eines bestehenden Regelungssystems, das solche Haftungen als qualifiziert sicherungsbegründend ausweist, einen Anreiz zur Zeichnung haftungsbegründender Verbindlichkeiten gesetzt hat (vgl. auch VfSlg. 12.944/1991, 13.655/1993, 15.373/1998, 16.989/2003, 19.663/2012), ist unsachlich und unverhältnismäßig.

Das gilt auch dann, wenn das Land seine Verpflichtung verfehlt, die Expansion eines in seinem Einflussbereich stehenden Kreditinstituts nicht in einer Weise durch eine Gewährträgerhaftung zu finanzieren, die dem Land ein Risiko aufbürdet, das es evidentermaßen nicht zu tragen im Stande ist; auch dann darf dieses Fehlverhalten aber nicht allein und ausschließlich dadurch korrigiert werden, dass die gesetzliche Haftungserklärung eines Bundeslandes im Nachhinein völlig entwertet wird, zumal es sich bei der durch § 5 Abs. 2 K-LHG begründeten Gewährträgerhaftung um ein im Zusammenhang mit staatlicher Finanz- und Vermögensgebarung übliches Instrument handelt (vergleichbare Regelungen finden sich etwa in §4 Bgld. Landes-Hypothekenbank Burgenland- Gesetz, LGBl. 58/1991 idF LG Bl. 26/2006; §5 NÖ Landesbankgesetz, LG Bl. 3900-4; §3 OÖ Landesbank-Einbringungsgesetz, LGBl. 21/1997 idF LGBl. 25/2004; § 15 Sbg. Landes-Holding-Gesetz, LGBl. 20/1992, iVm § 1 Abs. 2 Sbg. Gesetz mit dem das Salzburger Landes-Holding-Gesetz aufgehoben wird, LGBl. 56/2005; §3 Stmk. Landes Hypothekenbank Steiermark-

Einbringungsgesetz, LGBl. 73/1995 idF LGBl. 69/2006; §§ 15, 15a Tir. Landes-Hypothekenbank Tirol-Einbringungsgesetz, LGBl. 89/1997 idF LGBl. 130/2013; § 14 VlbG. Landes- und Hypothekenbank-Gesetz, LGBl. 17/1996 idF LGBl. 24/2004).

Dass § 3 HaaSanG also nicht nur für den Bürgschaftsfall den Übergang der Forderungen, für die das Land als Ausfallsbürge haftet, auf das Land verhindert, sondern

auch - was mit der Abwicklung der HETA Asset Resolution AG nichts mehr zu tun hat - die Ausfallbürgschaft selbst (und das nur für eine kleinere Gruppe von aus der Haftung Anspruchsberechtigten) beseitigt, ist unsachlich und bewirkt im Hinblick auf diese Haftungsberechtigten eine unverhältnismäßige Eigentumsbeschränkung.

2.4. Aus dem Vorstehenden ergibt sich, dass § 3 HaaSanG sowohl in seinem Satz 1 als auch in seinem Satz 2 gegen die verfassungsgesetzlich gewährleisteten Rechte der erfassten Gläubiger aus Art. 5 StGG wie Art. 1 1. ZPEMRK verstößt. Wegen des insoweit bestehenden untrennbaren Zusammenhanges (siehe dazu oben Punkt A.1.3.) ist mit Aufhebung des gesamten HaaSanG vorzugehen.

Bei diesem Ergebnis erübrigt es sich, auf weitere von den Antragstellern vorgebrachte Bedenken gegen einzelne Regelungen des HaaSanG näher einzugehen.

(omissis)

“RISOLUZIONE” DELLE BANCHE E “BAIL-IN”, ALLA LUCE DEI PRINCIPI DELLA CARTA DEI DIRITTI FONDAMENTALI DELL’UE E DELLA COSTITUZIONE NAZIONALE*.

(Banking resolution and bail in:
the directions of Charter of Fundamental Rights)

SOMMARIO: 1. La sentenza della Corte costituzionale austriaca 3 – 28 luglio 2015: l’incostituzionalità delle misure legislative di risanamento della Hypo Alpe Adria Bank International AG. – 2. La “risoluzione” delle banche, nel quadro italiano delle procedure di crisi. – 3. *Segue:* presupposti e obiettivi della “risoluzione”. – 4. La riduzione o conversione di azioni, di altre partecipazioni e di strumenti di capitale (artt. 27 sgg. D. Lgs. n. 180/2015) e il *bail-in* (artt. 48 sgg.). – 5. Il *bail-in* alla luce del principio di tutela giurisdizionale dei diritti soggettivi (art. 47 della Carta dei diritti fondamentali UE e 24 Cost. italiana). - 6 *Segue: bail-in* e tutela costituzionale del diritto di proprietà (art. 42, comma 2, e 43 Cost., art. 17 della Carta dei diritti fondamentali dell’Unione Europea, art. 1, 1° comma del 1° Protocollo aggiuntivo della

*Contributo approvato dai revisori.

Convenzione europea dei diritti dell'uomo). - 7. La risoluzione delle banche come procedura amministrativa paraconcorsuale.

1. La sentenza della Corte costituzionale austriaca del 3 – 28 luglio 2015 (G 239/2014-27, G 98/2015-27) fornisce lo spunto per alcune riflessioni circa la profonda rilevanza delle misure di risanamento bancario, introdotte nelle legislazioni nazionali in seguito al recepimento delle Direttiva europea BRRD (2014/59/UE) nonché all'emanazione del Regolamento (UE) n. 806/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 luglio 2014. Vengono in considerazione, in particolare, le innovazioni dei tradizionali modelli di composizione delle crisi d'impresa, anche allo scopo di valutarne la compatibilità con i principi fondamentali che – a livello sia nazionale sia dell'UE – disegnano l'architettura del sistema costituzionale, posto a fondamento degli ordinamenti dei singoli Stati membri. Pur nei limiti di una prima ricognizione dell'argomento, la lettura della sentenza sollecita un'attenta riflessione sulla nuova disciplina, anche in considerazione degli effetti sistemici, allo stato difficilmente ponderabili, che, già a pochi giorni dalla sua introduzione, essa sta provocando sull'intero mercato finanziario, soprattutto in ragione della perdita di fiducia da parte dei risparmiatori. Questi ultimi, infatti, sono stati posti, con tangibile evidenza, di fronte alle ripercussioni che le crisi bancarie determinano sugli investimenti in strumenti finanziari bancari e, persino, sui depositi, in conseguenza della rigida applicazione del meccanismo unico di risoluzione (anche in via retroattiva, con riguardo ad investimenti e a depositi costituiti nel previgente regime giuridico).

La questione di costituzionalità affrontata dall'Alta Corte austriaca fa riferimento a un quadro normativo, non ancora caratterizzato dai vincoli derivanti dal Regolamento n. 806/2014 e dal recepimento della BRRD, e riguarda la posizione di alcuni titolari di obbligazioni subordinate della Hypo Alpe Adria Bank International AG, i cui diritti di credito erano stati estinti dalla Legge federale inerente alle misure di risanamento per la Hypo Alpe Adria Bank International AG (HaaSanG), BGBl. I 51/2014, mediante azzeramento del loro valore nominale e contestuale soppressione della garanzia

fideiussoria rilasciata in loro favore dal Land della Carinzia¹.

La legge federale, allo scopo di porre in atto misure idonee a salvaguardare e ripristinare la situazione finanziaria dell'ente da risanare (Hypo Alpe-Adria-Bank International AG), attuò a più riprese, in relazione ad esso, molteplici misure di sostegno e, da ultimo, quelle previste dall'art. 2 della direttiva 2001/24/CE² (art. 1 comma 1, HaaSanG). Vennero così aboliti i diritti di quegli obbligazionisti subordinati, le cui obbligazioni sarebbero giunte a scadenza prima del 30/06/2019, allo scopo di alleggerire l'onere finanziario gravante sulla banca da risanare, i cui *asset* erano stati nel frattempo ceduti alla *bad bank* (HETA Asset Resolution AG) e, per la parte relativa all'azienda bancaria "risanata", ricollocati sul mercato. Pur attuate alla luce di una disciplina dell'Unione e nazionale non ancora pienamente adeguata al meccanismo unico di risoluzione delle crisi, le misure adottate con l'HaaSanG, sottoposte al vaglio della Corte austriaca, possono costituire un utile riferimento di carattere generale con riguardo alla nuova disciplina, posto che esse anticipano, sotto il profilo strutturale, il modello di risanamento e di risoluzione delle banche, di recente entrato in vigore in ambito UE³.

Il ragionamento della Corte costituzionale muove dalla qualificazione dei diritti degli obbligazionisti subordinati, incisi dalla HaaSanG e dai provvedimenti amministrativi ad essa conseguenti. Essa rileva che, nel caso esaminato, vengono in considerazione i diritti dei titolari di obbligazioni subordinate, cioè diritti di credito derivanti da un rapporto contrattuale di tipo obbligatorio di carattere privatistico; si tratta pertanto di diritti soggettivi privati con valore patrimoniale, i quali rientrano - secondo quanto

¹La questione di costituzionalità è stata sollevata, in conformità delle norme nazionali, da oltre un terzo dei membri del Consiglio Nazionale secondo l'art. 140 comma 1 n. 2 della Costituzione federale nonché dal Tribunale di Klagenfurt, nell'ambito di un giudizio proposto per la tutela dei diritti degli obbligazionisti subordinati. Sulle vicende della Hypo Alpe Adria cfr. GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corriere Giuridico*, 2015, p. 1485 ss.

²Direttiva poi modificata dalla Direttiva 2014/59/UE, attuata in Italia dal D. Lgs. 16 novembre 2015, n. 180. La Direttiva del 2001 conteneva, all'art. 2, un'embrionale disciplina dei "provvedimenti di risanamento", indicati come "i provvedimenti destinati a salvaguardare o risanare la situazione finanziaria di un ente creditizio e che possono incidere sui diritti preesistenti dei terzi, compresi i provvedimenti che comportano la possibilità di una sospensione dei pagamenti, di una sospensione delle procedure di esecuzione o di una riduzione dei crediti".

³Sulla disciplina delle crisi bancarie, prefigurata dalle Direttive, v. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in AA. VV., *Dal testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione dei poteri*, *Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia*, Roma, 2014, p. 148 ss.

stabilito dalla giurisprudenza della stessa Corte Costituzionale (VfGH), relativa all'art. 5 della StGG (Staatsgrundgesetz - Legge Fondamentale austriaca del 1867), e rispettivamente all'art. 1 1° comma del 1° Protocollo aggiuntivo della Convenzione europea dei diritti dell'uomo (ZPEMRK) - nell'ambito della sfera di applicabilità delle garanzie del diritto di proprietà, anche alla luce dell'art. 17 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (GRC), norma che, per formulazione e ambito operativo, appresta una tutela identica rispetto alla corrispondente disposizione della Costituzione federale austriaca.

Pertanto, considerato che *“le misure messe in atto con la HaaSanG e, in particolare, l'estinzione disposta dall'art. 3 comma 1 della HaaSanG delle obbligazioni subordinate in questione (come pure la simultanea estinzione delle garanzie, prevista dall'art. 3 comma 2 della HaaSanG, inclusa la responsabilità fideiussoria), sono state disposte nell'ambito della competenza del legislatore nazionale, la Corte costituzionale (VfGH) è tenuta ad esprimere il proprio giudizio di costituzionalità circa questa disciplina, valutando innanzitutto il rispetto dei diritti fondamentali di proprietà di cui all'art. 5 della StGG e all'art. 1 1° ZPEMRK (1° Protocollo aggiuntivo della Convenzione europea dei diritti dell'uomo), nonché del principio di uguaglianza in conformità dell'art. 7 comma 1 della Costituzione federale (v. Raccolta delle decisioni della Corte Costituzionale, n. 19632/2012)”* (§ 2.2.3.2.2, Rdnr. 274).

A questo fine, la Corte affronta il nodo sistematico centrale inerente alla qualificazione dell'incidenza dei provvedimenti dell'Autorità Pubblica sui diritti soggettivi, rilevando la distinzione, in termini strutturali, delle nuove misure ablativo-commutative dei diritti (partecipativi e di credito) rispetto al tradizionale strumento traslativo dell'espropriazione. Secondo la sentenza, l'estinzione delle obbligazioni per fini di risanamento, disposta dall'art. 3 comma 1 (nel caso concreto qui considerato, l'estinzione delle obbligazioni subordinate), incide sul diritto, costituzionalmente garantito, all'invulnerabilità della proprietà dei creditori delle obbligazioni in oggetto, ai sensi dell'art. 5 del StGG, ovvero della tutela del diritto di proprietà ai sensi dell'art. 1. ZPEMRK (1° Protocollo aggiuntivo della Convenzione europea dei diritti dell'uomo). Nel caso qui trattato, peraltro, l'estinzione delle obbligazioni subordinate disposta per legge

non mira al “bene”, bensì al suo “valore; ciò a differenza di un’espropriazione in senso stretto di cui all’art. 5 del StGG, nell’ambito della quale il perseguimento dell’interesse pubblico richiede l’acquisizione “solo del bene, ma non del suo valore”. Infatti, *“le obbligazioni della (attuale) HETA Asset Resolution AG devono essere ridotte nella misura della somma corrispondente a questo valore patrimoniale, al fine di perseguire l’interesse pubblico avuto di mira dal legislatore. La legge dispone l’eliminazione del diritto (e non la sua mera trasformazione in una pretesa creditoria nei confronti della Abbaueinheit HETA Asset Resolution AG in seguito alla sua liquidazione; l’art. 6 del HaaSanG disciplina autonomamente la nascita di un “credito residuale da liquidazione”)*” (2.2.3.3, Rdnr. 275)⁴.

Ai fini della pronuncia, il nucleo argomentativo della sentenza sembrerebbe dunque essenzialmente annidarsi nel passaggio (§ 2.2.3.3, Rdnr. 274) in cui si afferma che, *“qualora una legge elimini, come nel presente caso, un diritto di credito esclusivamente a causa della sua valenza patrimoniale, non si tratta di un’espropriazione (“Enteignung”) destinata a sopperire a una oggettiva necessità di beni (“Sachbedarf”) da parte dello Stato”, “bensì - considerata la possibilità, in linea di principio, di coprire, anche diversamente, la necessità finanziaria dello Stato p.es. mediante tasse, debito pubblico o tagli in altri settori – si tratta di una norma di legge indirizzata al fine di regolamentare il riparto di oneri finanziari pubblici.”*(Rdnr. 275)⁵.

Il rigore sistematico del ragionamento, fin qui articolato dalla sentenza, sembrerebbe preludere ad una scelta netta: se il *bail-in* (pur nella forma attuata nella HaaSanG) non è un’espropriazione (unica forma ablativa della proprietà, consentita dalle norme di rango costituzionale), la sua adozione a meri fini di “finanza pubblica” sarebbe di discutibile legittimità costituzionale. Tuttavia, la Corte presceglie una linea più articolata e, pur affermando che tali interventi sulla proprietà sono restrizioni del diritto soggettivo, costituzionalmente garantito, esprime l’avviso che esse possono venir

⁴Cfr., pur con qualche differenza lessicale, GUIZZI, *op. cit.*, p. 1488.

⁵*“Entzieht ein Gesetz wie hier ein Forderungsrecht ausschließlich wegen seines Vermögenswertes, dann handelt es sich nicht um eine Enteignung zur Deckung eines Sachbedarfs des Staates, sondern - angesichts der grundsätzlichen Möglichkeit, den staatlichen Finanzbedarf auch anderweitig, etwa durch Steuern, durch Kreditaufnahmen oder durch Einsparungen in anderen Bereichen zu decken - um eine gesetzliche Regelung der Verteilung öffentlicher Finanzlasten.”*

annoverate tra quelle ammissibili, purché, *“qualora il legislatore disponga siffatta restrizione al diritto di proprietà, operi un equo bilanciamento tra le esigenze dell’interesse pubblico e quelle della tutela dei diritti fondamentali dei singoli (come ha avuto modo di stabilire la Corte Costituzionale nel VfSlg. 16.636/2002); la restrizione del diritto di proprietà deve dunque trovare la sua base nell’interesse pubblico e non deve essere sproporzionata e non oggettiva (irragionevole)”* (Rdnr. 276).

La sentenza enuncia quindi le ragioni che hanno indotto il legislatore ad introdurre restrizioni del diritto di proprietà degli obbligazionisti subordinati della (ex) Hypo Alpe Adria, sostanzialmente identificandole nell’interesse pubblico a non abbandonare ai meccanismi propri dell’insolvenza bancaria un Istituto di credito di rilevanza sistemica, riducendo i costi sociali di una liquidazione coatta (*“in questo modo, il prevedibile onere finanziario a carico dello Stato sarebbe stato minore, perché si sarebbe conservata la funzionalità del mercato bancario austriaco e si sarebbero evitati una serie di rischi imprevedibili, connessi ai relativi costi sociali, in ogni caso di entità superiore”*). In sostanza, la Corte ha ritenuto, in linea di principio, ammissibile una restrizione del diritto di proprietà dei partecipanti e dei creditori, allorché sussista un apprezzabile interesse pubblico al risanamento della banca, e il legislatore *“opti per uno scenario di “risoluzione” piuttosto che per uno scenario di “insolvenza”. La scelta tra più mezzi fondamentalmente ugualmente idonei è compresa nel suo ambito di discrezionalità”* (Rdnr. 278).

La tutela costituzionale del diritto di proprietà non comporta *“un’assoluta garanzia della conservazione di diritti patrimoniali privati, già in essere”*⁶, il che rende

⁶*“In merito ai sopra enunciati parametri di costituzionalità è innanzitutto da tener presente che, in linea di principio, la Corte costituzionale non ha obiezioni – anche considerando gli effetti simili che si producono in caso di insolvenza - circa il fatto che il legislatore faccia contribuire il creditore di un istituto di credito alla ristrutturazione, riducendo i suoi crediti in caso di risoluzione di tale istituto di credito. Se si volesse negare pregiudizialmente il principio di proporzionalità di un “taglio di debiti”, perché la tutela del diritto fondamentale di proprietà di diritti patrimoniali privati già in essere prevale sull’interesse pubblico al risanamento strutturale, ciò significherebbe, che per motivi di funzionalità del mercato bancario e al fine di evitare conseguenze economiche negative, la risoluzione di istituti di credito in crisi potrebbe essere prevista solo a condizione che i costi del risanamento strutturale venissero sostenuti dallo Stato e quindi dalla collettività. Una tale tutela assoluta di diritti patrimoniali in essere non è deducibile dal diritto fondamentale alla proprietà. Anche la Corte Europea dei diritti dell’uomo (EGMR), in relazione all’art. 1, comma 1. ZPEMRK lascia un ampio spazio di manovra agli*

ammissibili misure analoghe a quelle prodotte da procedure concorsuali, in caso di insolvenza, mediante le quali il legislatore faccia contribuire il creditore alla ristrutturazione di una banca, riducendone il credito in vista della risoluzione di tale istituto. Ma, obietta la Corte, la HaaSanG non contiene alcun tipo di disciplina, in virtù della quale i creditori vengano coinvolti nella liquidazione della società veicolo (HETA Asset Resolution AG, cui sono trasferite le attività della Hypo Alpe Adria), tramite riduzione dei loro crediti, secondo l'ordine di soddisfacimento differenziato, a seconda del rango che tali crediti avrebbero assunto in una procedura concorsuale, e in misura paritetica all'interno del relativo gruppo di creditori, bensì seleziona le obbligazioni subordinate in virtù di un mero dato estrinseco (il termine di scadenza)⁷.

In base a queste motivazioni, la sentenza decreta l'abrogazione integrale della Legge federale inerente alle misure di risanamento per la Hypo Alpe Adria Bank (HaaSanG) a causa della violazione dei diritti fondamentali di proprietà di un gruppo di creditori, ad opera delle disposizioni relative all'estinzione di determinate obbligazioni subordinate, nonché per eccessiva restrizione del diritto di proprietà a causa dell'irrazionale pregiudizio arrecato ai portatori di obbligazioni subordinate, rilevati in base ad una prestabilita data di scadenza, ai fini del taglio del debito⁸.

Stati Membri, in merito, al quale corrisponde a livello nazionale la discrezionalità del legislatore nell'ambito della determinazione di restrizioni al diritto di proprietà" (§ 2.2.3.4.2.1, Rdnr. 280).

⁷La Corte sembra quindi richiamare un principio di parità di trattamento, laddove include, tra le valutazioni ad essa rimesse, quella del rispetto "del principio di uguaglianza in conformità dell'art. 7 comma 1 della Costituzione federale (v. Raccolta delle decisioni della Corte Costituzionale, n. 19632/2012)". Riflesso di questa valutazione è l'incostituzionalità dell'art. 3 comma 1 della HaaSanG, secondo la quale vengono estinte solo le obbligazioni subordinate, con scadenza antecedente al termine dilatorio del 30 giugno 2019.

⁸La Corte censura la disciplina legislativa anche in relazione all'altro effetto da essa prodotto, attinente alla contemporanea estinzione delle garanzie fideiussorie, prestate in favore dei creditori subordinati dal Land della Carinzia, per il caso di insolvenza della Hypo Alpe Adria. Sotto questo profilo, la sentenza qualifica quella norma come «inammissibile esclusione "a posteriori" del valore giuridico vincolante della dichiarazione con la quale un Land federale ha assunto garanzia fideiussoria», con ciò violando, sotto altro profilo, il diritto di proprietà costituzionalmente garantito: per i creditori subordinati, infatti, "l'estinzione del diritto di garanzia costituisce inoltre – a fronte dell'estinzione del debito principale, disposta dall'art. 3 comma 1 della HaaSanG - grave ingerenza di carattere patrimoniale", ciò in quanto "non è riscontrabile alcuna giustificazione oggettiva nel fatto che il legislatore utilizzi proprio i creditori subordinati, contemplati dall'art. 3 della HaaSanG, eliminando il loro diritto di garanzia nei confronti del Land della Carinzia, per evitare una situazione economicamente non controllabile per il medesimo Land". Potrebbe infatti rientrare nell'alveo dell'interesse pubblico l'attuazione di misure dirette a preservare un Land da una situazione di insolvenza. Ma appare priva di razionale oggettività e non proporzionata la sola "eliminazione di responsabilità" nei confronti dei soggetti titolari del diritto di garanzia, nei confronti dei quali il legislatore della Carinzia abbia incentivato la sottoscrizione delle

2. La sentenza dell'Alta Corte austriaca apporta utili elementi per l'inquadramento sistematico delle innovative disposizioni italiane, concernenti la "risoluzione" delle banche, onde valutarne la compatibilità con i vigenti ordinamenti costituzionali, nazionali e dell'UE. Essa assume rilievo non tanto per il concreto contenuto dispositivo (che, come già osservato, attiene a un quadro normativo superato dalla BRRD e dal Regolamento UE n. 806/2014) quanto per l'aver posto al centro della tematica il diritto dei soggetti interessati dalle misure di risanamento, riconducendolo al diritto di proprietà, tutelato dall'art. 17 della Carta dei diritti fondamentali dell'UE e della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo. I diritti dei partecipanti e dei creditori bancari sono "diritti soggettivi" nascenti da rapporti contrattuali di diritto privato, rientranti nell'ambito della tutela costituzionale della "proprietà" (v. in part. § 2.2.3.2.1, *Rdnr* 272). La tutela, apprestata dalle norme costituzionali non riguarda, infatti, solo il diritto "reale" (la "proprietà" di cui agli art. 832 ss. del nostro codice civile) bensì il più ampio insieme dei "diritti soggettivi" del cittadino; vale a dire il complesso di diritti, reali e obbligatori, che ne costituiscono il patrimonio. Nelle Costituzioni, l'espressione "*proprietà privata*" è formula riassuntiva, che – come insegnano i costituzionalisti – "*compendia l'insieme dei diritti patrimoniali imputabili al soggetto privato*", in quanto ad esso normativamente attribuiti⁹. Del resto, a questo principio è ispirato anche il 1° Protocollo aggiuntivo della Convenzione europea dei diritti dell'uomo¹⁰, richiamato dalla pronuncia dell'Alta Corte austriaca.

Il secondo aspetto, rilevabile dall'analisi della pronuncia, è quello della configurabilità dell'intervento ablativo della Pubblica Amministrazione (*lato sensu*) come

obbligazioni, con la concessione di una garanzia, attribuita in base a una determinata disciplina legislativa, tesa ad assicurare che tale garanzia sarebbe stata di assoluta sicurezza e affidabilità.

⁹V. per tutti l'ampia trattazione di BALDASSARRE, voce "*Proprietà – Diritto costituzionale*", in *Enc. Giur.*, p. 6 sgg.

¹⁰Che, come è noto, assume rilevanza costituzionale per il richiamo dell'art. 117 Cost. Costante è nella giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo l'affermazione secondo la quale "*la nozione di «bene» di cui all'art. 1 prot. 1 Cedu comprende sia i «beni effettivi» che i valori patrimoniali, inclusi i crediti, in ragione dei quali il ricorrente può pretendere di avere almeno una aspettativa che possa dirsi legittima di ottenere l'effettivo godimento di un diritto di proprietà*": Corte europea diritti dell'uomo, 19 giugno 2008, *Ichtigiaroglou c. Gov. Grecia*, in *Rass. giur. umbra*, 2011, p. 655 (m), con nota di COLCELLI.

un'espropriazione (*Enteignung*) di quei diritti¹¹ o, comunque, una restrizione autoritativa del diritto soggettivo privato, per esigenze di finanza pubblica (§ 2.2.3.3, *Rdnr* 276). A queste ultime la P.A. sovviene mediante l'applicazione delle misure di risoluzione (i cui provvedimenti riduttivi o modificativi di diritti soggettivi sono attuati per legge dall'autorità amministrativa), alle quali si vorrebbe attribuire un rigoroso parallelismo, esteso fino alla sostanziale equipollenza, con le procedure concorsuali di crisi. È questo aspetto che, infatti, costituisce il punto focale dell'innovazione introdotta nell'ordinamento dalla nuova disciplina di risoluzione delle banche: per la salvaguardia dell'interesse alla stabilità del mercato finanziario¹² la procedura concorsuale è integralmente surrogata da provvedimenti amministrativi, con i quali la P.A. sostituisce interamente le fasi giurisdizionali di tutela dei diritti soggettivi, fino a "sentenziarne" l'estinzione (o la modificazione coattiva), al di fuori di ogni controllo del Giudice naturale. Ciò che viene in discussione è l'affermazione di una sostanziale equivalenza (che la Corte qualifica come "analogia") tra gli effetti prodotti sui diritti soggettivi da procedure concorsuali, in caso di insolvenza della banca, e le misure mediante le quali il legislatore faccia contribuire il creditore alla ristrutturazione di una banca, riducendone (o commutandone) il credito in vista della risoluzione di tale ente.

A questo fine giova considerare – sia pur con la necessaria schematicità, consentita in questa sede – il meccanismo della c.d. "risoluzione", introdotto dalle nuove discipline nazionali e dell'UE (anticipate dalla HaaSanG)¹³.

La "risoluzione" (eufemismo che sottintende il salvataggio della banca, in via amministrativa, con contestuale riduzione o conversione dei diritti dei partecipanti e di talune categorie di creditori) è attuata mediante un provvedimento amministrativo, assunto dall'autorità di risoluzione (Banca d'Italia o BCE), con il quale vengono adottate una o più misure di risoluzione (delle crisi), previste dall'art. 39 del d. lgs. n. 180/2015.

¹¹La configurabilità del *bail-in* come espropriazione sembra essere accolta da GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie*, cit., p. 1491 s.

¹²O anche per il raggiungimento di una più vasta gamma di interessi (v. *infra*).

¹³Su questi temi v. l'ampia trattazione di CAPRIGLIONE e TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, Torino, 2014, capitoli III e IV, cui si fa richiamo anche per ulteriori indicazioni di dottrina. Cfr. inoltre STANGHELLINI, *op. loc. cit.*; CAPIZZI - CAPPIELLO, *Prime considerazioni sullo strumento del bail-in: la conversione forzata di debito in capitale*, paper in www.orizzontideldiritto.commerciale.it.

Esso sostituisce l'ordinario sistema "per procedure" (i.e.: amministrazione straordinaria e liquidazione coatta amministrativa) con un meccanismo "per strumenti"¹⁴, identificati nella cessione di beni e rapporti giuridici a un soggetto terzo, nella cessione di beni e rapporti giuridici a un ente-ponte e nella cessione di beni e rapporti giuridici a una società veicolo per la gestione delle attività, oltre al *bail-in*¹⁵, in senso proprio, previsto dalle disposizioni contenute nel Titolo IV, Capo IV, Sezione III del suddetto d. lgs.

Si tratta di misure che danno contenuto al meccanismo di risoluzione unico (*Single Resolution Mechanism — SRM*), indirizzato, secondo l'intento del Regolamento (UE) N. 806/2014 e della BRRD, ad assicurare l'efficacia e l'uniformità delle norme in materia di risoluzione delle crisi bancarie e la parità di condizioni nel finanziamento della risoluzione nei diversi Stati membri (12° considerando del Regolamento). La nuova disciplina trova radice, a livello dell'Unione europea, nella sfiducia di quelle Istituzioni circa la capacità di taluni Stati membri (e, in particolare dell'Italia) di coniugare le realtà ordinamentali interne con le esigenze di efficienza e di rapidità, richieste dal mercato finanziario, specie in presenza di gravi criticità sistemiche¹⁶.

Finalità comune di queste procedure è quella di consentire alla banca in "risoluzione", considerata nella sua integrità (oppure come organismo aziendale, trasferito a un ente-ponte o a una società-veicolo), di proseguire l'attività, dopo l'«alleggerimento» del passivo, conseguente al taglio delle passività pregresse attuata con operazioni di decurtazione, azzeramento o conversione dei suoi debiti nei confronti dei creditori muniti di diritti soggettivi perfetti (detentori di obbligazioni subordinate, altri creditori muniti di idonei titoli), nonché nei confronti dei titolari di partecipazioni al capitale (*bail-in*).

¹⁴CAPRIGLIONE e TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, cit., loc. cit.

¹⁵Si adotta per questo termine l'espressione grafica usata dal legislatore. Il termine inglese *bail* è etimologicamente riconducibile al verbo latino *baiulare* (portare), attraverso l'antico verbo francese *bailler*, nel senso di "controllare", "custodire". Esso appartiene all'ampia famiglia di parole derivate da quel verbo, quale *balia*, *balia*, *balivo*, *baglio* ecc. Il termine assunse, nell'inglese medievale, il significato di affidamento di un prigioniero in custodia ad altro soggetto, con rilascio dalla prigione. Di qui il valore di "*bail out*" come "rilascio su cauzione" e, per traslato, "salvataggio" (da un difficile frangente), che è stato esteso alle banche "salvate" con interventi pubblici. *A contrario*, "*bail in*" designa il fenomeno inverso, nel quale il salvataggio è ottenuto con mezzi "interni" alla banca in crisi.

¹⁶Circa le ragioni di politica economica che presiedono all'adozione del *Single Resolution Mechanism*, v. CAPIZZI - CAPPIELLO, *Prime considerazioni sullo strumento del bail-in: la conversione forzata di debito in capitale*, passim e p. 5.

La risoluzione della banca è pertanto attuata per il mezzo di una procedura paraconcorsuale, interamente affidata all'autorità amministrativa, la quale identifica i presupposti per la sua applicazione (art. 19 d. lgs. n. 180/2015), individua la procedura di crisi (art. 20), procede alla redazione di una valutazione delle attività e passività, mediante un suo incaricato (art. 23), dispone la riduzione o la conversione dei diritti di partecipazione e degli "strumenti di capitale" (art. 27) nonché degli altri crediti soggetti a *bail-in* (art. 49).

L'autorità di risoluzione valuta se una banca o un gruppo è "risolvibile" (art. 3 del D. Lgs. n. 180/2015), secondo un preventivo piano di risoluzione (individuale o di gruppo, artt. 7 e 8), da essa stessa predisposto. La "risolvibilità" è un giudizio prognostico, fornito discrezionalmente dalla medesima autorità amministrativa, la quale analizza, in una prospettiva di lungo periodo, i profili patrimoniali della banca, per valutare se essa, anche in presenza di situazioni di instabilità finanziaria generalizzata o di eventi sistemici, possa essere assoggettata a liquidazione coatta amministrativa o a risoluzione, minimizzando le conseguenze negative significative per il sistema finanziario italiano, di altri Stati membri o dell'Unione europea e nella prospettiva di assicurarne la continuità delle funzioni essenziali (art. 12, comma 2).

Qualora la P.A. pervenga ad un giudizio positivo sulla "risolvibilità", essa adotta le misure di risoluzione, che dovrebbero prevenire l'applicazione delle alternative misure coattive di liquidazione.

La risoluzione della banca, quindi, si colloca in una posizione intermedia tra l'amministrazione straordinaria, disciplinata dagli art. 70 sgg. TUB, e la liquidazione coatta amministrativa (artt. 80 sgg. TUB), come procedura adottabile in caso di prevedibile "salvataggio" della banca, in ragione delle risorse endogene della medesima, depurate dalle passività e dagli oneri che la legge consente di ridurre o convertire in capitale di rischio (mediante la misura dettata dall'art. 27 sgg. del D. Lgs. cit.).

3. Presupposto della "risoluzione" (e delle altre procedure di gestione delle crisi) è il "dissesto" o il "rischio di dissesto", allorché non sia possibile "prospettare misure alternative" che permettono di superare quella situazione (art. 17, comma 1).

In considerazione delle ipotesi previste dall'art. 17, si ricava che l'autorità (Banca d'Italia) può assoggettare a "risoluzione" la banca (con le conseguenti incisioni dei crediti e delle partecipazioni) non solo allorché sussista l'insolvenza, ma anche qualora vi siano situazioni eterogenee (quali le irregolarità nell'amministrazione o violazioni di disposizioni legislative), che nulla hanno a che vedere con l'incapacità patrimoniale ad adempiere le proprie obbligazioni. Il margine di discrezionalità è inoltre esteso, in quanto quelle situazioni rilevano anche allorché esse non siano ancora in atto, ma sussista (quantunque in base a "elementi oggettivi") il mero rischio che una o più delle dette situazioni "si realizzeranno nel prossimo futuro" (v. art. 17).

L'amplissimo margine di discrezionalità accordato alla P.A. consente il raggiungimento di finalità che – secondo l'analisi della sentenza commentata – sembrano collocarsi sul versante del generico soddisfacimento di esigenze di "finanza pubblica" piuttosto che su quello dell'appagamento dell'«interesse pubblico», che presiede all'esercizio del potere espropriativo. L'art. 21 pone infatti, quali obiettivi della risoluzione, la continuità delle funzioni essenziali dei soggetti privati, considerati dall'articolo 2 del D. Lgs. cit. (cioè le banche italiane, le loro capogruppo nonché le società appartenenti a un gruppo bancario o comunque incluse nella vigilanza consolidata), affiancando tale finalità alla stabilità finanziaria, al contenimento degli oneri a carico delle finanze pubbliche, alla tutela dei depositanti e degli investitori protetti da sistemi di garanzia o di indennizzo, nonché dei fondi e delle altre attività della clientela. La norma, in sostanza, pone la stabilità finanziaria in posizione pariordinata con gli altri obiettivi, di carattere squisitamente privatistico: in altri termini, ciascuno degli obiettivi dell'art. 21, sarebbe idoneo a configurare l'«interesse pubblico»¹⁷, che legittima l'applicazione delle procedure di risoluzione (v. art. 20, comma 2).

In conclusione, la nuova disciplina di "risoluzione" (della crisi) della banca

¹⁷L'espressione «interesse pubblico», contenuta nell'art. 20, comma 2, sembra compendiare tanto l'«interesse generale» dell'art. 42, comma 3, Cost., che l'«utilità generale» dell'art. 43 Cost., riconducendo all'espressione dell'art. 834 cod. civ., il quale stabilisce che «nessuno può essere privato in tutto o in parte dei beni di sua proprietà, se non per causa di pubblico interesse legalmente dichiarata, e contro il pagamento di una giusta indennità» nonché a quella dell'art. 17 della Carta dei diritti fondamentali UE.

consente alla P.A. di “risolvere” l’ente soggetto a procedura, in presenza di sintomi prodromici di criticità (art. 17), al fine di salvaguardare l’impresa privata a carattere lucrativo (la banca in “risoluzione” o società del gruppo, v. artt. 20 e 21), addossandone l’onere economico ai creditori (obbligazionisti subordinati, altri creditori e soci), con provvedimenti amministrativi di azzeramento e di restrizione dei relativi diritti soggettivi, che tengono luogo dei procedimenti concorsuali.

4. Le misure di crisi, pur in astratto configurate come alternative, sono in realtà strettamente connesse all’esercizio del potere amministrativo di riduzione o conversione (*bail-in*, circoscritto alla sola sfera degli azionisti e dei detentori di strumenti di capitale¹⁸, prevista dal Capo II del Titolo IV, art. 27 sgg., ovvero esteso anche a taluni depositanti non protetti, art. 48 sgg. d. lgs. n. 180/2015)¹⁹.

L’attuazione del *bail-in* comporta la riduzione d’autorità delle riserve e del capitale rappresentato da azioni, anche non computate nel capitale regolamentare, e del valore nominale degli elementi di classe 2, computabili nei fondi propri, ai sensi e per gli effetti dell’art. 27, comma 1, lett. b), e dell’art. 52, comma 1, lett. a), punti i) e iii), al fine di assicurare la copertura di una parte delle perdite quantificate sulla base delle risultanze della valutazione di cui all’art. 25 del decreto. La P. A., in altri termini, interviene secondo una triplice modalità di interferenza nella commisurazione e nella determinazione delle posizioni individuali. Essa infatti incide:

a) sui diritti partecipativi (azioni, strumenti finanziari partecipativi ecc.), in via sostitutiva degli organi sociali e dei meccanismi contrattuali e statutari della banca,

¹⁸Ai sensi dell’art. 1, comma 1, lett. ppp) sono «*strumenti di capitale*»: gli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1 e gli elementi di classe 2 ai sensi del Regolamento (UE) n. 575/2013 o della direttiva 2006/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e relative disposizioni di attuazione. La lett. qqq) definisce «*strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1*» gli strumenti di cui all’articolo 52, paragrafo 1, del Regolamento (UE) n. 575/2013 o alla direttiva 2006/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e relative disposizioni di attuazione. Si tratta dei c.d. *Additional Tier 1 Instruments*, quali, ad esempio, titoli perpetui che prevedono, al verificarsi di determinati eventi, la conversione in azioni, e i c.d. *Tier 2 Instruments*, quali, ad esempio, titoli subordinati, ivi incluse le obbligazioni subordinate.

¹⁹ I fenomeni disciplinati dagli art. 27 sgg. e dagli artt. 48 sgg. sono sostanzialmente analoghi nella struttura, con la differenza che il primo, cui potrebbe attribuirsi il nome di *bail-in* debole, è circoscritto ai diritti degli azionisti e dei titolari di altre partecipazioni o di strumenti di capitale; il secondo, invece, si estende anche ai titolari di posizioni creditorie (depositanti non protetti ecc.) incluse per legge nell’ambito della misura risolutiva.

disponendo, con atto discrezionale, la *“riduzione integrale delle riserve e del capitale rappresentato da azioni”* (con ciò surrogando le deliberazioni relative alla misura del capitale sociale e al valore nominale dei titoli);

b) sui diritti soggettivi non corporativi, esercitando il potere riduttivo o di azzeramento delle posizioni creditorie *“anche non computate nel capitale regolamentare, e del valore nominale degli elementi di classe 2, computabili nei fondi propri”*;

c) infine esercitando facoltativamente un potere commutativo (*“conversione”*), che modifica d'autorità la relazione contrattuale tra il socio o il creditore e la banca; talché un diritto di credito *“transustanzi”* in partecipazione o in altro strumento di capitale (con conseguente mutamento, sia qualitativo che quantitativo, del titolo negoziale), secondo le determinazioni discrezionalmente assunte ai fini della risoluzione.

Si tratta di interferenze, d'inusitata rilevanza, dell'autorità amministrativa nell'ambito dei diritti soggettivi, in virtù di strumenti conformativi di quelle posizioni, che applicano modelli funzionalmente innovativi, in quanto diretti prioritariamente a soddisfare l'interesse alla prosecuzione dell'attività imprenditoriale della banca, immune dal dissesto o dal rischio di dissesto (art. 20, comma 1, lett. a). Ciò al fine di assicurare ad essa la continuità delle funzioni essenziali (art. 21, comma 1), in maniera tale che la banca *“risolta”* abbia passività sufficienti per assorbire le perdite e per assicurare il rispetto del requisito di capitale primario di classe 1 previsto per l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, nonché per ingenerare nel mercato una fiducia sufficiente in essa (art. 51, comma 1, lett. a). In sostanza, si ridimensiona d'autorità la responsabilità patrimoniale di un soggetto dell'ordinamento (banca), riducendola, in deroga al principio fissato dall'art. 2740 cod. civ. Di tal che quel soggetto, dopo il provvedimento di *“risoluzione”*, non risponde più dell'adempimento delle proprie obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri, ma è legittimato ad adempiere solo a quelle obbligazioni (passività) che – secondo il giudizio della Pubblica Amministrazione – esso sia in grado di sopportare ai fini del corretto esercizio dell'impresa. Quelle eccedenti sono invece abolite o convertite, onde corrispondere ai

ratios patrimoniali del settore²⁰.

Questa speciale attitudine alla rimodulazione e alla conformazione in senso riduttivo della responsabilità patrimoniale del debitore, disegnata dai provvedimenti dell'UE e recepita dal d. lgs. n. 180/2015, opera in direzione eversiva delle procedure di crisi. La paralisi dei diritti, conseguente alla preclusione assoluta del loro soddisfacimento nei confronti del debitore (anche qualora questi dovesse proseguire *in bonis* la sua attività), sottrae infatti alla procedura ogni carattere liquidativo-satisfattivo, in tendenziale regime di *par condicio*, modificando le relazioni intercorrenti tra creditori e titolari di partecipazioni, specie sotto il profilo dell'assetto del rischio e della responsabilità d'impresa. Le nuove disposizioni in materia di crisi bancaria sembrano quindi estendere l'area del patrimonio, sottoposto al rischio d'impresa, e, conseguentemente, delle categorie di soggetti, potenzialmente chiamati a subire gli effetti di quel rischio.

5. Si è già osservato come la pronuncia della Corte costituzionale austriaca, pur nella sua evidente ritrosia verso impegnative affermazioni di principio, focalizzi tuttavia alcuni punti sostanziali, dai quali dovrà prendere spunto il dibattito inteso a valutare la compatibilità del nuovo sistema di gestione delle crisi bancarie (e, in particolare, del *bail-in*) con l'assetto costituzionale dell'UE e degli Stati membri.

Giova qui considerare che, nel nuovo quadro normativo, determinato dall'emanazione della BRRD e del Regolamento, assumono preminente importanza le norme della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (Carta di Nizza), che in virtù del "Trattato di Lisbona" ha valore giuridico di trattato e conseguentemente vincola le istituzioni europee e gli Stati membri, quale disciplina di vertice dell'ordinamento dell'Unione.

Il primo vaglio da affrontare, ove si voglia sviluppare il tema della legittimità costituzionale delle norme qui considerate, attiene alla tecnica stessa dell'intervento di *bail-in* come atto restrittivo-ablativo-commutativo dei diritti soggettivi, adottato in via autonoma dalla P.A., come equipollente della procedura concorsuale. Occorrerà, cioè,

²⁰Cfr., con riferimento alla disciplina della BRRD, STANGHELLINI, *op. cit.*, p. 169 s.

valutare se una così penetrante ingerenza della potestà amministrativa nella sfera dei diritti soggettivi privati sia ammissibile, negli ordinamenti fondati sulla tripartizione dei poteri dello Stato, specie alla luce della “costituzionalizzazione” del “diritto alla tutela dei diritti”²¹, attuata in Italia dall’art. 24 Cost. e nell’UE dall’art. 47 della Carta dei diritti fondamentali dell’UE. Queste norme pongono al legislatore ordinario e, in genere, agli altri poteri dello Stato, un limite di intervento, a salvaguardia del diritto individuale alla tutela giurisdizionale delle posizioni soggettive, davanti al Giudice naturale. Per converso, esse sanciscono il dovere dello Stato di garantire quei diritti soggettivi, assicurando ai titolari il baluardo di un giudizio avanti ad organi indipendenti e imparziali, per qualsiasi controversia riguardante dette posizioni individuali “*così precludendo l’attribuzione di funzioni materialmente giurisdizionali ad organi non compresi nel potere giudiziario*”²².

Vagliata alla luce dei principi fondamentali dell’ordinamento costituzionale, nazionale e dell’UE, quindi, l’attribuzione alla Pubblica Amministrazione del potere suddetto sembra collocarsi in potenziale conflitto con la riserva di giurisdizione, posto che la nuova disciplina sostituisce l’atto amministrativo al provvedimento giudiziale di accertamento e tutela di quei diritti. Come pure paiono contrastare con i correlati principi, che garantiscono il diritto di difesa (art. 101 sgg. e 24, comma 2, Cost. e delle corrispondenti disposizioni della Carta dei diritti fondamentali dell’UE e della CEDU), le norme che, riconducono all’alveo amministrativo le decisioni circa la sussistenza, la consistenza e la conversione di quei diritti. Esse infatti paiono sottrarre ai titolari la tutela giurisdizionale, davanti a un Giudice imparziale, circa la sussistenza o l’insussistenza dei fatti rilevanti (primo fra tutti, il dissesto e la sua dimensione oggettiva, causa della riduzione dei diritti).

Al verificarsi dei presupposti della risoluzione, le azioni, le altre partecipazioni e gli strumenti di capitale emessi da una banca (o da soggetti appartenenti al gruppo bancario) nonché i crediti ammissibili al *bail-in* “*sono ridotti o convertiti*”, secondo la disciplina del D. lgs. n. 180 del 2015, sia in alternativa all’adozione di misure risolutive

²¹Secondo l’efficace espressione adoperata da MORTATI nella *Relazione all’Assemblea costituente*.

²²V., per tutti, COMOGLIO, *Rapporti civili, art. 24 Cost.*, in *Commentario alla Costituzione* Branca, Bologna-Roma, 1981, p. 3.

sia in combinazione con esse (art. 27 sgg. e 51 sgg.). L'effetto dell'atto amministrativo dell'Autorità di risoluzione è immediato e automatico: per l'art. 57 (*Effetti del bail-in*) la riduzione o la conversione sono pienamente efficaci, fin dal momento determinato dalla stessa Autorità come termine iniziale di decorrenza degli effetti (art. 32, comma 2). L'efficacia si determina *“independentemente dall'esecuzione di qualsiasi adempimento amministrativo o procedurale connesso”*. L'unica salvaguardia prevista dalla legge, sul piano della giurisdizione ordinaria, sembra quella prevista dall'art. 89, che attribuisce a *“ciascun azionista o creditore (...), che sulla base della valutazione di cui all'articolo 88 risulti aver subito perdite maggiori di quelle che avrebbe subito in una liquidazione coatta amministrativa o altra analoga procedura concorsuale applicabile, ha diritto a ricevere, a titolo di indennizzo, esclusivamente una somma equivalente alla differenza determinata ai sensi dell'articolo 88”*.

Il provvedimento amministrativo determina quindi l'affievolimento dei diritti soggettivi, secondo un procedimento integralmente *“amministrativo”*, che relega la tutela giurisdizionale ordinaria ad un ruolo puramente residuale, in ipotesi di inadempienza del fondo di risoluzione all'obbligo di corrispondere la differenza tra quanto ricevuto dall'interessato e quanto determinato dalla valutazione fatta ai sensi dell'art. 88 (distinta dalla valutazione di cui al Titolo IV, Capo I, Sezione II, che può essere *“svolta dal medesimo esperto”* nominato dalla Banca d'Italia).

6. La pronuncia dell'Alta Corte austriaca, con il suo richiamo alla disciplina dell'espropriazione (pur non sviluppata in maniera consequenziale, ai fini della pronuncia), impone, come si è anticipato, di condurre l'analisi anche alla luce dell'art. 17 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea e dell'art. 1, 1° comma del 1° Protocollo aggiuntivo della Convenzione europea dei diritti dell'uomo (oltre che degli art. 42, comma 2, e 43 della Costituzione italiana). Ricondotti sotto l'egida della tutela costituzionale, i diritti di partecipazione societaria e quelli di credito (obbligazioni pure o subordinate, prestiti, depositi, ecc.) possono subire il potere ablativo della P.A., nelle (sole) ipotesi in cui ricorra una *“causa di pubblico interesse, nei casi e nei modi previsti dalla legge”* e a patto che l'espropriazione sia compensata dal *“pagamento in tempo*

utile di una giusta indennità”(v. per tutti l’art. 17 della Carta dei diritti fondamentali UE).

In realtà, occorre rilevare che l’accostamento all’espropriazione non sembra appropriato: l’affievolimento dei diritti, attuato dalla Pubblica Amministrazione in sede di *bail-in*, appare, sotto il profilo teleologico e strutturale, profondamente eterogeneo rispetto al provvedimento espropriativo. Esso infatti opera secondo un modello completamente diverso, che denota una disponibilità assoluta (*uti princeps*) delle posizioni soggettive, che possono subire incisioni ben più profonde e metamorfiche rispetto a quelle espropriative²³. Se infatti l’espropriazione opera ordinariamente secondo un rigido schema ablativo-traslativo, che trasferisce alla “mano pubblica” il diritto del soggetto espropriato, verso corresponsione della “*giusta indennità*”, il *bail-in* conferisce invece all’Amministrazione il potere di attuare un’estesissima gamma di soluzioni, tra loro variamente combinabili secondo schemi liberi e discrezionali, che vanno dalla riduzione all’eliminazione dei diritti nonché alla loro conversione in altre posizioni soggettive (partecipative o creditorie). Il nuovo istituto, in sostanza, si manifesta come illimitata potestà di disposizione sovrana dei diritti, che mal si attaglia al modello espropriativo, per assurgere ad una ben più ampia e inconsueta ingerenza nella sfera privata.

Diverso è, rispetto alle espropriazioni, il profilo teleologico, posto che la compressione dei diritti soggettivi perfetti di azionisti e creditori è disposta per il raggiungimento di un immediato interesse privatistico, quale l’esigenza di sopravvivenza di un imprenditore privato (o della sua organizzazione speculativa) qual è la banca (v. art. 20, comma 2, e 21, comma 1, D. Lgs. cit.). L’interesse pubblico alla stabilità del mercato finanziario è, per quanto sopra rilevato, un interesse mediato ed

²³Lo schema giuridico dell’espropriazione è stato evocato nel caso *Grainger c. Gov. Regno Unito Gran Bretagna e Irlanda del Nord* (noto anche come “Caso Northern Rock”) della Corte europea dei diritti dell’uomo, 10 luglio 2012, in *Riv. dir. Comm.*, 2014, II, p. 493, con nota di MARINI, *Il caso Northern Rock: il consolidarsi del nuovo paradigma proprietario nel diritto privato europeo*. La Corte ha giudicato infondata la pretesa degli azionisti di ottenere l’indennizzo delle proprie quote di partecipazione ad un istituto credito nazionalizzato, per atto del legislatore britannico, a seguito di una grave crisi di liquidità, ritenendo che il perseguimento di obiettivi di riforma economica o di giustizia sociale possono giustificare un indennizzo inferiore al valore di mercato effettivo e che, in ogni caso, circostanze eccezionali, dovute ad esempio alla particolare intensità di tutela dell’interesse generale, possono giustificare la mancanza totale di indennizzo.

eventualmente concorrente, posto che esso non sembra – almeno nella lettera della legge – connotare in via esclusiva il provvedimento di risoluzione. Tanto più che gli effetti ablativi dei diritti soggettivi possono esser prodotti anche quando il perseguimento di un “interesse pubblico” sia ipotizzato come eventuale (se il verificarsi dei presupposti può porsi anche come evento prevedibile, in termini di semplice “rischio”, v. art. 17 D. Lgs. cit.).

Ulteriore profilo di eterogeneità tra gli istituti è da riscontrare nella carenza di traslatività del provvedimento di *bail-in*, che riduce o elimina il diritto non in vista di una sua (parziale o totale) cessione all’ente espropriante, per sopperire a sue necessità, bensì al solo fine di riequilibrio patrimoniale della banca. Del tutto estraneo all’espropriazione è, poi, il potere di conversione del diritto, che non sembra trovare affinità in alcuna delle note potestà di ingerenza del potere pubblico nella sfera privatistica. Coerente con l’innovativa connotazione funzionale e strutturale del *bail-in* è, infine, la mancata previsione di indennizzo o ristoro a favore degli interessati, i cui diritti siano stati eliminati o ridotti, per il raggiungimento degli scopi dell’intervento di risoluzione²⁴.

Ostacoli di carattere strutturale sembrano quindi impedire il ricorso allo schema dell’espropriazione ai fini dell’inquadramento sistematico e della conseguente legittimazione costituzionale dell’istituto, la cui valenza appare, in ultima analisi, quella di uno strumento normativo volto a conferire, in maniera diretta e immediata, all’autorità amministrativa il potere di depotenziare e modificare il diritto soggettivo di “proprietà”. Ciò trasferendo nella disponibilità del potere esecutivo ogni fase del procedimento di accertamento, gestione e tutela di quel diritto, secondo un modello di concorsualità stragiudiziale (v., in part. l’art. 52 del d. lgs., relativo al trattamento di azionisti e creditori).

Escluso, quindi, che lo strumento innovativo possa trarre giustificazione dallo schema (noto ed espressamente previsto dalle norme costituzionali) dell’espropriazione

²⁴Chi sembra ricondurre il *bail-in* all’istituto dell’espropriazione (GUIZZI, *op. cit.*, p. 1492) osserva che “la mancata corresponsione dell’indennizzo (...) potrebbe essere considerata più semplicemente il riflesso del fatto che l’indennizzo dovuto è eguale a zero, appunto perché è il valore del bene espropriato che si esprime, in termini monetari, in quella medesima misura”.

per pubblica utilità, occorrerà valutare la compatibilità con i principi costituzionali di una limitazione dei diritti di proprietà, che non sia disposta in via generale (cioè con disposizioni di legge, che – disponendo vincoli che attengano in astratto a intere categorie di beni - restringano o eliminino diritti nei confronti di tutti i titolari) ma operi *ad personam*, sulla base di provvedimenti autoritativi adottati, caso per caso, in sede amministrativa²⁵.

7. La giustificazione fornita dalla Direttiva alle innovazioni introdotte dal meccanismo unico di risoluzione delle banche attiene (v. *Considerando* da n. 1 a 5) alla necessità di introdurre nell'Unione "*un regime che fornisca alle autorità un insieme credibile di strumenti per un intervento sufficientemente precoce e rapido in un ente in crisi o in dissesto, al fine di garantire la continuità delle funzioni finanziarie ed economiche essenziali dell'ente, riducendo al minimo l'impatto del dissesto sull'economia e sul sistema finanziario*", assicurando "*che gli azionisti sostengano le perdite per primi e che i creditori le sostengano dopo gli azionisti, purché nessun creditore subisca perdite superiori a quelle che avrebbe subito se l'ente fosse stato liquidato con procedura ordinaria di insolvenza, in conformità del principio secondo cui nessun creditore può essere svantaggiato, come specificato nella presente direttiva*". Ed in vero, al raggiungimento di questo scopo sono indirizzati i richiami della legge al risultato della liquidazione coatta amministrativa, al quale si conformerebbero e si commisurerebbero i diritti incisi (o addirittura eliminati) dal provvedimento. Molteplici norme, nel contesto della legge, sembrano mirare all'attribuzione ai soggetti "sacrificati", dello stesso risultato che avrebbero conseguito nell'ambito di una liquidazione coatta amministrativa. In caso di *bail-in*, i soggetti interessati non possono subire un trattamento peggiore rispetto a quello che sarebbe risultato dall'applicazione della procedura concorsuale liquidativa, applicabile in base alla disciplina comune. L'art.

²⁵Sotto questo profilo, il *bail-in* potrebbe essere assimilato all'eccezionale istituto pubblicistico della "requisizione" o a quello della "confisca", strumenti che, per soddisfare un bisogno pubblico, consentono allo Stato di incidere nella sfera privata, sottraendo al soggetto un diritto (in via temporanea o definitiva). Si tratta, tuttavia, di accostamenti inevitabilmente generici e approssimativi, che non consentono di apportare utili elementi alla qualificazione di un modello di intervento pubblico innovativo e peculiare, quale il *bail-in*.

22, comma 2, lett. c), nell'ambito delle disposizioni di carattere generale del Capo I del Titolo IV, fissa il criterio di incisione dei diritti, stabilendo che *“nessun azionista e creditore subisce perdite maggiori di quelle che subirebbe se l'ente sottoposto a risoluzione fosse liquidato, secondo la liquidazione coatta amministrativa disciplinata dal Testo Unico Bancario o altra analoga procedura concorsuale applicabile”*.

L'evidente preoccupazione del legislatore, consapevole dell'eccezionale *vulnus* che la nuova disciplina arreca alla tradizionale impostazione degli strumenti concorsuali, ha indotto a ribadire questo precetto anche nel Titolo VI, nel quale sono disciplinate le salvaguardie e la tutela giurisdizionale. L'art. 87, infatti, stabilisce che nel caso di applicazione del *bail-in*, *“gli azionisti e i creditori i cui crediti sono stati ridotti o convertiti in azioni non possono subire perdite maggiori di quelle che avrebbero subito se l'ente sottoposto a risoluzione fosse stato liquidato nel momento in cui è stata accertata la sussistenza dei presupposti per l'avvio della risoluzione, secondo la liquidazione coatta amministrativa disciplinata dal TUB o altra analoga procedura concorsuale applicabile”*.

La nuova disciplina sembra quindi rispondere alla finalità di fare del *bail-in* una sostanziale alternativa ai procedimenti concorsuali di liquidazione, attribuendo all'Autorità di risoluzione un ruolo sostitutivo delle funzioni e delle tutele giurisdizionali, applicabili in quella sede. Si intende cioè anticipare, con l'atto amministrativo di risoluzione della banca, l'effetto che sarebbe conseguito, in capo ad azionisti e creditori, in esito all'esaurimento delle procedure di accertamento dell'attivo e del passivo nonché a quelle di distribuzione dell'attivo ai creditori e dell'eventuale residuo agli azionisti²⁶.

L'atto dell'Autorità che applica il *bail-in*, quindi, terrebbe luogo non solo dell'accertamento (nella duplice fase amministrativa e giudiziale) dei crediti (formazione dello stato passivo), ma anche della intera fase di liquidazione dell'attivo nonché della

²⁶Il secondo comma dell'art. 87 presidia invece l'intento di assicurare sostanziale parità di trattamento tra azionisti e creditori, nel caso di cessioni parziali di diritti, attività e passività dell'ente sottoposto a risoluzione. In questo caso gli azionisti e i creditori i cui crediti non sono stati ceduti *“hanno diritto di ricevere almeno quanto avrebbero ottenuto se l'ente sottoposto a risoluzione fosse stato liquidato secondo la liquidazione coatta amministrativa disciplinata dal Testo Unico Bancario o altra analoga procedura concorsuale applicabile nel momento in cui è stata accertata la sussistenza dei presupposti per l'avvio della risoluzione”*.

sua distribuzione (piani di riparto). Ad essa, pertanto, la nuova legge affida un generale e discrezionale potere di *cram down*, volto a “far inghiottire” (secondo il significato letterale del termine) ai riluttanti titolari dei diritti soggettivi gli effetti di un’ipotizzata liquidazione della banca secondo le regole concorsuali. A quel potere si unisce un’altrettanto generalizzata e indiscriminata potestà di *esdebitazione*, che riduce o estingue l’ammontare delle passività.

Sotto questo profilo, la sostanziale equivalenza degli esiti delle due procedure giustificerebbe la devoluzione di ogni potere alla P.A., con l’aggiuntivo vantaggio della maggiore rapidità ed efficienza dello strumento amministrativo rispetto a quello giudiziario²⁷.

A ben vedere, tuttavia, l’equivalenza e la fungibilità degli strumenti e dei risultati possono considerarsi frutto di una visione empirica ed estrinsecamente descrittiva dei fenomeni giuridici, che non tiene conto della profonda eterogeneità dei meccanismi, sia sul piano istituzionale (quello dell’attribuzione dei poteri dello Stato) sia su quello funzionale, dell’escussione della responsabilità patrimoniale del debitore. Sull’inconciliabile differenza è superfluo soffermarsi in dettaglio in questa sede: basti segnalare che – a tacer d’altro - tra la “risoluzione” e la “liquidazione” corre la stessa differenza ontologica che, sul piano concettuale, sussiste tra una prognosi probabilistica (che ponga in primo piano il “rischio” di un evento esiziale e non la sua certezza) e il referto diagnostico di quell’evento.

Emblematico è l’aspetto cruciale della “risoluzione”: quello della valutazione delle attività e passività della banca e della comparazione con i risultati della procedura liquidativa, stima che presiede alla prognosi e dell’esercizio dei poteri amministrativi, ai fini dell’applicazione del *bail-in*. È di tutta evidenza che, nel d. lgs. n. 180 del 2015, la decurtazione o l’eliminazione dei diritti soggettivi è stabilita discrezionalmente dalla P.A., in base a meccanismi valutativi cui difficilmente potrebbero riconoscersi le garanzie di oggettività, di autonomia e indipendenza dall’autorità precedente, che sono proprie

²⁷Il quale, in vero, almeno in Italia, non ha dato prova di funzionalità.

di una procedura concorsuale, svolta sotto l'egida dell'autorità giudiziaria²⁸.

Questa obiezione era ben presente ai redattori della BRRD: considerato infatti che cardine di tutta l'architettura del meccanismo di risoluzione è la *“valutazione ai fini della risoluzione”*, l'art. 36, par. 1, della Direttiva stabiliva che *“prima di avviare un'azione di risoluzione o di esercitare il potere di svalutare o di convertire gli strumenti di capitale pertinenti, le autorità di risoluzione provvedono a che una persona indipendente da qualsiasi autorità pubblica, compresa l'autorità di risoluzione (...) effettui una valutazione equa, prudente e realistica delle attività e passività dell'ente o dell'entità di cui all'articolo 1, paragrafo 1, lettera b), c) o d)”*. L'indipendenza del valutatore è requisito indispensabile, tendenzialmente applicabile anche alla valutazione provvisoria (v. art. 36, par. 9).

Nel recepimento nazionale della Direttiva, il requisito dell'indipendenza ha subito un'applicazione assai riduttiva, posto che nell'art. 23 del d. lgs. n. 180 del 2015 quel tratto è enunciato, ma non declinato secondo il rigoroso canone della disposizione europea. Infatti, *“l'avvio della risoluzione (...) è preceduto da una valutazione equa, prudente e realistica delle (sue) attività e passività (...) effettuata su incarico della Banca d'Italia da un esperto indipendente, ivi incluso il commissario straordinario nominato ai sensi dell'articolo 71 del Testo Unico Bancario”*. La valutazione provvisoria (per i casi di urgenza) può addirittura essere effettuata *“dalla Banca d'Italia o dal commissario straordinario nominato ai sensi dell'articolo 71 del Testo Unico Bancario”* (art. 25, commi 1 e 2). Il depotenziamento del requisito di autonomia è completato dal fatto che l'*“esperto indipendente”*, incaricato dalla Banca d'Italia (e autore della precedente valutazione: v. art. 88, comma 2), determina anche l'equivalenza tra le decurtazioni e le conversioni dei diritti, attuate in sede di *bail-in* e quelle che essi avrebbero subito se, nel momento in cui è stata accertata la sussistenza dei presupposti per l'avvio della risoluzione, l'ente sottoposto a risoluzione fosse stato liquidato secondo la liquidazione coatta amministrativa disciplinata dal Testo Unico Bancario o altra analoga procedura

²⁸Dubbi circa la costituzionalità del meccanismo di valutazione e, in particolare, dei limiti introdotti alla tutela giurisdizionale ordinaria avverso le valutazioni medesime sono espressi, alla luce degli art. 24 Cost. e 13 della CEDU da GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema*, cit., p. 1493, n. 26.

concorsuale applicabile (art. 88, comma 1, lett. a).²⁹

Anche sotto questo profilo, quindi, occorrerà valutare la compatibilità della nuova disciplina con l'ordinamento costituzionale nazionale ed europeo, in ragione della sottrazione alla tutela giurisdizionale dei diritti incisi, in un quadro di generale rimodulazione delle procedure concorsuali bancarie, tendenzialmente rimesse in ogni loro fase al potere esecutivo. Se – come sembra prospettarsi in ogni sede – il meccanismo della “risoluzione” dovesse assurgere a strumento d'elezione per la soluzione delle crisi bancarie, indipendentemente da situazioni di assoluta eccezionalità (che, come prospettato dalla Corte costituzionale austriaca, potrebbero giustificare deroghe alla tutela costituzionale) l'ampia egemonia accordata dalla normativa europea al potere esecutivo in campi, quale la sfera dei diritti soggettivi privati (costituzionalmente riserva alla tutela giudiziaria), potrebbe essere riguardata come lesiva di quel «*“nucleo intangibile” dell'ordinamento costituzionale*», che fa da «*argine all'espansione incontrollata del diritto comunitario*»³⁰. Si potrebbero, in questo caso, invocare i “*contro limiti*” alle limitazioni di sovranità che l'art. 11 della Costituzione prevede ed ammette, superando in tal modo il primato del diritto dell'UE, ai fini di una più equilibrata distribuzione delle attribuzioni istituzionali³¹.

Leonardo Di Brina

Ordinario di Diritto Commerciale nell'Università degli Studi “Guglielmo Marconi”

²⁹Cfr. CAPRIGLIONE, *Luci ed ombre nel salvataggio di quattro banche in crisi*, relazione al Convegno di Studi «*Salvataggio bancario e tutela del risparmio Il caso delle banche italiane*», organizzato dall'Università di Trento (12 febbraio 2016), che ho potuto visionare in bozza per cortese concessione dell'Autore.

³⁰Le espressioni riportate nel testo sono di ZAGREBELSKY e MARCENÒ, *Giustizia costituzionale*, Bologna, 2012, p. 188, con richiamo alla sentenza della Corte costituzionale 4 luglio 2007, n. 284..

³¹Cfr. ZAGREBELSKY e MARCENÒ, *op. loc. cit.* Ciò, ovviamente, solo qualora auspicabili correttivi non fossero introdotti dalle competenti autorità europee e dagli organismi giudiziari preposti al controllo di legittimità dei relativi provvedimenti, alla luce dei Trattati e dei principi fondamentali UE.

TRIBUNALE DI MILANO

SENTENZA DEL 6 GIUGNO 2015 N. 7398

Intermediari finanziari - contratti in derivati - criteri di calcolo del mark to market - mancata specificazione - nullità

È nullo il contratto di swap carente della specificazione dei criteri di calcolo del Mark to Market, all'uopo non potendo considerarsi utile il richiamo alle quotazioni di mercato. Il predetto richiamo, invero, anche qualora da intendersi (come nella specie sostenuto dalla difesa della convenuta) quale richiamo alle quotidiane rilevazioni dei tassi di interesse richiamati dallo swap, non sarebbe comunque tale da rendere realmente determinabile l'MtM, in quanto sostanzialmente si risolverebbe in una determinazione tautologica. Dire, infatti, che

i reciproci flussi finanziari saranno determinati dalle variazioni di un determinato tasso di interesse e che il Mark to Market viene quantificato in forza delle variazioni di tale tasso di interesse, in sostanza, equivale a non indicare in alcun modo il metodo di calcolo che sarà utilizzato per quantificare il fair value del contratto. Il Mark to Market, infatti, quale sommatoria attualizzata dei differenziali futuri attesi sulla base delle condizioni dell'indice di riferimento al momento della sua quantificazione, ovviamente presuppone il richiamo al tasso di interesse di richiamo, ma necessita, altresì, di essere sviluppato attraverso un conteggio che, mediante il ricorso a differenti formule matematiche, consenta di procedere all'attualizzazione dello sviluppo prognostico del contratto sulla base dello scenario esistente al momento del calcolo dell'MtM. Precisato, quindi, che per definizione il Mark to Market non può essere pattuito in modo determinato, trattandosi di un valore destinato necessariamente a mutare a seconda del momento del suo calcolo e dello scenario di riferimento di volta in volta esistente, perché possa sostenersi che esso sia quanto meno determinabile è, comunque, necessario che sia esplicitata la formula matematica alla quale le parti intendono fare riferimento per procedere all'attualizzazione dei flussi finanziari futuri attendibili in forza dello scenario

esistente. Ciò si rende necessario in quanto detta operazione può essere condotta facendo ricorso a formule matematiche differenti, tutte equivalenti sotto il profilo della loro correttezza scientifica, ma tali da poter portare a risultati anche notevolmente differenti fra di loro. Nel caso di specie, considerato, dunque, che il richiamo alle quotazioni di mercato non può considerarsi sufficiente per rendere determinabile l'MtM e, quindi, l'oggetto del contratto, non può che concludersi per la nullità di tutti gli swap conclusi tra le parti dell'odierno giudizio.

SENTENZA

nella causa civile di I Grado iscritta al n. r.g. 63136/2014 promossa da:

U. S.P.A. (C.F. (...)), con il proc. dom. avv. PONTANARI PAOLA MARIA MARGHERITA, VIA BROGGI, 13 MILANO

attrice

contro

I.S. SPA (C.F. (...)), con il proc. dom. avv.

convenuta

Svolgimento del processo

Con atto di citazione ritualmente notificato la U. s.p.a. conveniva in giudizio I.S. s.p.a., al fine di ottenerne la restituzione di somme versate in forza di contratti in derivati.

L'attrice in particolare esponeva:

- che nel 2003 la U. s.p.a., la U. 5 s.r.l., la E. s.r.l. e la R. s.r.l. stipulavano con la banca quattro distinti contratti in derivati per un nozionale di riferimento determinato complessivamente in Euro 6.000.000,00;

- che i contratti venivano stipulati sul presupposto di operare come copertura a fronte del rischio di rialzo dei tassi di interesse, considerate le posizioni di indebitamento delle società;
- che, infatti, le contraenti appartenevano tutte al medesimo gruppo societario e operavano nel settore della costruzione, locazione e vendita di immobili;
- che tutte le società rilasciavano in occasione della stipula dei contratti dichiarazioni autoreferenziali in ordine alla pregressa esperienza e conoscenza dei prodotti finanziari derivati;
- che dette dichiarazioni ex art. 31 Reg. Consob erano state predisposte dalla banca e non rispondevano alla realtà, dal momento che le società avevano ambiti operativi estranei ai mercati finanziari e non avevano in precedenza mai stipulato contratti in derivati;
- che, sebbene i quattro contratti alla prima scadenza annuale avessero garantito flussi di cassa positivi per le clienti, la banca inspiegabilmente proponeva/richiedeva di rinegoziare i rapporti, mediante sostituzione degli swaps in essere con un nuovo contratto IRS;
- che detta proposta veniva effettuata prospettando un M.M. negativo per tutti i quattro contratti;
- che, pertanto, i quattro contratti originari venivano chiusi e il M.M. negativo, determinato dalla stessa banca in complessivi Euro 27.500,00, veniva "caricato" quale up front nel nuovo contratto di IRS stipulato con la sola capogruppo U. s.p.a.;
- che U. s.p.a. nel frattempo incorporava U. 5 s.r.l.;
- che il contratto IRS così perfezionato con l'attrice veniva successivamente più volte rinegoziato, con sempre maggiore M.M. negativo caricato come up front sul successivo

contratto, sino al febbraio 2009, dove il fair value negativo aveva raggiunto la somma di Euro 251.000,00;

- che l'attrice da quel momento si rifiutava di dare corso a nuove rinegoziazioni e, quindi, portava alla sua naturale scadenza prevista per il 2014 l'ultimo contratto in derivati;

- che all'esito di tale rapporto risultava che l'attrice aveva dovuto versare complessivamente alla banca per effetto dei contratti in questione l'importo di Euro 770.862,24;

- che le dichiarazioni di operatore qualificato rilasciate dalle quattro società originarie contraenti erano inefficaci, in quanto non rispondenti alla realtà;

- che la banca aveva omesso di fornire le informazioni necessarie con riferimento ai contratti che venivano sottoposti alla clientela;

- che, in particolare, i contratti venivano stipulati presso la sede di U., quindi al di fuori dei locali commerciali della banca, senza che fosse prevista la facoltà di ripensamento e, quindi, di recesso da parte del cliente;

- che i contratti in derivati perfezionati dalle parti erano nulli, in quanto non rivolti a perseguire una finalità di copertura, essendo caratterizzati da una struttura prettamente speculativa;

- che, peraltro, U. non necessitava neppure di procurarsi una copertura a fronte del rischio di innalzamento dei tassi di interesse, tanto meno se riferiti ai tassi collegati al F.S., non intrattenendo relazioni commerciali incentrate su tale divisa;

- che, pertanto, i contratti oggetto di causa erano nulli per difetto di causa in concreto;

- che tale vizio emergeva anche dalla mancata specificazione dei criteri di determinazione del M.M.;

- che, anche qualora si fosse considerato il contratto di Interest Rate Swap quale una scommessa legalizzata, esso era nullo per difetto di alea bilaterale, dal momento che il negozio era stato costruito dalla convenuta a condizioni tali da rendere sostanzialmente impossibile il prodursi di flussi finanziari a suo carico.

Si costituiva ritualmente in giudizio I.S. s.p.a., contestando quanto ex adverso dedotto e, in particolare, eccependo in via preliminare il difetto di legittimazione attiva dell'attrice, quanto meno con riferimento ai contratti stipulati dalle altre società del gruppo, salvo solo U. 5, in quanto effettivamente incorporata in U. s.p.a; nel merito evidenziava come i legali rappresentanti delle quattro società, nonché tutti soci dell'attrice, fossero imprenditori esperti, legittimando la dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato da ciascuno di essi rilasciata, che i contratti derivati con funzione speculativa erano pienamente leciti; che il M.M. era stato pattuito sulla base di parametri di calcolo determinabili, essendo previsto nei contratti il richiamo alle quotazioni di mercato.

Senza che fosse dato corso ad attività istruttoria alcuna, il giudice rinviava all'odierna udienza per la discussione e decisione nelle forme di cui all'art. 281 sexies c.p.c.

Motivi della decisione

La domanda attorea è fondata e, pertanto, merita di trovare accoglimento.

La difesa attorea, al di là di una congerie di contestazioni prospettate in termini non sempre lineari e a volte addirittura contraddittori, ha fra l'altro eccepito la nullità dei contratti in derivati oggetto di causa, delineando un loro difetto di causa in concreto.

Tale contestazione necessita di alcuni chiarimenti, finalizzati a rendere conto di come e in che termini l'eccezione possa trovare accoglimento.

A tal proposito, quindi, va precisato come lo swap non sia un prodotto finanziario che il cliente acquisti sostenendo un esborso (come avviene quando si acquista un'azione, un'obbligazione, una quota di un fondo, ecc.); stipulando un contratto di swap (nella ti-

pologia più comune degli Interest Rate Swap) il cliente e la banca si impegnano ciascuno a pagare all'altro, a scadenze periodiche definite, un importo calcolato applicando dati parametri (diversamente prestabiliti per ciascun contraente) a un medesimo valore di base (c.d. nozionale); a ciascuna scadenza i due importi si compensano e ne deriverà un differenziale a carico dell'uno, e correlativamente a favore dell'altro, o viceversa.

Nei contratti di swap la causa potrebbe quindi individuarsi nello scambio di due rischi connessi, che, assunti dai due contraenti, derivano dalla vicendevole entità degli importi che matureranno a carico di ciascuno, e quindi dei differenziali che potranno risultare a carico o a favore di ciascuno (ciascuno assume il rischio che il proprio parametro vari in termini a sé sfavorevoli, e favorevoli alla controparte, e che quindi risulti a suo carico il differenziale, e non già a suo favore).

La componente aleatoria è quindi intrinseca alla natura del derivato, che può ritenersi una "scommessa" legalmente autorizzata a fronte di un interesse meritevole di disciplina, tanto che all'art. 23 TUF si dice (al comma 5) che "agli strumenti finanziari derivati... non si applica l'art. 1933 del codice civile" (norma secondo cui "non compete azione per pagamento di giuoco o scommessa, anche se ...non proibiti"); il richiamo all'art.1933 c.c., sia pure al fine della sua non operatività, conforta circa la natura aleatoria (in termini di scommessa) ascrivibile a tali contratti, dovendosi ulteriormente precisare come tale componente aleatoria debba ritenersi caratterizzare sia il derivato di copertura, sia il derivato speculativo, tipologie entrambe contemplate nell'ordinamento finanziario: all'art. 28 n. 3 Del. Consob n. 11522 del 1998, infatti, si parla di "operazioni in strumenti derivati ...disposte per finalità diverse da quelle di copertura"(per le operazioni speculative è previsto l'obbligo dell'intermediario di informare l'investitore se la perdita superi una data soglia).

L'eventuale sbilanciamento delle alee, ossia una sproporzione tra il rischio assunto dal cliente rispetto al rischio assunto dalla banca, non incide sulla struttura del contratto, e quindi sulla sua validità, purchè ciascuna delle due parti, scommettendo, si assuma un grado (anche sbilanciato) di rischio; un investitore può anche assumersi un forte rischio

al fine di tentare di avere un forte vantaggio e solo in casi limite si potrà arrivare a dire che il contratto non è aleatorio, quando cioè al rischio dell'uno non corrisponda il rischio dell'altro.

Tali considerazioni, pertanto, smentiscono l'assunto di partenza della difesa attorea, ossia la pretesa nullità dei derivati oggetto di causa, in quanto privi di finalità di copertura, ma al contrario caratterizzati da un intento speculativo.

Senonchè deve registrarsi come la difesa attorea, sia pure impropriamente inquadrandola nell'ambito del difetto di causa in concreto del contratto, ha comunque contestato ed eccepito la nullità dello stesso per non contenere specificazione dei criteri di calcolo del M.M. (M.M.); salvo, infatti, un mero accenno a pagina 43 dell'atto di citazione, solo a pagina 48 la difesa attorea ha evidenziato, nell'ambito delle contestazioni strumentali all'eccezione di nullità dei contratti, come essi si caratterizzassero per il fatto che "l'assenza di M.M. e di scenari probabilistici rende, infine, del tutto priva di giustificazione causale la stessa clausola che contempla l'eventuale erogazione del cd up front".

La contestazione, come si è detto impropriamente inquadrata in una prospettiva causale e, comunque solo accennata nell'ambito di un atto introduttivo che si caratterizza per una sua spiccata corposità, risulta in ogni caso dalla controparte pienamente individuata e compresa nei suoi esatti contenuti e implicazioni, considerato come la banca nella propria comparsa di risposta abbia specificamente preso posizione sul punto, sostenendo come il criterio di calcolo dell'M.M. fosse pattuito in termini oggettivamente determinabili con la previsione nei contratti quadro della clausola per cui "la Banca provvederà su base giornaliera a rilevare per i contratti che specificamente lo prevedono il loro rispettivo valore corrente di mercato - definito più propriamente costo di sostituzione o M.M. - sulla base di quotazioni di mercato".

A detta della difesa della convenuta, infatti, il richiamo alle "quotazioni di mercato" avrebbe potuto essere inteso in termini indeterminati là dove fosse stato inserito nell'ambito di un contratto a struttura complessa (cd. derivati esotici); non altrettanto,

invece, con riferimento a IRS, ossia contratti destinati a operare calibrando lo scambio dei flussi finanziari in forza delle variazioni di tassi di interesse quotidianamente soggetti a quotazioni e rilevazioni sul mercato.

In relazione a questi ultimi, quindi, il richiamo alle quotazioni di mercato andrebbe inteso, e non potrebbe essere diversamente, come riferito alle rilevazioni periodiche dei tassi di interesse presi come indici di riferimento.

La difesa sopra riassunta, se da un lato conforta, come si è detto, la corretta individuazione del tenore e del contenuto dell'eccezione di nullità accennata dall'attrice, dall'altro lato si prospetta in termini che non possono essere condivisi.

Il richiamo alle quotazioni di mercato, anche là dove fosse inteso, come sostenuto dalla difesa della convenuta, come richiamo alle quotidiane rilevazioni dei tassi di interesse richiamati dallo swap, non sarebbe comunque tale da rendere realmente determinabile l'M.M., in quanto sostanzialmente si risolverebbe in una determinazione tautologica.

Dire, infatti, che i reciproci flussi finanziari saranno determinati dalle variazioni di un determinato tasso di interesse e che il M.M. viene quantificato in forza delle variazioni di tale tasso di interesse, in sostanza, equivale a non indicare in alcun modo il metodo di calcolo che sarà utilizzato per quantificare il fair value del contratto.

Il M.M., infatti, quale sommatoria attualizzata dei differenziali futuri attesi sulla base delle condizioni dell'indice di riferimento al momento della sua quantificazione, ovviamente presuppone il richiamo al tasso di interesse di richiamo, ma necessita altresì di essere sviluppato attraverso un conteggio che, mediante il ricorso a differenti formule matematiche, consenta di procedere all'attualizzazione dello sviluppo prognostico del contratto sulla base dello scenario esistente al momento del calcolo dell'M.M..

Precisato, quindi, che per definizione il M.M. non possa essere pattuito in modo determinato, trattandosi di un valore destinato necessariamente a mutare a seconda del momento del suo calcolo e dello scenario di riferimento di volta in volta esistente, per-

chè possa sostenersi che esso sia quanto meno determinabile è comunque necessario che sia esplicitata la formula matematica alla quale le parti intendono fare riferimento per procedere all'attualizzazione dei flussi finanziari futuri attendibili in forza dello scenario esistente.

Ciò si rende necessario in quanto detta operazione può essere condotta facendo ricorso a formule matematiche differenti, tutte equivalenti sotto il profilo della loro correttezza scientifica, ma tali da poter portare a risultati anche notevolmente differenti fra di loro.

Se, pertanto, per la determinazione del M.M. si pretendesse di fare richiamo alle sole rilevazioni periodiche del tasso di interesse di riferimento, senza indicare anche il criterio di calcolo da adottarsi per procedere all'attualizzazione del valore prognostico, in realtà non si renderebbe il dato contrattuale effettivamente determinabile, sostanzialmente rimanendo lo stesso unilateralmente quantificabile in termini differenti a seconda della formula matematica di calcolo di volta in volta prescelta dal soggetto interessato.

L'indeterminatezza del M.M. assume particolare rilevanza in casi, come quello in esame, in cui non solo tale valore è stato ripetutamente quantificato dalla banca in occasione delle molteplici rinegoziazioni del derivato, ma nei quali addirittura si è registrata l'anomalia che ha contrassegnato il primo contratto, il quale a detta della banca, pur avendo prodotto alla sua prima scadenza annuale flussi finanziari a credito per il cliente, a tale data presentava già un M.M. negativo.

Premesso come un simile quadro non possa essere considerato di per sé impossibile, in quanto potrebbe accadere che in prossimità della scadenza annuale si sia verificata una sensibile variazione dei tassi di interesse, tale da sovvertire lo scenario prognostico rispetto ai flussi sino a quel momento maturati; va tuttavia comunque osservato come un tale valore negativo appaia quanto meno inusuale e, soprattutto, nel caso di specie in alcun modo illustrato, nonostante il rilievo critico mosso dall'attrice.

In difetto, quindi, di esplicitazione del criterio di calcolo dell'M.M., il valore negativo attribuito dalla banca (così come poi accaduto anche per i successivi contratti rinegoziati) risulta sostanzialmente non verificabile e, quindi, rimesso alla rilevazione arbitraria di una delle parti del contratto.

Tale contesto, pertanto, porta a escludere che nei contratti in esame il M.M. fosse determinabile, come invece sostenuto dalla convenuta.

Si tratta, quindi, a questo punto di verificare se l'M.M. sia o n. un elemento essenziale del contratto in derivati, con l'effetto che, in caso positivo, la nullità della relativa clausola si estenda all'intero contratto ex art. 1418 c.c.

A tal proposito si è rilevato come l'M.M. diviene operante solo nel caso in cui si proceda a una chiusura anticipata del rapporto e, pertanto, sarebbe un elemento contrattuale solo eventuale e non necessario e, in particolare, non assumerebbe alcuna rilevanza nella fase genetica del contratto; per tali ragioni, secondo tale primo orientamento, l'M.M. non potrebbe essere considerato come un elemento essenziale del contratto e, quindi, la nullità per indeterminatezza della sua pattuizione non si rifletterebbe sull'intero contratto.

Tale ricostruzione, tuttavia, non tiene in giusta considerazione il fatto che il M.M., quale sommatoria attualizzata di differenziali futuri attesi, rappresenta, sia pure nella dimensione temporalmente contestualizzata, un differenziale tra contrapposti flussi finanziari, ossia l'oggetto stesso del contratto.

In sostanza l'M.M. è una particolare espressione dell'oggetto del contratto, destinata a operare con riferimento ad alcune vicende contrattuali dalle parti predeterminate (ossia la scelta di una di esse di dare chiusura anticipata al rapporto, piuttosto che altri casi di necessaria interruzione anticipata, come ad esempio i casi previsti nei contratti in esame di ammissione a procedure concorsuali della cliente o a procedura di liquidazione coatta della banca).

In tali casi, quindi, l'oggetto del contratto, costituito dal differenziale dei contrapposti flussi finanziari, viene determinato attraverso il M.M., il quale, rappresentando una sua specifica modalità di espressione, è esso stesso l'oggetto del contratto.

Ciò appare indirettamente confermato dallo stesso legislatore, là dove all'art. 2427 bis c.c. ha previsto che le società debbano nella nota integrativa di bilancio indicare il fair value del contratto derivato, cioè il valore in sé del contratto (ossia l'M.M.); tale previsione normativa, infatti, conferma

come il M.M., lungi dal configurarsi solo come elemento eventuale del contratto, sia piuttosto una componente necessaria del suo oggetto, tanto da dover essere esplicitata in sede di bilancio.

Se così è, quindi, dovendo l'oggetto del contratto e, quindi, tutte le sue componenti, essere determinate o quanto meno determinabili, pena la nullità del contratto stesso, sarà necessario che nel regolamento contrattuale venga indicato il metodo di calcolo di tale valore; in difetto, risolvendosi la quantificazione dell'M.M. in una determinazione di una delle parti (la banca), non verificabile dall'altra, deve concludersi come esso non risulti determinabile, implicando la nullità dell'intero contratto ex art. 1418 c.c.

Nel caso di specie, quindi, considerato come il richiamo alle "quotazioni di mercato" non possa considerarsi sufficiente per rendere determinabile l'M.M. e quindi l'oggetto del contratto, non può che concludersi per la nullità di tutti gli swap conclusi da U. s.p.a. (e dall'incorporata U. 5 s.r.l.).

Tale esito non è precluso dal fatto che la difesa attorea, nel precisare le conclusioni, ha sì invocato la dichiarazione di nullità dei contratti, ma l'ha ricollegata a un difetto di causa in concreto; come si è detto più volte, infatti, l'attrice impropriamente ha qualificato giuridicamente il vizio riguardante la determinabilità del M.M. in una prospettiva causale, anziché in termini di oggetto del contratto, ma la lettura unitaria dell'atto di citazione, così come peraltro inteso e oggetto di attività defensionale ad opera della con-

troparte, consente di ricondurre T eccepita nullità contrattuale sotto il corretto profilo di operatività del vizio denunciato.

Tale conclusione, inoltre, non solo porta a ritenere assorbita ogni considerazione in ordine alla validità o meno della dichiarazione di operatore qualificato ex art. 31 Reg. CONSOB, piuttosto che in ordine agli obblighi informativi e all'ammissibilità o meno della domanda di risoluzione per inadempimento proposta dall'attrice solo con la memoria ex art. 183 sesto comma n. 1 c.p.c., ma consente di superare anche l'eccezione preliminare di parziale difetto di legittimazione attiva dell'attrice, sollevata con riferimento ai contratti in derivati stipulati da R. e da E..

Se, infatti, sicuramente sotto il profilo della declaratoria di nullità U. non può considerarsi legittimata a ottenere che sia dichiarata la nullità di contratti stipulati da altri soggetti e, quindi, i due swap originari contratti da R. e da E., la pretesa attorea risulta viceversa interamente fondata quanto alla conseguente domanda di ripetizione di indebitto.

Se, infatti, quest'ultima discende dalla declaratoria di nullità, è peraltro pacifico che alla rinegoziazione dei quattro swaps originari, il M.M. negativo di ciascuno di essi, per un totale di Euro 27.500,00, è stato addossato sull'attrice, la quale unica ha contratto il derivato in rinegoziazione, influenzato dall'esito dei contratti originari.

In sostanza, quindi, l'effetto economico della nullità di tutti i quattro originari contratti si è riflesso e riprodotto nel nuovo contratto sostitutivo perfezionato dalla sola attrice, la quale, in tal modo, ha "acquisito" la pretesa ripetitoria anche per l'M.M. negativo riferito ai contratti stipulati da R. e da E..

Non essendo stata in alcun modo contestata la somma complessiva degli esborsi sostenuti per effetto dei contratti nulli, va quindi accolta la domanda dell'attrice diretta a ripetere dalla convenuta l'importo di Euro 745.341,95, oltre a interessi secondo il tasso legale ex art 2033 c.c. dal 23.10.2014 (data della domanda) al saldo.

Quanto, infatti, alla decorrenza degli interessi, è sufficiente rilevare come non sia stata neppure prospettata una mala fede dell'accipiens, tale da giustificare i conteggi degli interessi dalla data di ciascun pagamento indebito.

La novità delle questioni giuridiche trattate e le considerazioni esposte in relazione alle difese articolate dalle parti giustificano la compensazione delle spese di lite tra le parti

P.Q.M.

Il Tribunale in composizione monocratica, definitivamente pronunciando nel contraddittorio delle parti, ogni diversa istanza disattesa:

- in accoglimento delle domande proposte da U. s.p.a. nei confronti di I.S. s.p.a., dichiara la nullità dei contratti in derivati stipulati con la convenuta dall'attrice e dalla società in essa incorporata U. 5 s.r.l.;
- condanna per l'effetto la convenuta a restituire all'attrice la somma di Euro 745.341,95, oltre a interessi secondo il tasso legale dal 23.10.2014 al saldo;
- compensa fra le parti le spese di lite.

Così deciso in Milano, il 16 giugno 2015.

Depositata in Cancelleria il 16 giugno 2015.

INTEREST RATE SWAP E METODO DI CALCOLO DEL MARK-TO-MARKET: L'OGGETTO CONTRATTUALE NON È INDETERMINABILE*.

(Interest rate swap and the calculation of the mark to market value)

SOMMARIO: 1. Il fatto. - 2. *Mark-to-market* ed oggetto del contratto di *interest rate swap*. - 3. Il *mark-to-market* nella pratica internazionale. - 4. L'oggetto contrattuale è veramente indeterminabile?. - 5. Obbligo di comunicazione iniziale del *mark-to-market*.

1. I fatti alla base della decisione milanese, omettendo tutto ciò non strettamente necessario per i presenti fini, possono essere brevemente riassunti come segue.

Alcune società appartenenti ad un medesimo gruppo stipulavano, all'inizio degli anni 2000, contratti di *interest rate swap* con finalità di copertura, a fronte della posizione debitoria in cui le stesse si trovavano.

Successivamente, e nonostante la presenza di flussi positivi per le società, la banca prospettava un *mark-to-market* (MtM) negativo per tutti i contratti, proponendo quindi la rinegoziazione degli stessi.

Si procedeva perciò alla chiusura anticipata dei contratti in corso ed alla stipulazione di un solo swap con la società capogruppo, con pagamento di una somma *upfront* al cliente di valore pari alla perdita subita in ragione dell'estinzione anticipata degli stessi.

A seguire, il medesimo contratto veniva fatto oggetto di successive rinegoziazioni, con *mark-to-market* sempre più deteriori per l'investitore.

La società decideva, quindi, di portare al termine naturale il rapporto, maturando però un'ingente perdita finanziaria, in relazione alla quale riteneva di investire l'autorità giurisdizionale.

Tra le numerose contestazioni avanzate¹, la società lamentava una mancata

*Contributo approvato dai revisori.

¹Che, per inciso, il giudice non esita ad apostrofare come una "*congerie di contestazioni prospettate in termini non sempre lineari e a volte addirittura contraddittori* [...]"

specificazione, nel corpo del contratto, di esatti criteri di determinazione dell'MtM², che, secondo la tesi attorea, avrebbe comportato la nullità del contratto per assenza di causa in concreto.

Il Tribunale, con valutazione assorbente, accoglieva la domanda di accertamento della nullità, riqualificando però l'eccezione in parola in termini di indeterminabilità dell'oggetto contrattuale³. Secondo il giudice, infatti, l'MtM rappresenta una "*particolare espressione dell'oggetto del contratto, destinata ad operare con riferimento ad alcune vicende contrattuali [...]*" e la sua indeterminabilità comporterebbe la nullità dell'intero negozio ex art. 1418 c.c..

Come si tenterà di illustrare, chi scrive, pur ritenendo in sostanza condivisibile la collocazione nell'oggetto contrattuale dell'MtM, reputa, in un caso come quello presentato, erroneo ed eccessivo il giudizio di indeterminabilità espresso dal Tribunale.

2. Le motivazioni del Tribunale di Milano obbligano ad una breve digressione circa il rapporto tra l'oggetto dei contratti di *interest rate swap* e la natura dell'MtM.

In astratto, l'MtM altro non è se non l'espressione del valore di mercato corrente di uno strumento derivato, attraverso la prognosi di quelli che potranno essere i futuri flussi di pagamento⁴. Più che con la diffusa traduzione di "marcare il mercato"⁵, che anche linguisticamente non significa molto, sembra più corretto tradurre semplicemente con "valutazione di mercato".

Come più avanti si illustrerà, l'MtM può rilevare nel contesto di differenti pattuizioni contrattuali, quali l'obbligo dell'intermediario di fornire informazioni periodiche, in tema di garanzie finanziarie o in relazione al costo di sostituzione nel caso

²Il tenore letterale del contratto era il seguente: "*la Banca provvederà su base giornaliera a rilevare per i contratti che specificamente lo prevedono il loro rispettivo valore corrente di mercato – definito più propriamente costo di sostituzione o Mark to Market – sulla base di quotazioni di mercato*".

³Il giudice, infatti, ritiene che "*la lettura unitaria dell'atto di citazione, così come peraltro inteso e oggetto di attività defensionale ad opera della controparte, consente di ricondurre l'eccepita nullità contrattuale sotto il corretto profilo di operatività del vizio denunciato*". Tuttavia, si ritiene, avrebbe potuto semplicemente far riferimento all'orientamento inaugurato da Cass civ., Sez. Un., n. 26242 del 12/12/2014 circa il carattere "autodeterminato" della domanda di nullità contrattuale.

⁴Cfr. GIRINO, *I contratti derivati*, Giuffrè, 2010, p. 455.

⁵Cfr. GIRINO, *Ibid.*

di scioglimento anticipato dell'operazione⁶.

Può essere fonte di confusione, quindi, l'espressione usata dal Tribunale di Milano per cui l'MtM "*diviene operante solo nel caso in cui si proceda a una chiusura anticipata del rapporto*"; sarebbe stato maggiormente corretto fare riferimento all'MtM in termini più generali, distinguendone il diverso rilievo giuridico sulla base della clausola cui l'MtM afferisce.

Premesso ciò, occorre ora interrogarsi sull'affermazione, contenuta nella sentenza in esame, circa l'identificabilità dell'MtM con l'oggetto contrattuale.

Per maggiore chiarezza, secondo parte della giurisprudenza e della dottrina, tale accostamento deve essere rigettato⁷.

Secondo questa impostazione, infatti, la non riconducibilità dell'MtM nell'alveo dell'oggetto contrattuale sarebbe dovuta al fatto che lo stesso rappresenterebbe meramente il valore teorico del derivato in caso di scioglimento anticipato, senza comportare alcuna conseguenza giuridica immediata.

In effetti, l'oggetto del contratto di *interest rate swap* viene individuato tradizionalmente nello scambio di flussi finanziari a scadenze determinate⁸, mentre, viene detto, l'MtM potrebbe essere oggetto al più di un "patto accessorio", ad esempio finalizzato a regolare le modalità di recesso contrattuale⁹.

A parere di chi scrive, tale indirizzo muove da premesse corrette per giungere a risultati erronei, nonchè fortemente riduttivi del reale significato dell'MtM.

Senza voler ripercorrere interamente il noto dibattito sull'essenza dell'oggetto contrattuale, problematica che qualcuno ha definito dai contorni "filosofici"¹⁰, è opportuno farvi qualche rapido accenno di carattere generale.

Limitandosi alle due tesi maggioritarie in dottrina, da un lato abbiamo quelle

⁶Cass. Pen., Sez. II, n. 4721 del 21 dicembre 2011.

⁷Si vedano: Trib. Milano, 12 gennaio 2011; Trib. Milano, 19 aprile 2011; App. Torino, 19 aprile 2011. Non risolutiva invece Cass. Pen., Sez. II, n. 4721 del 21 dicembre 2011. In dottrina: RUGGI – SETTANNI, *Upfront e Mark to market nelle operazioni in derivati*, in *I Contratti*, 2012, fasc. 5, p. 353; CAPUTO NASSETTI, *Fair value e fair price nei contratti derivati*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2015, fasc. 2, p. 373.

⁸Cfr. CAPUTO NASSETTI, *Profili civilistici dei contratti "derivati" finanziari*, Giuffrè, 1997, p. 2.; App. Milano 18 settembre 2013.

⁹Così Trib. Milano, 19 aprile 2011.

¹⁰Cfr. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Edizioni Scientifiche Italiane, 2011, p. 901.

teoriche che accostano l'oggetto contrattuale al regolamento voluto dalle parti, eventualmente integrato da fonti esterne, il "contenuto"¹¹. Dall'altro si trova l'opinione di chi, invece, preferisce identificare l'oggetto con le situazioni giuridiche costituite, regolamentate o estinte tramite lo strumento negoziale¹². Detto per inciso, tale ultima nozione sembra preferibile sia perché permette di distinguere l'oggetto dal contenuto, anch'esso menzionato dal codice civile, sia per la maggiore aderenza di questa lettura all'art. 1321 c.c. il quale, definendo il "contratto", altro non può fare se non racchiudere in sé gli elementi essenziali dello stesso.

Ad ogni modo, qualunque sia l'approccio scelto, il metodo di calcolo dell'MtM (più che l'MtM di per sé, che è meramente il valore attribuito da una parte al derivato) rappresenta certamente l'unico parametro per definire, tra le altre cose, il contenuto di una obbligazione pecuniaria assai rilevante quale quella che sorge al momento dello scioglimento anticipato della struttura contrattuale.

Scioglimento che, a dirla tutta, è eventualità tutt'altro che remota, essendo spesso, anzi, l'esito naturale dello swap. Ci si riferisce in particolare alle operazioni di cartolarizzazione nel cui contesto la società veicolo, che emette (anche) titoli a tasso variabile, entra in un *interest rate swap* con altra entità, spesso la banca *arranger* dell'operazione, con termine pari a quello di scadenza delle note stesse. Tali strutture, però, vengono solitamente "smontate" ben prima della scadenza programmata dei titoli emessi, ovverosia quando il flusso di cassa generato dagli *asset* cartolarizzati residui non giustifica più il mantenimento dell'intero schema¹³.

Del resto, l'incidenza dell'MtM nel determinare il contesto complessivo delle reciproche obbligazioni è stata correttamente apprezzata dalla Corte meneghina la quale ha riconosciuto che *"il Mark to Market, quale sommatoria attualizzata di differenziali futuri attesi, rappresenta, sia pure nella dimensione temporalmente contestualizzata, un differenziale tra contrapposti flussi finanziari, ossia l'oggetto stesso del contratto"*.

¹¹Cfr. SACCO – DE NOVA, *Il Contratto* (Tomo II), in *Trattato di diritto civile* (diretto da Sacco), UTET, 1993, pp. 18 ss.; ALPA – MARTINI, *Il contratto in generale* (Tomo III), in *Trattato di diritto privato* (a cura di Bessone), Giappichelli, 1999, pp. 358 ss.

¹²Cfr. ALPA – MARTINI, op. cit., pp. 363 – 364.

¹³Nei prospetti si parla di *weighted average life* di una determinata classe di titoli.

In altri termini, l'MtM (rectius: il metodo di calcolo dell'MtM) non può essere escluso dall'oggetto contrattuale perché, a prescindere da esigenze soggettive di valutazione dell'alea reciproca, proprio su questo computo si basa un'obbligazione di pagamento che, sovente, rappresenta l'esito naturale del rapporto.

Quanto detto non implica, tuttavia, la condivisione delle conclusioni tratte dal Tribunale in tema di indeterminabilità dell'oggetto contrattuale che, a parere dello scrivente, avrebbero dovuto essere ben diverse.

3. Una volta presa posizione sul rapporto tra l'oggetto contrattuale e l'MtM, sembra utile volgere brevemente lo sguardo sull'utilizzo dell'MtM nella pratica internazionale (di radice anglosassone) consolidata nella contrattualistica uniforme. Infatti, con le sue secolari radici saldamente impiantate nel pragmatismo e nella ragionevolezza, essa dovrebbe rappresentare fonte di ispirazione anche per il giurista nostrano che si avventura in terreni storicamente non propri.

Ci si riferisce, in primis, alla contrattualistica standard predisposta dall'International Swaps and Derivatives Association (ISDA), nel cui contesto l'MtM può rilevare a diversi livelli e per finalità differenti.

In primo luogo, l'MtM può costituire oggetto di una semplice obbligazione informativa periodica, secondo cui una parte (tipicamente l'intermediario) è tenuta a comunicare all'altra, a scadenze periodiche, il valore di mercato della transazione, la conoscenza del quale permette di tenere sotto controllo il rischio di controparte¹⁴ nonché di adempiere a precise esigenze contabili¹⁵.

D'altro canto, il raggiungimento di certi valori di MtM può fungere anche da condizione sospensiva dell'obbligo di prestare garanzie finanziarie a supporto dell'obbligazione principale ai sensi di un *Credit Support Annex*, ove previsto¹⁶. Lo stesso *quantum* dell'obbligazione accessoria varia a seconda delle fluttuazioni positive o

¹⁴KOLB – OVERDAHL, *Financial Derivatives: Pricing and Risk Management*, John Wiley & Sons, 2010, p. 30

¹⁵Cfr. CORASANITI, *Il contratto derivato finanziario tra bilancio e fisco*, in *Swap tra banche e clienti – I contratti e le condotte* (a cura di D. Maffei), Giuffrè, 2014, pp. 317 ss.

¹⁶Cfr. KOLB – OVERDAHL, op. cit., p. 30.

negative dell'MtM¹⁷.

Infine, il calcolo dell'MtM trova trova ampia e naturale regolamentazione in relazione allo scioglimento anticipato dello swap, momento in cui si rende necessario stimare il "costo di sostituzione" della parte cui la causa di scioglimento è da imputarsi. Mi riferisco, in particolare, e senza scendere eccessivamente nello specifico, alla *section* 6(e) del modello di contratto quadro ISDA del 1992¹⁸, a mente del quale le parti possono alternativamente optare tra i sistemi di calcolo "Market Quotation" e "Loss"¹⁹.

Solitamente la scelta cade sul criterio "Market Quotation"²⁰, secondo cui il contraente che non ha dato luogo alla, o a cui non si riferisce la, causa di scioglimento anticipato, deve ottenere almeno tre quotazioni da parte di primari operatori del mercato di riferimento relativamente al "costo di sostituzione" della controparte nell'operazione terminata, facendone poi una media aritmetica con esclusione delle quotazioni più alta e più bassa.

In altri termini, la parte che compie la determinazione domanda ad un gruppo di operatori di settore qualificati quanto essi sarebbero disposti a pagare (o quanto gli stessi vorrebbero essere pagati) per entrare con il richiedente in uno swap a condizioni uguali rispetto a quello interrotto.

Il diverso criterio "Loss", nettamente meno utilizzato perché spesso reputato eccessivamente discrezionale, consente invece alla parte interessata di determinare il costo di sostituzione in base al calcolo della perdita subita (o, se del caso, il guadagno realizzato).

A ben vedere, entrambi i criteri rappresentano una possibile risposta alla

¹⁷Si veda, in particolare, la definizione di *Credit Support Amount* nel *Credit Support Annex* ISDA. Nel contesto di operazioni che prevedono l'emissione di titoli dotati di rating, assumono inoltre grande rilevanza anche le linee guida delle agenzie di rating in tema di rischio di controparte e caratteristiche delle garanzie postate. V. per esempio i *Counterparty Criteria for Structured Finance and Covered Bonds* ed il *Derivative Addendum* di Fitch, reperibili su https://www.fitchratings.co.jp/ja/images/RC_20130513_Counterparty%20Criteria%20for%20SF%20and%20Covered%20Bonds_EN.pdf e https://www.fitchratings.co.jp/ja/images/RC_20130513_Counterparty%20Criteria%20for%20SF%20and%20Covered%20Bonds_Derivative%20Addendum_EN.pdf.

¹⁸Si tratta di un modello contrattuale ancora oggi largamente utilizzato, anche per una certa ritrosia degli operatori del settore a sostituire meccanismi collaudati.

¹⁹Da specificare nella "Schedule".

²⁰Che è anche il criterio residuale in caso di mancata scelta operata dalle parti.

necessità di contemperamento delle contrapposte esigenze di flessibilità e certezza. Essi devono essere comunque applicati secondo buona fede, ma, soprattutto, come rimarcato dalla High Court inglese in una nota pronuncia²¹, gli stessi devono essere intesi come espressione del principio di ragionevolezza commerciale. Non solo ragionevolezza in astratto del criterio di calcolo, ma anche ragionevolezza del risultato concreto, che può essere scrutinato pregnatamente dal giudice.

Ed è proprio su un miglior bilanciamento tra flessibilità e certezza, nonché sul raggiungimento di risultati ancor più ragionevoli, che si fondano le modifiche apportate con l'introduzione nel 2002 del nuovo *Master Agreement* ISDA, che, per quanto qui rileva, ha cancellato i metodi Market Quotation e Loss a favore di un procedimento unico dalla flessibilità assai accentuata.

Infatti, complici anche la crescente complessità delle strutture delle transazioni in derivati nonché la recente crisi finanziaria globale, spesso si è faticato non poco a trovare un sufficiente numero di valutazioni di parti terze necessarie per poter applicare il criterio Market Quotation.

D'altra parte, come menzionato, il metodo Loss era (ed è) poco utilizzato in quanto percepito da molti operatori come eccessivamente discrezionale e scarsamente trasparente.

Ai sensi del nuovo Master Agreement, la parte valutatrice (o un suo incaricato) può, invece, calcolare il costo di sostituzione²² in buona fede tramite procedure commercialmente ragionevoli, potendo (ma non dovendo) tenere in considerazione, tra le altre cose, anche eventuali quotazioni da parte di altri partecipanti del mercato.

Quanto fin qui si è cercato di illustrare vuole semplicemente servire ad evidenziare quale sia l'approccio della contrattualistica uniforme al problema del calcolo dell'MtM. Si tratta, a ben vedere, di un approccio sicuramente elastico ma che non vuole assolutamente essere fonte di comportamenti arbitrari, i quali trovano un ostacolo concreto nell'applicazione dei principi di buona fede e ragionevolezza commerciale.

²¹*Peregrine Fixed Income Limited (in Liquidation) v Robinson Department Store Public Company Limited* [2000] All ER (D) 1177.

²²V. definizione di "*Close-out Amount*" nel modello contrattuale.

Del resto, le metodologie di valutazione di strumenti derivati rappresentano *asset* strategici per gli operatori finanziari attraverso cui competere nei mercati; ben si comprende, dunque, la ritrosia a divulgarne i dettagli. Inoltre, si consideri che fissare rigidamente *ex ante* il metodo di calcolo dell'MtM non sembrerebbe consigliabile nemmeno per via dell'accresciuta volatilità dei mercati, che, a fronte di operazioni dalla durata anche di varie decine d'anni, potrebbe rendere rapidamente obsolete (e perciò irragionevoli) metodologie fino a quel momento utilizzate.

Per le esposte motivazioni, viene da domandarsi, quindi, quanto sia condivisibile la presa di posizione del Giudice meneghino il quale ha, di fatto, preso una posizione incompatibile con la pratica internazionale.

Secondo l'opinione del Tribunale, infatti, il linguaggio utilizzato dal contratto *sub judice* sarebbe stato tale da rendere obiettivamente indeterminato ed indeterminabile il grado di aleatorietà afferente l'operazione e quindi (nella visione del giudice), in ultima analisi, avrebbe reso indeterminabile l'oggetto del contratto. Tuttavia, come anticipato, la contattualistica uniforme può fornire una chiave di lettura diversa della problematica, basata essenzialmente sul rispetto dei principi di buona fede e ragionevolezza commerciale, nonché maggiormente rispondente a quelle che sono le esigenze di un'industria che, più di altre, necessita di flessibilità.

In altre parole: chiarezza sì, ma anche presa di responsabilità da parte di chi, coscientemente, si assume un rischio non totalmente conosciuto con eccessiva leggerezza.

4. La sentenza del Tribunale di Milano segue un percorso argomentativo, a parere di chi scrive, non privo di censure.

Si è visto, infatti, che il contratto quadro *de quo* obbligava la banca a rilevare su base giornaliera l'MtM, limitandosi, però, a richiamare le "quotazioni di mercato". Secondo il giudice, sarebbe invece stato necessario esplicitare "*la formula matematica alla quale le parti intendono fare riferimento per procedere all'attualizzazione dei flussi finanziari futuri attendibili in forza dello scenario esistente*".

Peraltro, la difesa della banca prospettava che nella locuzione "quotazioni di

mercato" sarebbe stato implicito il riferimento alla rilevazione giornaliera dei tassi d'interesse richiamati nell'*interest rate swap*, non potendosi quindi parlare di indeterminatezza del metodo di calcolo. Anche qui, però, il giudice disattendeva la tesi avanzata dall'istituto di credito sostenendone la natura tautologica. Precisava infatti il Tribunale che se "[...] per la determinazione del *Ma*. si pretendesse di fare richiamo alle sole rilevazioni periodiche del tasso di interesse di riferimento, senza indicare anche il criterio di calcolo da adottarsi per procedere all'attualizzazione del valore prognostico, in realtà non si renderebbe il dato contrattuale effettivamente determinabile, sostanzialmente rimanendo lo stesso unilateralmente quantificabile in termini differenti a seconda della formula matematica di calcolo di volta in volta prescelta dal soggetto interessato".

La determinabilità dell'*MtM*, e di conseguenza dell'oggetto contrattuale, sarebbe quindi strettamente collegata all'esposizione dettagliata della formula matematica utilizzata dalla banca per valutare ed attualizzare il valore dei flussi residui²³.

Pur naturalmente senza aver potuto visionare integralmente il testo del contratto analizzato dal Tribunale, tale ragionamento non convince.

Si tratta, a parere dello scrivente, della più ampia problematica dell'ammissibilità della determinazione unilaterale dell'oggetto contrattuale. In altre parole, posto che è da ritenere che il metodo di calcolo dell'*MtM* vada ricondotto nell'oggetto del contratto, è ammissibile che un contraente se ne riservi la determinazione in modo unilaterale in un momento successivo? E se la risposta è affermativa, entro quali termini questo può accadere?

La domanda sorge spontanea perché, a ben vedere, a fronte del riconoscimento della legittimità di un siffatto accordo, si eviterebbe il problema dell'indeterminabilità dell'oggetto contrattuale e delle censure sollevate dal Tribunale di Milano.

Perlopiù (e condivisibilmente), la dottrina propende per una risposta affermativa, ritenendo che il regolamento negoziale possa prevedere un potere unilaterale di determinazione dell'oggetto a favore di un contraente.

²³Cfr. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario ed il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in *Swap tra banche e clienti*, op. cit., p. 21.

Vero è, infatti, che l'oggetto del contratto deve rispondere ai requisiti di cui all'art. 1346 c.c., tra cui quello della determinatezza o determinabilità. Tuttavia, opporsi in ogni caso alla determinabilità unilaterale sembrerebbe immotivatamente restrittivo purché, naturalmente, l'accordo globalmente inteso sia finalizzato a realizzare interessi meritevoli di tutela e risponda ad esigenze obiettive.

Si è autorevolmente sostenuto, infatti, che il regolamento contrattuale possa prevedere che l'oggetto venga, almeno parzialmente, determinato da una delle parti, ove ciò si giustifichi per via della natura dell'affare e sempre che non si cada nel mero arbitrio²⁴.

Del resto, questa impostazione trova una facile sponda nella disciplina civilista relativa alla determinazione della prestazione da parte di un terzo di cui all'art. 1349 c.c., che si ritiene possibile applicare in via analogica alla scelta unilaterale effettuata dal contraente, almeno in relazione alla determinazione secondo l'*arbitrium boni viri*.

Diverso sarebbe, infatti, il caso in cui ad una parte fosse attribuito il potere di modellare l'oggetto contrattuale secondo una discrezionalità illimitata; eventualità che, in effetti, sarebbe incompatibile con la natura consensuale del contratto²⁵.

Ove, invece, l'elezione dell'oggetto sia guidata da parametri logico-obiettivi, suscettibili di vaglio motivazionale, non sembrano esistere valide ragioni per opporsi alla validità dell'accordo che, come detto, potrebbe subire la censura del giudice ex art. 1349 c.c. ove la determinazione fosse iniqua, erronea o frutto di mala fede.

Neppure si potrebbe negare l'esistenza di obiettive e meritevoli ragioni giustificatrici del particolare meccanismo contrattuale in esame. Come si è detto, infatti, le metodologie interne di *pricing* e di *valuing* degli strumenti finanziari utilizzate dagli operatori di mercato rappresentano in se stesse un notevole strumento di concorrenza, mentre la volatilità dei mercati può imporre l'aggiornamento dei sistemi di calcolo al fine di continuare ad attestarsi su valori realistici.

Questo approccio avrebbe l'ulteriore pregio, tra l'altro, di porsi in perfetta

²⁴Cfr. ALPA – MARTINI, *Il contratto in generale*, op. cit., p. 376; BIANCA, *Diritto Civile* (Tomo III – Il Contratto), Giuffrè, 2000, p. 338; GALGANO, *Il Contratto*, Cedam, 2011, p. 186; ROPPO, *Il Contratto*, Giuffrè, 2011, pp. 337 ss.

²⁵Cfr. Cass. Civ., Sez. Lav., n. 11003 del 8/11/1997; Cass. Civ., Sez. III, n. 24995 del 25/11/2014.

affinità rispetto a quanto avviene nei Paesi anglosassoni le cui leggi sono richiamate dai modelli uniformi ISDA²⁶, in cui, come accennato, buona fede e ragionevolezza commerciale costituiscono le direttrici entro cui coniugare le opposte necessità di flessibilità ed obiettività.

Ora, una rilevazione dell'MtM che, come nel caso in esame, venga effettuata "*sulla base di quotazioni di mercato*", difficilmente può dirsi rimessa al mero arbitrio di parte, tanto più se integrata dal generalizzato obbligo di buona fede obiettiva ed intesa come espressione di un criterio di ragionevolezza commerciale.

Vero è che i criteri utilizzabili per il calcolo possono essere diversi, sulla base delle "formule matematiche" adottate dall'intermediario, ma deve comunque trattarsi di metodi obiettivi, logici e rispondenti a buona fede che possano essere sindacati da parte dell'autorità giudiziaria.

Conseguenza di tale percorso sarebbe, a mio avviso, l'impossibilità di qualificare come indeterminabile l'oggetto contrattuale in casi come quello in esame. Si tratterebbe, all'opposto, di un oggetto determinabile *ex post* in base ad una valutazione rimessa all'*arbitrium boni viri* di una parte.

Certo, si riconosce che un apparente ostacolo alla tesi prospettata potrebbe essere costituito dall'art. 23, comma 2°, del Testo Unico Finanziario, ai sensi del quale: "*È nulla ogni pattuizione di rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente e di ogni altro onere a suo carico. In tali casi nulla è dovuto*". La stessa Corte d'Appello di Milano ha recentemente sostenuto che un eventuale richiamo contrattuale ai "costi di mercato" nella determinazione dell'MtM costituirebbe, di fatto, un rinvio agli usi espressamente vietato dalla norma testé richiamata²⁷.

Tuttavia, anche sotto questo profilo, l'approccio restrittivo non mi pare essere convincente.

È facile scorgere nel divieto di rimando agli usi un importante strumento di tutela dell'investitore il quale, in sostanza, non può essere obbligato a sostenere oneri non interamente predeterminati o predeterminabili.

²⁶Regno Unito e Stato di New York.

²⁷App. Milano, 18 settembre 2013.

Tale condivisibile principio dovrebbe, però, trovare un ragionevole contemperamento quando è la stessa quantificazione di un'obbligazione che, per sua natura, può essere determinata soltanto attraverso metodi di computazione tutti astrattamente corretti ma, nello stesso tempo, opinabili.

Si pensi, ad esempio, al caso della banca che termina (a vario titolo) il rapporto contrattuale per causa imputabile all'inadempimento di controparte, procedendo quindi al calcolo dell'MtM *sub specie* del c.d. "costo di sostituzione" della parte cui lo scioglimento anticipato è da imputarsi. Detto costo, si badi, è intrinsecamente incerto almeno in parte, poiché rappresenta la proiezione (meramente probabilistica) dei mancati introiti futuri generati dai differenziali attesi, e quindi un possibile mancato guadagno.

Ora, se il contratto nulla prevedesse in proposito, la consistenza del lucro cessante della parte non inadempiente dovrebbe essere comunque oggetto di prova in giudizio ed il giudice, tramite il consulente d'ufficio, si esprimerebbe sulla verosimiglianza delle proiezioni allegate secondo una delle metodologie astrattamente corrette²⁸.

Di fatto, quindi, poco cambierebbe rispetto all'eventualità in cui fosse la banca a determinare unilateralmente la consistenza del costo di sostituzione e poi toccasse al giudice, se investito della questione, sindacare il calcolo se manifestamente erroneo, iniquo o in malafede.

Per assurdo, obbligare la banca a prevedere in modo immutabile il criterio di calcolo dell'MtM, equivarrebbe a costringerla ad inserire nel contratto una sorta di clausola penale a prestazione determinabile in ogni momento della vita del rapporto, perlomeno nei i casi di scioglimento anticipato dovuto ad illecito contrattuale.

In definitiva, un conto sembrerebbe essere l'inserimento nel tessuto contrattuale di commissioni o costi occulti tramite il richiamo generico a pratiche non meglio specificate, ben altra cosa dovrebbe considerarsi la pattuizione volta a mantenere un grado di (controllabile) flessibilità, insita nell'ineliminabile incertezza delle cose future.

²⁸Dovrebbe trattarsi, in particolare, di un danno da perdita di *chance*.

5. Per concludere, si può fare brevemente cenno ad una questione parzialmente diversa da quella trattata dalla sentenza in esame, ma comunque strettamente contigua.

Si tratta, nello specifico, di quell'orientamento giurisprudenziale per cui la mancata comunicazione, nel momento della stipulazione, dell'MtM iniziale del derivato, renderebbe nullo il contratto per assenza di causa in concreto²⁹.

Si discorre, quindi, non tanto del meccanismo attraverso cui viene calcolato l'MtM, quanto di un obbligo informativo che, incidendo sul requisito causale, condizionerebbe la validità stessa del contratto.

Secondo questa prospettiva, infatti, se l'investitore non fosse reso edotto *ab initio* del *fair value* e degli "scenari probabilistici" riconnessi all'operazione, non riuscirebbe nemmeno rappresentarsi in modo preciso e non falsato il grado di alea che si va assumendo attraverso lo swap. Ciò comporterebbe, a detta di questa giurisprudenza, che il contratto così stipulato non potrebbe essere finalizzato all'instaurazione di un'"alea razionale" tra le parti, in contravvenzione con quella che invece sarebbe la causa tipica e socialmente giustificatrice del derivato quale "scommessa autorizzata" ai sensi dell'art. 23, comma 5°, del Testo Unico Finanziario³⁰.

L'affermazione appare da un lato errata e dall'altro apodittica.

Errata perché, come è stato osservato³¹, il mancato adempimento di un eventuale obbligo informativo non potrebbe comunque incidere sulla causa contrattuale. Se l'obbligo non sussiste, il problema non si pone. Se invece l'obbligo sussiste, qualunque ne sia la fonte, e non viene soddisfatto, si tratterà al più di un illecito precontrattuale, come tale passibile unicamente di risarcimento³².

Apodittica perché, se la giurisprudenza vuole sostenere che un determinato comportamento non sia razionale, deve necessariamente motivare la sua affermazione su basi logico-scientifiche valide nella generalità dei casi, altrimenti è lo stesso ragionamento sillogistico ad essere errato.

²⁹App. Milano, 18 settembre 2013; Trib. Torino 27 gennaio 2014; App. Bologna 11 marzo 2014.

³⁰V. AMENDOLAGINE, *Il "punto" giurisprudenziale sul contratto di "interest rate swap"*, in *I Contratti*, 2014, fasc. 5, p. 483.

³¹Cfr. CAPUTO NASSETTI, op. cit. (nota n. 7), p. 372.

³²Cass. Civ., Sez. Un., n. 26724 del 19/12/2007.

A ben vedere, questa giurisprudenza non chiarisce perché la "scommessa", nel caso di mancata specificazione dell'MtM iniziale da parte della banca, dovrebbe essere irrazionale sempre e comunque. Si pensi al caso, ad esempio, in cui l'investitore riceva un tasso variabile a fronte del pagamento di un tasso fisso, oppure si stabiliscano *ex ante* il massimo ed il minimo d'oscillazione permessa di un'obbligazione di pagamento a tasso variabile³³.

Ma soprattutto, la calcolabilità preventiva del rischio insito in un *interest rate swap* sembra maggiormente garantita, più che dalla conoscenza del valore ad esso attribuito dalla banca attraverso l'applicazione dei propri modelli interni (ed interamente opinabili), dalla completa trasparenza e comparabilità delle condizioni economiche offerte all'investitore³⁴.

Raffaele Belvederi

Magistrato

³³Cfr. LA MALFA, *Alcuni spunti di riflessione a margine della sentenza della Corte d'Appello di Milano n. 3459 del 18 settembre 2013 in tema di strumenti finanziari derivati*, in *Riv. dir. banc.*, *dirittobancario.it*, 1, 2014.

³⁴Così MINNECI, *L'operatività in IRS tra causa tipica, causa concreta e obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente*, in *Swap tra banche e clienti*, *op. cit.*, p. 165.

