

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

LUGLIO/SETTEMBRE

**2022**

[rivista.dirittobancario.it](http://rivista.dirittobancario.it)

## **DIREZIONE**

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,  
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI  
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,  
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

## **COMITATO DI DIREZIONE**

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,  
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,  
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

## **COMITATO SCIENTIFICO**

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,  
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,  
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE  
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO  
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,  
FRANCESCO TESAURO+

### **COMITATO ESECUTIVO**

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

### **COMITATO EDITORIALE**

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, GABRIELLA CAZZETTA, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

### **COORDINAMENTO EDITORIALE**

UGO MALVAGNA

### **DIRETTORE RESPONSABILE**

FILIPPO SARTORI

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

**SEDE DELLA REDAZIONE**

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,  
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836



## **Il vantaggio economico negli aiuti di stato alle banche per la rimozione degli NPLs**

**SOMMARIO\***: 1. Obiettivo del lavoro. – 2. Aiuti di Stato alle banche: cenno alle condizioni di legittimità. – 3. Origine pubblica delle risorse e forma del sostegno. – 4. La selettività degli aiuti alle banche. – 5. Il vantaggio economico e la distorsione della concorrenza: il *market economy investor principle* nel settore bancario. – 6. In particolare: dal criterio dell'investitore privato al valore economico reale dei portafogli di NPLs. – 7. Un diverso punto di vista: il vantaggio economico nel mercato secondario delle attività deteriorate. – 8. Conclusione: l'applicazione "prolungata" dell'art. 107 TFUE.

### *1. Obiettivo del lavoro*

Obiettivo del presente lavoro è dare un contributo ai quesiti emergenti dalle recenti posizioni della Commissione europea in merito agli effetti delle regole sugli aiuti di stato nel mercato secondario dei crediti deteriorati<sup>1</sup>.

---

\* Ricercatore t.d.a., in diritto dell'Economia, Università Telematica Pegaso.

<sup>1</sup> Nel presente lavoro, nella consapevolezza della difficoltà di effettuare una compiuta definizione della locuzione "crediti deteriorati", sarà omessa la trattazione della relativa definizione, che meriterebbe un lavoro autonomo, e ci si servirà delle due locuzioni utilizzate dalla Commissione europea nelle sue comunicazioni, ossia "attività deteriorate", "crediti deteriorati", "attività a valore ridotto" e "attività non performanti", con ciò intendendosi tutte le attività bancarie che hanno subito una riduzione di valore nel bilancio di banche che hanno ricevuto una forma di compensazione dallo Stato a fronte di tale riduzione (per ciò comprendendosi, quindi anche le posizioni "UTP", *unlikely to pay*). Si può, in particolare, usare come riferimento la definizione contenuta nella Comunicazione della Commissione europea relativa all'applicazione delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria (La comunicazione sul settore bancario, 2013/C 216/01, in GUUE 30.7.2013, C 216, 1: «attività bancarie che hanno subito una riduzione di valore (le cosiddette "attività deteriorate" o "*impaired asset*")»). In dottrina, tra le molte definizioni, si può fare riferimento alla descrizione di F. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 4: «le fattispecie operative nelle quali l'eventualità della perdita risulta non più contenibile in limiti fisiologici; per cui diviene necessario valutarne la entità e i relativi caratteri distintivi al fine di procedere all'inquadramento di quanto residua

L'indagine muove dal documento di consultazione, denominato “*Improving transparency and efficiency in secondary markets for non-performing loans*”<sup>2</sup>, del 16 giugno 2021, che sviluppa in termini propositivi ed interrogativi alcuni contenuti già proposti nella Comunicazione della Commissione europea<sup>3</sup> del 16 dicembre 2020 denominata “*Far fronte ai crediti deteriorati all’indomani della pandemia di COVID-19*” che affronta il rapporto tra gestione dei crediti deteriorati e aiuti di stato, nel delicato frangente della pandemia da Covid-19.

In particolare, la Commissione europea parte dall’esigenza di trasparenza dei mercati della circolazione degli NPL quale presupposto necessario per un’applicazione effettiva delle norme in materia di aiuti di stato.

Si tenterà, quindi, di precisare alcuni criteri di applicazione dell’art. 107 TFUE in materia bancaria (residuale rispetto alla Direttiva BRRD<sup>4</sup>) con specifico riferimento al sostegno per la rimozione delle attività non performanti (o *non performing loans* – NPL)<sup>5</sup>.

---

dell’originario credito erogato (solitamente da banche) nelle sofferenze (NPL) ovvero, allorché trattasi di fattispecie meno gravi, nelle inadempienze probabili (*Unlikely-to-pay*, UTP)».

<sup>2</sup> Commissione europea, *Consultation document: Improving transparency and efficiency in secondary markets for non-performing loans*, 16 giugno 2021, [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/2021-non-performing-loans-consultation-document\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/2021-non-performing-loans-consultation-document_en.pdf).

<sup>3</sup> Comunicazione della Commissione europea del 16.12.2020, *Far fronte ai crediti deteriorati all’indomani della pandemia di COVID-19*, COM (2020) 822.

<sup>4</sup> Direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio, in *GUUE* L 173 del 12.6.2014, 190-348, cfr. Per un approfondimento sul rapporto tra aiuti di stato e Direttiva 2014/59/UE, si legga M. LIBERATI, *La crisi del settore bancario tra Aiuti di Stato e meccanismi di risanamento e risoluzione*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, 2014, 1339.

<sup>5</sup> F. CAPRIGLIONE, *Il Covid 19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, in questa *Rivista*, 2021, 35: «il settore bancario è destinato ad andare incontro a criticità che possono alterarne gli equilibri, determinando anche le condizioni per inevitabili dissesti».



In ragione della rilevanza dell'analisi economica nella materia degli aiuti di stato<sup>6</sup>, l'indagine giuridica non può prescindere dall'analisi dei dati sui volumi degli NPL e sui relativi rendimenti.

Dai dati di *Debtwire*<sup>7</sup> si evince che, nel 2018, il paese in cui si è registrato il volume maggiore di transazioni avente ad oggetto la cessione di crediti deteriorati è stato l'Italia, arrivando a 103 miliardi di euro. Il secondo paese europeo è la Spagna con 43 miliardi di euro e il terzo è l'Irlanda con 14 miliardi di euro. Secondo la medesima analisi, il successo delle transazioni in Italia sugli NPL sarebbe dovuto al forte sostegno pubblico grazie allo schema di garanzia pubblico (GACS). Il 2018 era, chiaramente, un anno particolare in cui sono state risolte alcune importanti crisi bancarie.

A partire dal 2019, è stato erogato il flusso di aiuti di stato per sostenere imprese e famiglie durante la pandemia attraverso le banche<sup>8</sup>. Tale flusso trova riscontro nell'analisi dei dati consuntivi del 2020. Infatti, il volume registrato nel 2020, considerato che molte crisi bancarie sono state nel frattempo risolte, avrebbe dovuto riportare numeri più bassi. Invece, riporta un *trend* di stabilità delle transazioni registrate che, sempre su base dati *Debtwire*, ammontano a circa 30 miliardi di euro mentre, nel mercato secondario, sono state circa 8,5 miliardi di euro.

---

<sup>6</sup> Sulla cui importanza si rinvia a D. MARESCA, *Il tasso di interesse dei prestiti e il rendimento del capitale nel temporary framework sugli aiuti di stato per il COVID-19: un esempio per il futuro?* in *Concorrenza e Mercato*, 2020, 259 ss.

<sup>7</sup> Principale banca dati sui dati di credito, ripresa dallo studio pubblicato da Ashurst in <https://www.readkong.com/page/a-global-npl-perspective-sellers-and-investors-look-to-586230>.

<sup>8</sup> Si fa riferimento alle seguenti misure approvate con legge: Decreto legge 28 ottobre 2020, n. 137, Ulteriori misure urgenti in materia di tutela della salute, sostegno ai lavoratori e alle imprese, giustizia e sicurezza, connesse all'emergenza epidemiologica da Covid-19, in Gazz. Uff. 28 ottobre 2020 n. 269, Decreto legge 9 novembre 2020, n. 149, Ulteriori misure urgenti in materia di tutela della salute, sostegno ai lavoratori e alle imprese e giustizia, connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19 (Decreto Ristori bis), in Gazz. Uff., 9 novembre 2020, n. 279 e Decreto-legge 23 novembre 2020, n. 154, Misure finanziarie urgenti connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19 (Decreto Ristori Ter), in Gazz. Uff., 23 novembre 2020, n. 291.

In sostanza, due programmi di garanzia pubblica dei debiti, prima il GACS<sup>9</sup> e poi i finanziamenti garantiti dallo Stato per la pandemia, hanno prodotto il mantenimento di un alto numero di transazioni su crediti deteriorati (il cui volume fino al 2018 era, invece, ricondotto alle varie crisi bancarie).

Si tratta di numeri ancora elevati se paragonati agli altri paesi europei: l'attrattività del mercato italiano degli NPL rimane molto alta in ragione del fatto che, combinate alla garanzia statale di molti dei crediti ceduti (con conseguente abbassamento del rischio), si sono verificate *performance* di rendimento molto interessanti che variano dal 16% al 20%, netto. Secondo un recente studio<sup>10</sup>, addirittura, il tasso di rendimento degli NPL varia tra il 15% e il 25% annuo, in un contesto in cui il valore atteso dell'incasso non supera il 47% del valore del credito iniziale<sup>11</sup>.

Con tutta evidenza, i rendimenti conseguiti vanno ben oltre quanto ci si aspetterebbe da un investimento garantito dallo Stato, che dovrebbe tendere ad una remunerazione simile a quella dei titoli di Stato<sup>12</sup>. Ed a questi fini, nella citata Comunicazione del 2021, la Commissione pare domandarsi se la normativa in materia di aiuti di stato ponga limiti alla remunerazione degli NPL, nei casi in cui il sottostante abbia beneficiato di garanzia statale o, comunque, di una forma di sostegno pubblico.

---

<sup>9</sup> Decisione della Commissione europea, caso SA.43390 (2016/N), Italian securitisation scheme, in GUUE C/161/2016.

<sup>10</sup> L. G. CIAVOLIELLO, F. CIOCCETTA, F. M. CONTI, I. GUIDA, A. RENDINA, G. SANTINI, *Quanto valgono i crediti deteriorati?*, in *Note di stabilità finanziaria e vigilanza* n. 3, aprile 2016, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-stabilita/2016-0003/n3-note-stabilita-finanziaria.pdf>.

<sup>11</sup> Sugli aspetti giuridici del rendimento dei prestiti garantiti dallo Stato si rinvia al precedente lavoro, D. MARESCA, *Il tasso di interesse dei prestiti e il rendimento del capitale nel temporary framework sugli aiuti di stato per il COVID-19: un esempio per il futuro?*, in *Concorrenza e Mercato*, 2020, 259 ss.

<sup>12</sup> L. G. CIAVOLIELLO, F. CIOCCETTA, F. M. CONTI, I. GUIDA, A. RENDINA, G. SANTINI, *Quanto valgono i crediti deteriorati?*, cit.

## 2. Aiuti di Stato alle banche: cenno alle condizioni di legittimità

La risposta presuppone un inquadramento della normativa e della giurisprudenza in materia di aiuti di stato per il sostegno delle banche<sup>13</sup>.

A partire dall'approvazione della direttiva BRRD, gli aiuti di Stato alle banche, ivi inclusi quelli connessi alla svalutazione di attività a valore ridotto sulla base della Comunicazione del 2013, sono vietati. In caso di dissesto (o rischio di dissesto) lo Stato membro deve provvedere alla relativa risoluzione<sup>14</sup>.

Ai sensi dell'art. 32.4 della citata direttiva vi sono due eccezioni.

In primo luogo, possono essere beneficiarie le banche *in bonis*, ossia che non siano in una condizione di dissesto o a rischio di dissesto<sup>15</sup>.

In secondo luogo, le banche che sono a rischio di dissesto possono, comunque, essere destinatarie del sostegno pubblico solo ed esclusivamente al fine di evitare o rimediare a una grave perturbazione dell'economia di uno Stato membro e preservare la stabilità finanziaria. Si segnala che la Comunicazione della Commissione di giugno 2021 includeva la pandemia da Covid-19 come una "grave perturbazione

---

<sup>13</sup> Per un inquadramento della materia rispetto alla prassi della Commissione europea e alla giurisprudenza della Corte di giustizia, si rinvia a V. IFTINCHI, "State aid and the financial sector: the evolution of the legal framework of State aid law", in *Research handbook on State Aid in the Banking Sector*, a cura di F.C. LAPREVOTE, J. GRAY, F. DE CECCO, Cheltenham, 2017, 54-86.

<sup>14</sup> Emblematico è il caso del *Banco Popular Español*, dalla cui risoluzione è stata salvata una porzione di correntisti e obbligazionisti senior, trahettati in una *good bank*, acquisita dal Banco di Santander, Decisione (UE) 2017/1246 della Commissione del 7 giugno 2017 che approva il programma di risoluzione per il *Banco Popular Español S.A.*, in *GUUE*, dell'11 luglio 2017, L 178/15.

<sup>15</sup> Secondo l'art. 32.4 della direttiva BRRD, «l'ente è considerato in dissesto o a rischio di dissesto in una o più delle situazioni seguenti: a) l'ente viola, o vi sono elementi oggettivi a sostegno della convinzione che nel prossimo futuro violerà i requisiti per il mantenimento dell'autorizzazione in modo tale da giustificare la revoca dell'autorizzazione da parte dell'autorità competente, perché, ma non solo, ha subito o rischia di subire perdite tali da privarlo dell'intero patrimonio o di un importo significativo dell'intero patrimonio; b) le attività dell'ente sono, o vi sono elementi oggettivi a sostegno della convinzione che nel prossimo futuro saranno, inferiori alle passività; c) l'ente non è, o vi sono elementi oggettivi a sostegno della convinzione che nel prossimo futuro non sarà, in grado di pagare i propri debiti o altre passività in scadenza».

dell'economia" tale da giustificare l'applicazione dell'art. 32 della direttiva BRRD.

Le forme di sostegno finanziario pubblico straordinario ammesse, in questi due casi, dalla Direttiva BRRD sono le seguenti: i) una garanzia dello Stato a sostegno degli strumenti di liquidità forniti da banche centrali alle condizioni da esse applicate; ii) una garanzia dello Stato sulle passività di nuova emissione; oppure iii) un'iniezione di fondi propri o l'acquisto di strumenti di capitale a prezzi e condizioni che non conferiscono un vantaggio all'ente.

Nell'indicato quadro normativo, si inserisce, in via residuale, l'applicazione dell'art. 107 TFUE, sulla base del quale i provvedimenti pubblici di sostegno alle banche costituiscono aiuti di Stato nella misura in cui esonerano il beneficiario dalla necessità di registrare una perdita, o di segnare una riserva, per le sue attività deteriorate<sup>16</sup>.

Anche in questo caso, l'art. 107 TFUE va applicato senza deroghe secondo la tradizionale verifica della presenza delle seguenti condizioni cumulative<sup>17</sup>: origine pubblica delle risorse, selettività, vantaggio economico, distorsione della concorrenza e pregiudizio al commercio tra gli Stati membri<sup>18</sup>. Nel caso in cui anche uno solo dei requisiti non sia riscontrato, la misura non costituisce un aiuto e, di conseguenza, non è soggetta al divieto di aiuti di Stato né all'obbligo di notifica ai sensi dell'art. 108 TFUE<sup>19</sup>.

---

<sup>16</sup> Cfr. A. ANTONUCCI, *Gli "aiuti di Stato" al settore bancario: le regole d'azione della regia della Commissione*, in *Studi sull'integrazione europea*, n. 3, 2018, 3, 589.

<sup>17</sup> Cfr. sentenza del 13 settembre 2017, C-329/15, *ENEA*, in *GUUE*, 2017, 671 ss., punto 17. Per un inquadramento, tra i molti contributi, si rinvia a E. TRIGGIANI, *Aiuti di Stato (dir. Un. Eur.)*, in *Enc. Dir. – Annali*, vol. VI, 2013, 19 ss. e G. LUCHENA, *Gli aiuti di Stato*, in A. URICCHIO, V. PERAGINE, M. AULENTA, *Manuale di scienza delle finanze, diritto finanziario e contabilità pubblica*, Molfetta (Ba), 2017, 555 ss.

<sup>18</sup> Decisione della Commissione europea, caso SA.43390 (2016/N), *Italian securitisation scheme*, cit., par. 43: «To constitute State aid within the meaning of Article 107(1) TFEU, a measure has to fulfil four conditions. First, the aid is granted by a Member State or through State resources. Second, the measure confers a selective advantage to certain undertakings or the production of certain goods. Third, the measure must be liable to affect trade between Member States. Fourth, the measure must distort or threaten to distort competition in the internal market».

<sup>19</sup> Cfr. F.C. LA PREVOTE, J. GRAY, F. DE CECCO, *State Aid in the banking sector*, Cheltenham, 2017, 54

### 3. Origine pubblica delle risorse e forma del sostegno

In primo luogo, per ricadere nel divieto di cui all'art. 107 TFUE, la misura deve essere imputabile allo Stato<sup>20</sup>: deve, cioè, impiegare risorse che siano nella disponibilità dello Stato<sup>21</sup> in modo diretto, ossia erogate per mezzo di una pubblica amministrazione<sup>22</sup>.

Sono considerate di origine pubblica anche le risorse assegnate in modo indiretto, ossia erogate per mezzo di un soggetto privato che le gestisce sulla base degli indirizzi della pubblica amministrazione<sup>23</sup>.

La Commissione europea riferisce il requisito dell'origine pubblica delle risorse alla riconducibilità della decisione di intervento alla sfera pubblica: «All those support measures will be decided directly by the Italian government»<sup>24</sup>.

La Corte di giustizia ha infatti precisato che il diritto dell'Unione «non può tollerare che il semplice fatto di creare enti autonomi incaricati della distribuzione di aiuti permetta di aggirare le norme in materia di aiuti di Stato»<sup>25</sup>. In altri termini, tale giurisprudenza è tesa a contrastare un rischio di sotto-inclusione. Tuttavia, la decisione di includere i vantaggi concessi tramite enti diversi dallo Stato fa altresì emergere un rischio particolare di sovra-inclusione, qualora si

---

<sup>20</sup> Nel presente lavoro si farà riferimento ad un'unica nozione di origine pubblica delle risorse, nella consapevolezza che la dottrina (e poi la Commissione) ne ha sdoppiato l'accertamento in due requisiti cumulativi: l'origine pubblica e la natura delle risorse, cfr. G. LUCHENA, *An overview of the main issues set forth in the Notice on the notion of State aid: a new "code of conduct" for the States*, in *Il diritto dell'economia*, 2018, 756.

<sup>21</sup> Cfr. Corte di giustizia, 5 aprile 2006, T-351/02, *Deutsche Bahn/Commissione*, in *GUUE*, 2006, 104, punto 103 ss.

<sup>22</sup> Cfr. Corte di giustizia, C-329/15, 13 settembre 2017, *ENEA*, cit., 671 ss., punto 20.

<sup>23</sup> Cfr. Decisione della Commissione europea, caso n. SA.45664, del 6 luglio 2018, in *GUUE C/236/2018*, par. 70. Sotto il profilo della disponibilità di risorse pubbliche erogate in modo indiretto, un esempio può essere rinvenuto rispetto alla tariffa autostradale che, benché applicata da una società privata concessionaria, Decisione n. 2435/2018

<sup>24</sup> Cfr. F.C. La PREVOTE, J. GRAY, F. DE CECCO, *State Aid in the banking sector*, cit., 56: «Public support granted to banks in difficulty takes the following forms: liquidity support, capital support and impaired assets measures».

<sup>25</sup> Cfr. Corte di giustizia, 16 maggio 2002, causa C-482/99, *Francia/Commissione*; in *GUUE*, 2002, 294, punto 23.

comprendano vantaggi che non siano imputabili allo Stato o che non comportino l'utilizzo di risorse statali<sup>26</sup>.

Sotto questo profilo, il Tribunale dell'Unione europea ha poi specificato la necessità di un approccio sostanzialista: la disponibilità delle risorse in capo esclusivamente a soggetti privati, come il Fondo interbancario (FITD) di natura volontaria, fa venire meno la relativa origine pubblica nonostante il relativo utilizzo sia soggetto ad un monitoraggio dello Stato<sup>27</sup>.

Nel caso delle banche, la giurisprudenza ha individuato le seguenti forme di aiuto con origine pubblica: supporto alla liquidità, al capitale e alle attività a valore ridotto.

Il sostegno alla liquidità avviene tipicamente attraverso la prestazione di una garanzia pubblica per i titoli di debito erogati dalla banca. Si tratta di strumenti di nuova emissione al fine di consentire alla banca di incrementare le possibilità di ottenere fondi dal mercato. Per tale ragione, attraverso la garanzia pubblica, la banca può emettere strumenti di debito maggiormente sicuri e più facilmente commerciabili sul mercato. Con tutta evidenza, qualora lo Stato abbia una scarsa reputazione creditoria, ossia uno scarso *rating*, i titoli garantiti possono essere utilizzati dalle banche come collaterale per ottenere liquidità dalla Banca Centrale Europea<sup>28</sup>.

In alternativa alla garanzia sugli strumenti di debito, le misure di aiuto alle banche per supportare la liquidità possono prendere la forma dell'emissione diretta di strumenti di debito dallo Stato alle banche in

---

<sup>26</sup> Cfr. Conclusioni dell'avvocato generale *Saugmandsgaard* nella causa *ENEA*, C-329/15, cit., 233, paragrafi 68 e 69.

<sup>27</sup> Tribunale dell'Unione europea, cause riunite T-98/16, *Italia / Commissione*, T-196/16, *Banca Popolare di Bari SCpA, già Tercas-Cassa di risparmio della provincia di Teramo SpA (Banca Tercas SpA) / Commissione*, T-198/16, *Fondo interbancario di tutela dei depositi / Commissione*, del 19 marzo 2019, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2, 2019, 1 ss., con nota di D. ROSSANO, *Il Tribunale UE boccia la Commissione europea sul caso Tercas*. Si veda inoltre il contributo di N. SPADARO, *Aiuti di Stato alle banche. Il Tribunale di primo grado dell'UE apre la strada ad un'interpretazione meno rigorosa da parte della Commissione*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 2/2018, reperibile su [www.rivistadellaregolazioneideimercati.it](http://www.rivistadellaregolazioneideimercati.it) nonché P. NICOLAIDES, *The boundaries between State and private resources*, in [stateaidhub.eu](http://stateaidhub.eu).

<sup>28</sup> Per una panoramica sugli aiuti di stato erogati attraverso una garanzia su strumenti collaterali rispetto agli strumenti della BCE si vedano le misure autorizzate dalla Commissione europea: [http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/scoreboard/financial\\_economic\\_crisis\\_aid\\_en.html](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/scoreboard/financial_economic_crisis_aid_en.html).

modo che queste ultime possano utilizzare tali titoli come collaterali per acquisire liquidità dalla Banca Centrale Europea<sup>29</sup>.

Le erogazioni da parte della Banca Centrale configurano un aiuto di Stato quando sono soddisfatte cinque condizioni: a) la banca beneficiaria non è in situazione di insolvenza, b) il prestito è una misura di un pacchetto più ampio dedicato al rilancio dell'istituto di credito, c) la Banca Centrale ottiene un collaterale come contropartita dell'erogazione del titolo, d) il tasso di interesse praticato è significativamente più alto rispetto a quello normalmente applicato per normali operazioni di rifinanziamento ed e) la Banca Centrale non gode di una garanzia pubblica sui prestiti erogati<sup>30</sup>.

Il sostegno al capitale delle banche è generalmente subordinato al preventivo utilizzo delle garanzie sul debito, in quanto si tratta di misure maggiormente invasive e tendenzialmente non reversibili. Tale supporto può avere la forma dell'acquisto di quote o dell'aumento di capitale per conseguire la titolarità azioni ordinarie piuttosto che dell'acquisizione di strumenti ibridi tra debito e capitale proprio (es. obbligazioni convertibili in azioni)<sup>31</sup>. L'intervento nel capitale ha la finalità di rafforzare i valori patrimoniali in modo diretto per soddisfare i livelli richiesti dal Regolamento CRR e dalla Direttiva CRD affinché la banca possa riprendere (o proseguire) la propria attività principale, ossia, la fornitura di debito alle imprese e alle famiglie.

A tal fine la Commissione europea ha adottato una specifica Comunicazione<sup>32</sup> avente ad oggetto le linee guida<sup>33</sup> che gli Stati membri

---

<sup>29</sup> Questo è il caso della Decisione della Commissione europea sulle misure di supporto delle Istituzioni di Credito in Grecia, Caso N 560/2008, in *GUUE* C126, 6.

<sup>30</sup> Sezione 5 della Comunicazione della Commissione europea sugli aiuti di Stato alle banche del 2013.

<sup>31</sup> F.C. La PREVOTE, J. GRAY, F. DE CECCO, *State Aid in the banking sector*, cit., 57.

<sup>32</sup> Comunicazione della Commissione, *La ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie nel contesto dell'attuale crisi finanziaria: limitazione degli aiuti al minimo necessario e misure di salvaguardia contro indebite distorsioni della concorrenza*, in *GUUE* C 10, 15 gennaio 2009, 2-10

<sup>33</sup> La Comunicazione sulla ricapitalizzazione prevede requisiti specifici per valutare il profilo di rischio di una banca: a) l'adeguatezza prospettica del capitale, b) l'ammontare della ricapitalizzazione necessaria, c) la differenza (*spread*) rispetto al Credit Default Swap medio e d) il *rating* della banca. Cfr. Decisione della Commissione europea C18/09 (N 546/2009), *Bank of Ireland*, in *GUUE*, 2011, L 40, 9.

devono seguire per la ricapitalizzazione degli istituti bancari, sempre nei soli casi consentiti dall'art. 32.4 della direttiva BRRD, con la duplice finalità di garantire livelli di fornitura di debito per le imprese ad, al tempo stesso, evitare le distorsioni della concorrenza. Le regole applicabili sono fondamentalmente diverse nei casi di banche in difficoltà (che hanno un rischio di insolvenza) rispetto a quelle finanziariamente sane. In particolare, gli aiuti alle banche in difficoltà hanno requisiti maggiormente stringenti e sono sempre subordinati ad una ristrutturazione dell'istituto<sup>34</sup>.

Tuttavia, non si può non sottolineare una certa contraddizione dei provvedimenti della Commissione che stabiliscono criteri molto rigidi per la ricapitalizzazione delle banche in difficoltà che, però, sono le uniche ad avere bisogno di tali misure<sup>35</sup>.

In particolare, elemento centrale per la verifica della compatibilità è il calcolo del prezzo delle azioni in modo tale che il rischio specifico della banca sia adeguatamente riportato nel calcolo e lo Stato, quindi, abbia una adeguata remunerazione (su questo tema, il prezzo, ci si soffermerà in seguito). Infatti, la maggior parte delle decisioni di autorizzazione ex art. 108 TFUE, sotto forma di ricapitalizzazione di istituti bancari, hanno avuto come destinatarie banche in difficoltà<sup>36</sup>.

Il sostegno per la rimozione degli NPL, anch'esso disciplinato dalla Comunicazione della Commissione europea del 2009, ha la finalità di consentire alle banche di avere un maggiore respiro tanto sotto il profilo dei requisiti di capitale quanto sotto il profilo della liquidità. I principi su cui si basa la Comunicazione sono la trasparenza, la condivisione

---

<sup>34</sup> La ristrutturazione deve consentire alla banca di tornare operativa sul mercato a lungo termine, Decisione della Commissione europea C18/09 (N 360/09), *KBC*, in *GUUE*, 2010, L 188, 24, Decisione della Commissione europea, *Fortis*, in *GUUE*, 2009, C 80, 7, Decisione della Commissione europea C2009/9000 (N 360/09), *ING*, in *GUUE*, 2010, L 274, 139.

<sup>35</sup> Cfr. M. VENTORUZZO, G. SANDRELLI, *O tell me the truth about bail-In: theory and practice*, in *ECGI Working Paper Series in Law*, n. 442/2019, 61 ss.

<sup>36</sup> Cfr. D. DIVERIO, *Le misure nazionali di sostegno al mercato bancario: un'applicazione à la carte della disciplina europea degli aiuti di Stato alle imprese?*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 2017, 604 ss. Nonché, per i profili pubblicistici, S. FORTUNATO, *Aiuti di Stato e mercato creditizio fra orientamenti comunitari e interventi nazionali*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2010, 379 ss. e A. ALDISIO, *Le nuove regole europee sulla risoluzione. L'intervento pubblico tra Scilla e Cariddi*, in *Analisi giur. econ.*, 2016, 333 ss.



degli oneri (c.d. *burden sharing*)<sup>37</sup> tra banca beneficiaria e Stato e, infine, la prudente valutazione delle attività sulla base del valore economico reale (tema su cui ci si soffermerà in seguito).

La prassi ha, tuttavia, mostrato che gli aiuti per la rimozione delle attività a valore ridotto possono assumere diverse forme<sup>38</sup>, tra cui, l'acquisto diretto degli NPL da parte di un soggetto controllato dallo Stato (c.d. AMC, *asset company* o *bad bank*) oppure la compensazione (attraverso supporto al capitale o alla liquidità) dell'eventuale riduzione delle poste nel bilancio<sup>39</sup> per via delle perdite generate dalla mancata riscossione totale o parziale<sup>40</sup>. In questo caso, il beneficiario effettivo della misura è il debitore finale che potrà ristrutturare il proprio debito nei confronti dello Stato o del soggetto terzo acquirente (che ha fruito di un prezzo calmierato grazie al sostegno dello Stato)<sup>41</sup>.

Come noto, è, invece, irrilevante la forma del provvedimento pubblico attraverso cui l'aiuto viene erogato<sup>42</sup>. Ad esempio, nel caso degli aiuti di stato aventi ad oggetto lo schema di garanzia per la cessione di crediti deteriorati da parte delle banche italiane lo stanziamento avvenne attraverso decreto legge, tipico caso di imputabilità allo Stato delle risorse<sup>43</sup>. Va ricordato il recente caso della

---

<sup>37</sup> Sul tema del *burden sharing*, si rinvia a K. LANNON, *Bank State Aid under BRRD and SRM*, in *European State Aid Law Quarterly*, n. 4/2014, 630.

<sup>38</sup> Cfr. I. E. LINARTIS, *Asset Protection-State Guarantee Schemes in systemic European Non-Performing Loans Securitisations: Contractual structure, State aid and Bank corporate law issues*, EBI Working Paper Series n. 74/2020, 7.

<sup>39</sup> Cfr. Decisione della Commissione europea C2009/9807 (N 428/2009), *Lloyds Banking Group*, in *GUUE*, 2010, C 46 e Decisione della Commissione europea C2011/5157 (SA.28264), *Hypo Real Estate*, in *GUUE*, 2012, L 60, 24.

<sup>40</sup> Cfr. Decisione della Commissione europea sulla ristrutturazione della *Royal Bank of Scotland*, Caso N422/2009 e N621/2009 in *GUUE*, 2010, c 119, 1, nonché Decisione della Commissione europea per l'aiuto della Germania a Nordbank AG, caso SA29338, in *GUUE*, 2012, L225, 1.

<sup>41</sup> Sull'identificazione del beneficiario si veda il contributo di A. TRAVI, *Note introduttive in materia di aiuti di stato*, in E. BRUTI LIBERATI, M. De FOCATIS, A. TRAVI (a cura di), *Gli aiuti di stato. La tutela del Consumatore*, Padova, 2019, 3 ss.

<sup>42</sup> Per un inquadramento sulla forma degli aiuti di stato si rinvia a K. BACON, *European Union Law of State Aid*, Oxford, 2017.

<sup>43</sup> Nella decisione di autorizzazione della Commissione europea si legge quanto segue relativamente a tale accertamento: «The Scheme will be implemented by governmental decree law. The law foresees a budget to be created. Individual guarantees will be granted under the Scheme by the Italian Minister of Economy and Finance. The Commission therefore concludes that the Scheme is imputable to the

banca Tercas in occasione del quale il tribunale dell'Unione europea ha dichiarato che il FITD italiano non opera in virtù di un mandato pubblico in quanto le relative risorse sono fornite dalle consorziate partecipanti<sup>44</sup>.

#### 4. *La selettività degli aiuti alle banche*

Come anticipato, l'aiuto non può essere assegnato in modo diretto ad una o più imprese ma deve essere destinato a tutti gli attori del mercato o prevedere un meccanismo di assegnazione attraverso una procedura non discriminatoria.

La selettività può essere riscontrata tanto in modo esplicito, ossia attraverso l'ambito di applicazione ristretto ad una o più imprese, quanto in modo implicito, ossia attraverso la previsione di una deroga alla norma generale da cui consegue una disciplina speciale. Come specificato dalla dottrina, «State aid intervention can be classified as irregular if it results from the application of derogation from a general provision. Here, a major element in recognizing a State aid takes on great significance, namely selectivity»<sup>45</sup>. In quest'ultimo caso, sebbene la misura sia astrattamente a portata generale la sua applicazione concreta porta a selezionare una o più imprese<sup>46</sup>.

Ad esempio, nel caso del salvataggio della Banca Popolare di Vicenza e Banca Antonveneta da parte di Intesa San Paolo<sup>47</sup>, la

---

State and that it is financed through State resources», Decisione della Commissione europea, caso SA.43390 (2016/N), Italian securitisation scheme, cit., par. 44.

<sup>44</sup> Trib. UE, cause riunite T-98/16, *Italia / Commissione*, T-196/16, *Banca Popolare di Bari SCpA, già Tercas-Cassa di risparmio della provincia di Teramo SpA (Banca Tercas SpA) / Commissione*, T-198/16, *Fondo interbancario di tutela dei depositi / Commissione*, del 19 marzo 2019, cit., 1 ss., con nota di D. ROSSANO, *Il Tribunale UE boccia la Commissione europea sul caso Tercas*. Si veda inoltre il contributo di N. SPADARO, *Aiuti di Stato alle banche. Il Tribunale di primo grado dell'UE apre la strada ad un'interpretazione meno rigorosa da parte della Commissione*, cit., nonché P. NICOLAIDES, *The boundaries between State and private resources*, cit.

<sup>45</sup> Una efficace definizione di selettività si rinviene in G. LUCHENA, *An overview of the main issues set forth in the Notice on the notion of State aid: a new "code of conduct" for the States*, cit., 760.

<sup>46</sup> Questo è il caso tipico delle esenzioni fiscali per categoria.

<sup>47</sup> Decisione della Commissione europea, caso n. SA.45664, del 6 luglio 2018, cit. In dottrina, sull'imputabilità, si veda G. CARULLO, *State resources in the case law*:

Commissione ha riscontrato la mancanza di selettività in ragione dell'esperimento di una procedura di gara per la scelta del compratore del portafoglio di attivi patrimoniali delle banche in difficoltà. Nonostante Intesa San Paolo risultasse l'unico soggetto partecipante alla procedura, la Commissione ritenne che non vi fosse selettività e che pertanto non occorresse un accertamento degli altri requisiti dell'art. 107 TFUE.

Nel caso dello schema di garanzia per i crediti deteriorati a favore delle banche italiane (GACS), la selettività è stata ritenuta sussistente in ragione del fatto che la garanzia per la cessione dei crediti deteriorati era stata prevista a favore esclusivamente delle banche e non anche delle altre imprese di carattere non finanziario<sup>48</sup>.

La selettività va intesa anche nel senso di individuare categorie di imprese, soprattutto quando operano in un settore dell'economia che è trasversale rispetto agli altri e, di conseguenza, un vantaggio competitivo potrebbe riverberarsi anche su altri anelli della filiera. In senso analogo, nel caso dei salvataggi delle banche greche, la Commissione ha ritenuto che vi fosse selettività in quanto tutti (e solo) i soggetti bancari in Grecia potevano beneficiare di una garanzia pubblica sui titoli di debito erogati dalla Banca Centrale<sup>49</sup>.

Va, inoltre, specificato che la selettività può essere riscontrata anche sotto il profilo meramente geografico; in altre parole, sono vietati gli aiuti ad imprese localizzate in un territorio o in uno Stato membro specifico, sebbene, all'interno di detto Stato, siano erogati in modo non discriminatorio. Infatti, anche se una misura statale è diretta a sostenere tutte le imprese operanti in un dato mercato, qualora i beneficiari debbano necessariamente avere una sede, o semplicemente operare, in

---

*imputability under an organizational perspective*, in *European State Aid Law Quarterly*, n. 3, 2013, 453 ss.

<sup>48</sup> Decisione della Commissione europea, caso SA.43390 (2016/N), Italian securitisation scheme, cit., par. 44: «Given that the Scheme is designed to address banks with portfolios of NPLs, it is by its nature selective».

<sup>49</sup> Cfr. Decisione della Commissione europea sulla ricapitalizzazione di Alpha Bank, Caso SA.34823 (2012/C) in *GUUE* L80, 1, 2015, Decisione della Commissione europea sulla ricapitalizzazione della Banca Nazionale della Grecia, Caso SA.34824 (2012/C) in *GUUE*, 2015, L 183, 29, Decisione della Commissione europea Ricapitalizzazione di EFT Eurobank, Caso SA.34825 (2012/C) in *GUUE* 2015, L357, 112 ss., Decisione della Commissione europea, Ricapitalizzazione della Banca del Pireo, (2012/C), in *GUUE*, 2015, L80, 49 ss.

uno Stato membro specifico, l'aiuto è ritenuto selettivo e, di conseguenza, vietato<sup>50</sup>.

*5. Il vantaggio economico e la distorsione della concorrenza: il market economy investor principle nel settore bancario*

Ai fini dell'applicazione dell'art. 107 TFUE, occorre che il provvedimento attribuisca un vantaggio di carattere economico che sia suscettibile di una valutazione a prescindere dalla forma<sup>51</sup>. Un vantaggio è un beneficio che un'impresa non potrebbe ricevere in condizioni normali di mercato, ossia in assenza di intervento dello Stato<sup>52</sup>.

La presenza di un vantaggio va valutato sulla base di un'analisi economica da cui emergano gli effetti concreti della misura di aiuto<sup>53</sup>. Pertanto, anche un semplice miglioramento delle condizioni finanziarie del beneficiario comporta l'erogazione di un aiuto<sup>54</sup>. Nel caso delle banche, il miglioramento strutturale avviene, principalmente, attraverso la ricapitalizzazione o cessione del capitale allo Stato, come nel caso della Banca Popolare di Vicenza e Antonveneta<sup>55</sup>, o attraverso la garanzia sull'emissione di titoli di debito, come nel caso dello schema

---

<sup>50</sup> cfr. G. LUCHENA, *La selettività geografica nelle leggi di incentivazione economica alle imprese: il caso delle agevolazioni fiscali nelle zone franche urbane*, in *www.osservatorioaic.it*, 6 giugno 2016. Per un esempio in giurisprudenza, Corte di giustizia dell'Unione europea, 21 dicembre 2016, *European Commission v. World Duty Free Group, formerly Autogrill Espana SA, Banco Santander SA, Santusa Holding SL*, cause riunite, C-20/15 P and C-21/15 P.

<sup>51</sup> Come specificato da G. LUCHENA, *An overview of the main issues set forth in the Notice on the notion of State aid: a new "code of conduct" for the States*, cit., 748, «the variety of forms constituting "aid" calls for great caution from the Commission's control activities. By means of its action, the Commission is capable of directing State conduct, acting as an arbitrator amid the "Internal" policies and the "European" ones».

<sup>52</sup> Sentenza della Corte di giustizia dell'11 luglio 1996, SFEI e altri, C-39/94, in GUUE, C:1996:285, punto 60; sentenza della Corte di giustizia del 29 aprile 1999, Spagna/Commissione, C-342/96, in GUUE, C:1999:210, punto 41.

<sup>53</sup> Sentenza della Corte di giustizia del 2 luglio 1974, Italia/Commissione, C-173/73, in GUUE, C:1974:71, punto 13.

<sup>54</sup> Sentenza della Corte di giustizia del 2 luglio 1974, Italia/Commissione, C-173/73, cit., punto 13.

<sup>55</sup> Decisione della Commissione europea, caso n. SA.45664, del 6 luglio 2018, cit.

di garanzia per la cessione degli NPL<sup>56</sup>.

Inoltre, la misura deve avere un effetto distorsivo della concorrenza (distorsione alla concorrenza) nonché recare un pregiudizio al commercio tra gli Stati membri<sup>57</sup>.

Vantaggio economico e distorsione della concorrenza costituiscono valutazioni tra loro collegate e sintetizzabili nel rispetto del *market economy investor principle*<sup>58</sup>, ossia nell'accertamento del fatto che un investitore privato non avrebbe effettuato la medesima operazione realizzata dallo Stato, o dal soggetto da esso delegato<sup>59</sup>.

Ad esempio, nella Decisione della Commissione europea relativa al salvataggio della Banca Popolare di Vicenza e della Banca Antonveneta, si legge che gli aiuti costituirebbero una distorsione della concorrenza ed un vantaggio economico alle banche beneficiarie nella misura in cui le banche concorrenti non avrebbero potuto fruire dei

---

<sup>56</sup> Decisione della Commissione europea, caso n. SA.43390 (2016/N), Italian securitisation scheme, cit.

<sup>57</sup> La Commissione europea sintetizza la nozione di pregiudizio al commercio tra gli Stati membri come segue: «Those State support measures are also likely to affect trade between Member States as the financial services market is open to competition from banks of other Member States and, by its nature, affects trade between Member States.», Decisione della Commissione europea, caso n. SA.45664, del 6 luglio 2018, cit., par. 70. In giurisprudenza, *ex multis*, si rinvia alla sentenza della Corte di giustizia 21 marzo 1990, *Belgio c. Commissione*, causa C-142/87.

<sup>58</sup> Per una ricostruzione del principio del MEIP si rinvia a C. MALINCONICO, *Aiuti di stato*, in M. P. CHITI e G. GRECO (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo europeo*, Milano, 1997; F. GHELARDUCCI, M. CAPANTINI, *Gli aiuti di stato e il principio dell'investitore privato negli orientamenti della Commissione e nella giurisprudenza comunitaria*, in A. MASSERA (a cura di), *Il diritto amministrativo dei servizi pubblici tra ordinamento nazionale ed ordinamento comunitario*, Pisa, 2004, 127 ss.; A. PAGANO, *Sull'applicazione del criterio dell'investitore privato operante in un'economia di mercato*, in *Diritto pubblico comparato ed europeo*, 2010, 1282 ss.; R. F. BALDUCCI, *Lo stato può investire nel capitale di imprese pubbliche anche per mezzo di esenzioni fiscali: è la fine del "market economy investor principle"*, in *Diritto pubblico comparato ed europeo*, 2012, 1710 ss.; P. DE LUCA, *Il criterio dell'investitore privato in economia di mercato*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2012, 519 ss.

<sup>59</sup> Per un approfondimento dell'applicazione del *market economy investor principle* agli aiuti alle banche, si veda P. NICOLAIDES, *State aid to banking: application of the Market economy investor principle*, in F. C. LAPREVOTE, J. GRAY, F. DE CECCO, (a cura di), *Research handbook on State Aid in the Banking Sector*, cit., 87.

medesimi vantaggi, se avessero posto in essere l'operazione di salvataggio senza il supporto dello Stato: «Measures A to J distort or threaten to distort competition as they allow the activities of VB and BPVi to be sold to the Buyer with an advantage that competitors did not receive, whereas those activities would have been wound down in the absence of State support»<sup>60</sup>.

In breve, un intervento pubblico, a condizioni più favorevoli rispetto a quelle che accetterebbe un investitore privato, implica un vantaggio economico e viene, quindi, qualificato come aiuto di Stato<sup>61</sup>: la misura deve essere notificata alla Commissione europea, ai sensi dell'art. 108 TFUE, che effettuerà una valutazione di compatibilità dell'aiuto con il mercato interno<sup>62</sup>.

In questo caso, lo Stato membro è gravato dal c.d. obbligo di *stand still*, ossia deve astenersi dall'applicare la misura fino a che la Commissione non l'abbia autorizzato, come previsto dal comma 3 dell'art. 108 TFUE.

Nella prassi si trovano diversi casi di misure di sostegno alle banche che non sono state considerate aiuto di Stato in ragione dell'aderenza al *market economy investor principle*<sup>63</sup>. Ciò accade quando il valore del sostegno pubblico per la misura di aiuto (cessione dei portafogli di crediti, l'immissione di capitale o di strumenti di debito) viene considerato pari al prezzo che sarebbe accettabile per un investitore privato<sup>64</sup>.

---

<sup>60</sup> Decisione della Commissione europea, caso n. SA.45664, del 6 luglio 2018, cit., par. 69.

<sup>61</sup> La base giuridica del *market economy investor principle* è l'art. 345 del TFUE che prevede la parità tra impresa pubblica e impresa privata: «[i] trattati lasciano del tutto impregiudicato il regime di proprietà esistente negli Stati membri».

<sup>62</sup> A. BIONDI, *Gli Aiuti di Stato*, in A. FRIGNANI, R. PARDOLESI (a cura di), *La Concorrenza*, Torino, 2006, 447 ss.

<sup>63</sup> Cfr. Corte di giustizia dell'Unione europea, cause riunite, C-214/12, C-215/12 e C-223/12, *Land Burgenland and others c. Commissione*, in *GUUE*, C/2013/682, par. 52.

<sup>64</sup> Si vedano, *ex multis*, le seguenti sentenze della Corte di giustizia: sentenza della Corte di giustizia del 21 marzo 1990, Belgio/Commissione (Tubemeuse), C-142/87, in *GUUE*, C:1990:125, punto 29; la sentenza della Corte di giustizia del 21 marzo 1991, Italia/Commissione (ALFA Romeo), C-305/89, in *GUUE*, C:1991:142, punti 18 e 19; la sentenza del Tribunale del 30 aprile 1998, Cityflyer Express/Commissione, T-16/96, in *GUUE*, T:1998:78, punto 51; la sentenza del Tribunale del 21 gennaio 1999, Neue Maxhütte Stahlwerke e Lech-

Parimenti, quando il creditore parte della rinegoziazione del debito è un soggetto pubblico (ad esempio una banca controllata dallo Stato) la giurisprudenza ha elaborato specificamente il criterio del creditore privato sulla base del quale è possibile stabilire se le condizioni di rinegoziazione siano aderenti agli standard di mercato<sup>65</sup>.

Analogamente, quando una banca partecipata dallo Stato, o ricapitalizzata dallo Stato, esegue un'operazione di vendita (anche di crediti deteriorati) occorrerà valutare l'operazione rispetto al c.d. criterio del venditore privato, come già elaborato dalla Corte di giustizia<sup>66</sup>.

Infatti, il pagamento di un giusto prezzo configura l'assenza di un vantaggio economico selettivo. Tale accertamento è avvenuto, ad esempio, nel caso della *bad bank* ungherese *Mark*<sup>67</sup>, avente ad oggetto il trasferimento di un pacchetto di crediti deteriorati nel mercato immobiliare nonché nel caso del, già citato, schema di garanzia degli strumenti di debito in Italia (GACS)<sup>68</sup>.

Nei suddetti casi, infatti, il prezzo è stato determinato attraverso un'operazione tecnica di *benchmarking*, come stabilito dal Tribunale dell'Unione europea<sup>69</sup>. In alternativa, è possibile stabilire un giusto prezzo attraverso una procedura pubblica, come avvenuto nel caso di Intesa San Paolo<sup>70</sup>: secondo quest'ultimo schema il prezzo non può poi essere messo in discussione da studi indipendenti da cui emerga un

---

Stahlwerke/Commissione, cause riunite T-129/95, T-2/96 e T-97/96, in *GUUE*, T:1999:7, punto 104; la sentenza del Tribunale del 6 marzo 2003, Westdeutsche Landesbank Girozentrale e Land Nordrhein-Westfalen/Commissione, cause riunite T-228/99 e T-233/99, in *GUUE*, T:2003:57.

<sup>65</sup> Sentenza della Corte di giustizia del 22 novembre 2007, Spagna/Commissione, C-525/04 P, in *GUUE*, C:2007:698, sentenza della Corte di giustizia del 24 gennaio 2013, Frucona/Commissione, C-73/11 P, in *GUUE*, C:2013:32; sentenza della Corte di giustizia del 29 giugno 1999, DMTransport, C-256/97, in *GUUE*, C:1999:332.

<sup>66</sup> Sentenza del Tribunale del 28 febbraio 2012, Land Burgenland e Austria/Commissione, cause riunite T-268/08 e T-281/08, in *GUUE*, T:2012:90.

<sup>67</sup> Si veda la Decisione del 10 febbraio 2016, SA.38843, in *GUUE* C/104/2016.

<sup>68</sup> Si veda la Decisione del 10 febbraio 2016, SA.43390, cit.

<sup>69</sup> Sentenza del Tribunale del 6 marzo 2003, Westdeutsche Landesbank Girozentrale e Land Nordrhein-Westfalen/Commissione, cause riunite T-228/99 e T-233/99, in *GUUE*, T:2003:57, punto 251.

<sup>70</sup> Decisione della Commissione europea, caso n. SA.45664, del 6 luglio 2018, cit.

diverso *benchmark* applicabile<sup>71</sup>.

6. *In particolare: dal criterio dell'investitore privato al valore economico reale dei portafogli di NPLs*

Il criterio dell'investitore privato consente di includere nella valutazione molteplici fattori di carattere finanziario<sup>72</sup> al fine di verificare «se, in circostanze analoghe, un investitore privato di dimensioni paragonabili che opera alle normali condizioni di un'economia di mercato avrebbe realizzato l'investimento in questione»<sup>73</sup>.

Con specifico riferimento agli aiuti finalizzati a promuovere la rimozione delle attività deteriorate, la valutazione si concentra sulla sussistenza di una remunerazione per lo Stato che tenga conto del

---

<sup>71</sup> Sentenza della Corte di giustizia del 24 ottobre 2013, Land Burgenland/Commissione, cause riunite C-214/12 P, C-215/12 P e C-223/12 P, in *GUUE*, C:2013:682, punti 94 e 95.

<sup>72</sup> Tale tendenza si può evincere chiaramente dalle decisioni della Commissione europea più recenti e più rilevanti per l'Italia, in cui l'intervento pubblico era spesso provvisorio, relative all'Ilva (Decisione della Commissione del 21 dicembre 2017, SA.38613 (2016/C) (ex 2015/NN), *sugli aiuti di stato e sulle misure cui l'Italia ha dato esecuzione a favore dell'Ilva S.p.A. in Amministrazione Straordinaria*, in *Gazzetta Ufficiale - 2a Serie Speciale - Unione Europea* n. 96 del 10-12-2018, 96 ss.), Alitalia (Decisione della Commissione europea, *Aiuto di Stato SA.48171 (2018/C) (ex 2018/NN, ex 2017/FC) – Italia Presunto aiuto di Stato a favore di Alitalia*, in *GUUE*, 20 luglio 2018, C 256, 4 ss.), Banca Marche (Decisione della Commissione europea, *State Aids SA.39543 (2017/N-2), SA.41134 (2017/N-2), SA.43547 (2017/N-2) – Italy – Sale of the bridge banks Marche, Etruria and Carichieti to UBI Banca (third amendment to the resolution of the banks Marche, Etruria and Carichieti)*, in *GUUE*, 16 febbraio 2018, C 61, 1 ss.), Banca Popolare di Vicenza (Decisione della Commissione europea, *State Aid SA. 45664 (2017/N) – Italy – Orderly liquidation of Banca Popolare di Vicenza and Veneto Banca - Liquidation aid*, in *GUUE*, 6 luglio 2018, C 236, 1 ss.). Cfr. D. ROSSANO, *La gestione dei crediti deteriorati nelle crisi bancarie*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 85, G. SCIASCIA, *La risoluzione ex lege delle c.d. «quattro banche»*, in G. SCIASCIA, *I profili pubblicistici del credito tra dimensione nazionale e innovazioni sovranazionali*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2017, 413 ss. e M. CLARICH, *Sostegno pubblico alle banche e aiuti di Stato*, in *Giur. Comm.*, 2017, 702 ss.

<sup>73</sup> Punto 74 della Comunicazione della Commissione europea sulla nozione di aiuto di stato, cit. Per un commento recente si veda G. LUCHENA, *An overview of the main issues set forth in the Notice on the notion of State aid: a new “code of conduct” for the States*, cit., 747 ss.



rischio di future perdite e di tutti i rischi supplementari derivanti da un valore di trasferimento superiore al valore economico reale<sup>74</sup>.

La valutazione riveste particolare complessità quando il trasferimento è diretto ad una entità giuridica separata, c.d. *asset management company*, comunemente chiamata *bad bank*. Si tratta del ricorso a forme di cessione ad «un'apposita società veicolo sperimentato nel nostro ordinamento in epoca antecedente alla legge n. 130/1999 con la costituzione di una bad bank denominata S.G.A - costituita per la realizzazione di un unico affare, l'acquisto la gestione e il realizzo degli attivi del Banco di Napoli, secondo lo schema della *societas unius negotii*» che trova ora «rinnovata possibilità applicativa, alla quale contribuiscono i variegati benefici (tra cui rileva l'emissione di titoli obbligazionari in deroga ai limiti disposti dall'art. 2410 cod. civ.) che nell'ultimo decennio del secolo scorso erano stati introdotti dal regolatore per mitigare gli effetti negativi di un'eccessiva rigidità disciplinare»<sup>75</sup>. Attraverso tale trasferimento la *bad bank* subentra nella posizione creditoria relativa ad un portafoglio di attività deteriorate (o deteriorate) e paga un prezzo di acquisto alla banca venditrice.

Generalmente, le *bad bank* possono derivare da una banca autonoma o dalla cooperazione di più banche all'interno di un medesimo Stato membro (es. *NAMA* in Irlanda, *SAREB* in Spagna e, seppur con forma diversa, il fondo Atlante in Italia)<sup>76</sup>.

Nella maggior parte dei casi la *bad bank* è finanziata o sottoposta a garanzia dello Stato e, per tale ragione, la relativa attività è soggetta allo scrutinio di cui all'art. 107 TFUE.

Amesso che vi sia sostegno dello Stato, occorre indagare se il trasferimento delle attività deteriorate alla *bad bank* sia avvenuto nel rispetto del *market economy investor principle* (MEIP). Tale

---

<sup>74</sup> Comunicazione della Commissione sul trattamento delle attività che hanno subito una riduzione di valore nel settore bancario comunitario, 2009/C/72/01, in GUUE C 72, 26.3.2009, 1–22, par. 40.

<sup>75</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, cit., 28.

<sup>76</sup> Nel presente lavoro non si affronta il tema dell'individuazione del migliore strumento giuridico per la rimozione delle attività deteriorate. Si prende atto del dibattito rinvenibile nei contributi di F. CAPRIGLIONE, *Il Covid 19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, cit., 13 e A. ENRIA, *ECB: the EU needs a regional "bad bank"*, *Financial Times*, 26 ottobre 2020. Verranno esclusivamente effettuate alcune considerazioni che discendono dall'applicazione delle norme in materia di aiuti di stato e che prescindono dai diversi modelli di gestione.

valutazione può essere effettuata attraverso il confronto tra il valore a libro delle attività, quello di mercato e il prezzo di trasferimento dal venditore (la banca) al compratore (la *bad bank*)<sup>77</sup>.

Il prezzo che un investitore privato sarebbe disponibile a pagare per il portafoglio di attività deteriorate corrisponde al valore di mercato. Affinché non vi sia un aiuto di stato l'importo di pagato dalla *bad bank* (grazie al supporto statale) alla banca non deve eccedere il prezzo di mercato. Tuttavia, dal momento che le attività deteriorate non sono oggetto di negoziazione in mercati regolamentati, la valutazione della congruità del valore è necessariamente soggetto ad una stima secondo la citata metodologia del valore economico reale (REV).

In breve, qualora, grazie al sostegno dello Stato, il prezzo di trasferimento non ecceda quello di mercato, la misura non conferisce alcun vantaggio economico alla banca venditrice. Dall'altro lato se il prezzo eccede quello di mercato, ossia se la *bad bank* paga un prezzo maggiore di quello che un operatore privato pagherebbe, si configura un vantaggio economico per la banca cedente. La misura del vantaggio è pari alla differenza tra il prezzo di vendita e il valore di mercato.

Se è fisiologico che vi sia un minimo di differenza tra il prezzo valutato dalla banca e il prezzo che gli operatori sono disposti ad offrire, è stato ampiamente dimostrato che tale discrepanza deve poter essere spiegabile sulla base della diversa valorizzazione del tempo per lo sconto dei flussi di cassa<sup>78</sup>.

Sotto il profilo metodologico, pertanto l'operazione di stima è vincolata e non presenta margini di discrezionalità; la Commissione europea precisa che essa va fatta in due fasi: «in una prima fase, le attività dovrebbero essere valutate, per quanto possibile, sulla base del loro valore corrente di mercato. In linea di massima, qualsiasi trasferimento di attività cui si applica un regime e la cui valutazione superi il prezzo di mercato costituirà un aiuto di Stato. Il valore corrente di mercato, tuttavia, può discostarsi notevolmente dal valore contabile di queste attività nelle circostanze attuali o può essere inesistente in mancanza di un mercato (per determinate attività, il valore può

---

<sup>77</sup> Tale analisi, presuppone che la valorizzazione del credito a libro abbia rispettato la disciplina dell'art. 166 del CRR e le linee guida della BCE sulla gestione dei crediti deteriorati (87).

<sup>78</sup> L. G. CIAVOLIELLO, F. CIOCCETTA, F. M. CONTI, I. GUIDA, A. RENDINA, G. SANTINI, *Quanto valgono i crediti deteriorati?*, cit.

effettivamente essere nullo)»<sup>79</sup>.

In sostanza la Commissione invita gli Stati membri a promuovere operazioni di trasferimento che non comportino una differenza tra il valore contabile delle attività e il valore di mercato. In questo modo, si è certi che non vi sia alcuna misura di aiuto di stato.

Qualora il trasferimento ad un prezzo pari al valore contabile non sia possibile, è consentito effettuare una seconda fase di valutazione che porti ad un sostegno dello Stato membro che sia minore possibile: «in una seconda fase, il valore attribuito alle attività deteriorate nell'ambito di un programma di sostegno (“valore di trasferimento”) supererà inevitabilmente i prezzi correnti di mercato per ottenere l'effetto di sostegno. Per garantire coerenza nel valutare la compatibilità dell'aiuto, la Commissione considererebbe un valore di trasferimento che rifletta il valore economico a lungo termine (“valore economico reale”) delle attività, sulla base dei flussi di cassa sottostanti e di orizzonti temporali più ampi, un parametro accettabile da cui risulti la compatibilità dell'importo dell'aiuto in quanto minimo necessario. Si dovranno prendere in considerazione scarti di garanzia (“haircut”) uniformi applicabili a determinate categorie di attività per avvicinarsi al valore economico reale di attività talmente complesse da rendere impossibile una proiezione affidabile degli sviluppi nel prossimo futuro»<sup>80</sup>.

La seconda fase della valutazione prende in considerazione l'ipotesi in cui il prezzo di trasferimento superi il valore mercato ed individua un parametro di riferimento: il valore economico reale (REV). Quest'ultimo deve includere il valore attuale ipoteticamente liquidabile e uno sconto dei flussi cassa<sup>81</sup> che siano prevedibili oltre ad «un'adeguata remunerazione per lo Stato»<sup>82</sup>. L'adeguata

---

<sup>79</sup> Comunicazione della Commissione sul trattamento delle attività che hanno subito una riduzione di valore nel settore bancario comunitario, 2009/C/72/01, cit., 1-22, par. 39.

<sup>80</sup> Comunicazione della Commissione sul trattamento delle attività che hanno subito una riduzione di valore nel settore bancario comunitario, 2009/C/72/01, cit., 1-22, par. 40.

<sup>81</sup> Con riferimento al metodo del *discounted cash flow* si rinvia a D. MARESCA, *I parametri finanziari dello Stato imprenditore*, Torino, 2021.

<sup>82</sup> Comunicazione della Commissione sul trattamento delle attività che hanno subito una riduzione di valore nel settore bancario comunitario, 2009/C/72/01, cit., 1-22, par. 41. Non ci si soffermerà in questa sede sul tema dell'adeguata remunerazione

remunerazione va intesa tanto per lo Stato per entrambi i casi possibili: se lo Stato controlla l'acquirente, l'IRR, cioè il tasso di rendimento previsto, deve essere almeno pari a quello di mercato, se lo Stato, invece, ha supportato la banca cedente, potrà accettare che il cessionario privato consegua una remunerazione non superiore a quella di mercato (ossia nel *range* indicato in premessa tra il 15% e il 25%).

Per questa ragione la combinazione tra valore economico reale e dati effettivi di cessione (sia primari che secondari) consente una valutazione dei flussi di cassa anche prospettica, quindi in un mercato non necessariamente influenzato da un generale abbassamento dei tassi in virtù degli interventi statali o delle banche centrali.

In sostanza, il valore economico reale è il parametro che la Commissione europea identifica al fine di accertare che la misura di sostegno pubblico non attribuisca un vantaggio economico anticompetitivo. L'importo dell'aiuto corrisponde alla differenza tra l'importo della misura di aiuto dello Stato (ricapitalizzazione, acquisto di portafogli o garanzia) e il valore economico reale degli *assets* oggetto del supporto<sup>83</sup>.

Tale operazione può apparire più agevole quando l'aiuto è conferito attraverso l'acquisto di portafogli di crediti o la prestazione di una garanzia in quanto si tratta di valori direttamente confrontabili con i prezzi di mercato di operazioni economiche analoghe. La valutazione può rivelarsi più complessa quando il supporto pubblico ha avuto la forma della immissione di capitale che va comparato con il valore che avrebbe avuto il capitale se le attività deteriorate fossero state cedute ad un prezzo pari al valore economico reale, in ragione di prospettive di

---

che è stata già trattata in D. MARESCA, *I parametri finanziari dello Stato imprenditore*, cit.

<sup>83</sup> Ad esempio nel caso della bad bank ungherese Mark, Decisione del 10 febbraio 2016, SA.38843, cit., par. 60, il calcolo relativamente alle poste di debito garantite da immobili è stato effettuato nel modo seguente: «the theoretical maximum price will be calculated by: (a) Deducting a [1% – 8%] operational and risk cost from the validated valuation of the Real Estate; and (b) Discounting the resulting amount with a weighted cost of capital (“WACC”) of [7% – 15%] over the appropriate time to sale (which will depend on the property type and location)».

ristrutturazione bonaria<sup>84</sup> o di *enforcement* in giudizio<sup>85</sup>.

Infatti, nel caso sia possibile una ristrutturazione del credito la posizione non è nemmeno classificabile come NPL, dovendosi, piuttosto, inquadrarla come UTP (*unlikely to pay*) e prevedere da subito una ristrutturazione secondo un'analisi terza che valuti un ipotetico *business plan* per consentire un rientro almeno parziale e la ripresa dell'attività in quanto «i crediti in parola non devono essere assoggettati ad un trattamento che ne mortifichi il reale valore, in una logica che impropriamente li equipari agli NPLs» prevedendone invece una «valutazione peritale che sappia valutare correttamente le potenzialità di ripresa del soggetto ceduto»<sup>86</sup>, giungendo ad una valutazione che si aggira intorno al 65-70% del valore nominale del credito<sup>87</sup>.

Tuttavia, la Commissione ha specificato che il valore economico reale può essere stimato anche con riferimento a misure di ricapitalizzazione funzionali alla vendita delle attività. Nella Comunicazione della Commissione sugli *assets* a valore ridotto si

---

<sup>84</sup> Decisione del 10 febbraio 2016, SA.38843, cit., par. 62: «If (...) the NPL is restructurable, the theoretical maximum price will be calculated by: i. Deducting a [1% – 8%] operational and risk cost from the validated valuation of the Real Estate, and then deducting a [4% – 10%] restructuring cost from that amount to arrive at the theoretical amount of a restructured loan; and ii. Discounting the resulting amount with a WACC of [7% – 15%] over the restructuring time [...]».

<sup>85</sup> Decisione del 10 febbraio 2016, SA.38843, cit., par. 64: «If the NPL is to be enforced, the theoretical maximum price will be calculated by: i. Deducting a [1% – 8%] operational and risk cost from the validated valuation of the CRE, and then deducting the enforcement cost from this amount. If the borrower has been assessed to be cooperative, the enforcement cost is [6% – 11%]; otherwise, the enforcement cost is [8% – 13%]31; and ii. Discounting the resulting amount with a WACC of [7% – 15%] over the enforcement time [...] and the appropriate time to sale (which will depend on the property type and location)».

<sup>86</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, cit., 19 che aggiunge la necessità di predisporre: «un accurato business plan che – nel riferimento ai “flussi” degli incassi attesi e alle particolarità delle singole posizioni – sia in grado di evidenziare se, e in qual misura, sia verosimile ipotizzare un recupero della situazione deteriorata sottoposta ad esame».

<sup>87</sup> Banca d'Italia, *Attuazione del Regolamento Delegato (Ue) n. 171/2018 della Commissione Europea del 19 Ottobre 2017 e degli Orientamenti sull'applicazione della definizione di default ai sensi dell'articolo 178 del Regolamento (Ue) n. 575/2013*, Marzo 2019, visionabile su [https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2019/attuazione-regolamento-delegato/Documento\\_di\\_consultazione.pdf](https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2019/attuazione-regolamento-delegato/Documento_di_consultazione.pdf).

specifica infatti che «le misure di sostegno a fronte di attività deteriorate possono essere paragonate, in un certo qual modo, a conferimenti di capitale, in quanto procurano un meccanismo di assorbimento delle perdite e hanno un'incidenza sul capitale obbligatorio. Le misure di sostegno comportano tuttavia un rischio maggiore per lo Stato, legato a un portafoglio specifico di attività deteriorate senza contributi diretti delle attività e dei fondi generatori di reddito di altre banche e oltre la sua possibile partecipazione nella banca. Considerati i maggiori svantaggi e i minori lati positivi, di norma la remunerazione per il sostegno a fronte di attività deteriorate dovrebbe essere superiore a quella per i conferimenti di capitale»<sup>88</sup>.

Pertanto, eventuali conferimenti di capitale in banche, *in bonis* o in difficoltà nei casi di grave perturbazione dell'economia come il Covid, vanno inquadrati come misure di compensazione delle attività deteriorate e non come un normale conferimento di capitale, qualora abbiano la finalità di consentire alla banca di compensare le perdite per la riduzione del valore contabile delle attività non performanti e mantenere la *compliance* con i requisiti del regolamento CRR<sup>89</sup> e con la direttiva CRD<sup>90</sup>. Di conseguenza la congruità del valore del conferimento e della remunerazione attesa dallo stesso devono essere valutate rispetto al parametro del valore economico reale delle attività che verranno, poi, trasferite alla *bad bank*.

#### 7. Un diverso punto di vista: il vantaggio economico nel mercato secondario delle attività deteriorate

Una volta individuati i parametri di valutazione per la legittimità del

---

<sup>88</sup> Comunicazione della Commissione sul trattamento delle attività che hanno subito una riduzione di valore nel settore bancario comunitario, 2009/C/72/01, cit., 1–22, par. 23

<sup>89</sup> Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, *relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012*, in *GUUE* L 176, del 27 giugno 2013, 1–337.

<sup>90</sup> Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, *sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE*, in *GUUE* L 176, del 27 giugno 2013, 338–436.

trasferimento tra banca e cessionario, la circolazione successiva degli NPL è completamente libera da vincoli?

Per mercato secondario si intende l'insieme delle operazioni di cessione delle attività deteriorate successive al primo conferimento nella *bad bank*. La Commissione individua il mercato secondario come uno dei principali strumenti per consentire di contenere gli effetti della crisi e massimizzare le misure di sostegno pubblico<sup>91</sup>.

Tuttavia, le citate norme in materia di aiuti di Stato sono state ad oggi applicate esclusivamente al "primo mercato" degli NPL, mentre i mercati secondari non sono mai stati soggetti a controllo da parte della Commissione europea<sup>92</sup>. Ad oggi, l'art. 107 TFUE ha avuto un'applicazione temporalmente limitata al momento della erogazione senza spingersi alla valutazione delle fattispecie successive di cessione dei crediti.

Tuttavia, la Commissione, tanto nel citato documento di consultazione di giugno 2021 quanto nella comunicazione di dicembre 2020, non estende in modo esplicito le considerazioni effettuate sulla trasparenza nel mercato secondario fino ad un ipotetico utilizzo di tali dati in sede di controllo degli aiuti di stato alle vicende successive all'autorizzazione ex art. 108 TFUE.

Tale mancanza, in effetti, potrebbe essere integrata dal riferimento (seppur generico) alla necessità di un approccio giuridico dedicato al mercato secondario delle attività deteriorate. Nella citata Comunicazione del 2020, infatti, si legge che «Uno degli ostacoli che impedisce ancora l'acquisto dei crediti deteriorati da parte delle banche sul mercato secondario riguarda il trattamento normativo delle attività

---

<sup>91</sup> Obiettivo della Commissione è proteggere i debitori attraverso uno sviluppo trasparente del mercato secondario: «(i) further develop secondary markets for distressed assets, which would allow NPLs to be moved off the banks' balance sheets while ensuring adequate protection for debtors».

<sup>92</sup> A questo proposito, la Commissione specifica che «Un mercato secondario liquido e profondo per le attività deteriorate fornirebbe alle banche la possibilità di ridurre i propri crediti deteriorati vendendoli a investitori terzi. Ciò le aiuterebbe a concentrarsi sulle attività principali liberando spazio nei propri bilanci per nuovi prestiti, consentendogli così di finanziare la ripresa economica»<sup>92</sup>. In sostanza, lo sviluppo del mercato secondario degli NPL consente di incrementare le *chances* di cessione dei portafogli di attività deteriorate liberando, quindi, la provvista nel bilancio delle banche per incrementare il numero dei prestiti a favore di imprese e persone.

in stato di default acquistate e i fattori di ponderazione del rischio che esse devono applicare per calcolare i requisiti patrimoniali nel quadro del metodo standardizzato per il rischio di credito»<sup>93</sup>.

La Commissione sembra suggerire (implicitamente) l'applicabilità della condizionalità agli aiuti bancari affinché sia possibile valutare se i gestori secondari dei crediti ceduti hanno effettivamente mantenuto *target* di rendimento analoghi a quelli valutati in sede di cessione (attraverso il *REV*) e se, in caso di significativo scostamento, la Commissione stessa debba intervenire per valutare se è stata mantenuta la condizionalità sottostante la decisione di autorizzazione dell'aiuto, ex art. 108 TFUE, prodromico alla cessione.

Inoltre, una valutazione dei flussi di cassa “dinamica”, estesa ai mercati secondari, consentirebbe di adeguare il valore economico reale prospettico a quello effettivo (ad esempio per un adeguamento dei tassi *risk free*) e valutare *ex post* come legittime misure di aiuto che inizialmente potevano apparire illegittime e viceversa. Con tutta evidenza, occorrerebbe, poi contemperare tale valutazione con il principio di certezza del diritto e legittimo affidamento in quanto tali valutazioni non possono certo giungere a mantenere “*pending*” per troppo tempo operazioni economiche così importanti.

In ogni caso, un approccio di questo tipo costituirebbe una novità nel panorama giurisprudenziale e nella prassi della Commissione europea in quanto porterebbe all'attenzione della Direzione Generale per la Concorrenza anche i trasferimenti dei portafogli di crediti deteriorati successivi all'erogazione dell'aiuto alla banca.

Si tratterebbe, pertanto, di una delle rare applicazioni della materia degli aiuti di stato ad operazioni successive a quella notificata ai sensi dell'art. 108 TFUE ed autorizzata ma ad essa conseguenti. Secondo l'ipotizzata ricostruzione, la previsione del *cash flow* e del rendimento, calcolati per ricostruire il valore economico reale delle attività deteriorate, dovrebbe mantenersi stabile anche nei trasferimenti successivi alla rimozione dei crediti dal bilancio e tale stabilità dovrebbe essere soggetta a vigilanza.

Mentre al momento della prima cessione dei portafogli la Commissione valuta che il prezzo di trasferimento alla eventuale *bad bank* pubblica non sia superiore al valore economico reale (*REV*), nei

---

<sup>93</sup> Comunicazione della Commissione europea del 16 dicembre 2020, cit., par. 2.5.



successivi trasferimenti, soprattutto se a soggetti interamente privati, occorrerà monitorare che il valore conseguito dalla riscossione del credito non sia eccessivamente inferiore al REV. Qualora ciò si verificasse, il cessionario conseguirebbe un vantaggio economico indiretto grazie alla compensazione della svalutazione del credito effettuata a monte dallo Stato (e che ha consentito la vendita ad un prezzo basso, in prima istanza).

L'ipotizzata interpretazione consentirebbe di attribuire un significato innovativo alla posizione espressa dalla Commissione europea nel recente documento di consultazione e nella comunicazione di dicembre 2020.

#### 8. *Conclusioni: l'applicazione "prolungata" dell'art. 107 TFUE*

Il ragionamento impostato nei paragrafi precedenti porta ad ipotizzare l'applicazione della condizionalità dell'art. 107 TFUE alle transazioni di secondo livello degli NPL fino ad introdurre una sorta di rendimento massimo che i cessionari potrebbero conseguire<sup>94</sup>.

Tuttavia, ne deriverebbe un mercato "calmierato" della circolazione dei crediti con una conseguente rischio di ridimensionamento della relativa attrattività per gli investitori.

Seguendo il ragionamento esplicitato dalla Commissione europea, l'applicazione dell'art. 107 TFUE alle vicende successive alla prima cessione, imporrebbe al cessionario di conseguire un rendimento dal credito che non vada oltre il valore economico reale, ossia oltre il valore del prezzo netto pagato al cedente, maggiorato di una congrua remunerazione che tenga conto del tempo di recupero<sup>95</sup>.

---

<sup>94</sup> Per una prospettiva sulla regolazione come strumento flessibile per la salvaguardia del mercato unico, si veda A. CANEPA, *La regolazione al tempo della crisi tra salvaguardia del mercato unico e "flessibilità" delle regole sugli aiuti di stato*, in *Banca imp. soc.*, 2016, 445 ss.

<sup>95</sup> Peraltro, come specificato da M. MAGGIOLINO, *Le esposizioni deteriorate ai tempi della pandemia*, in U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Sistema produttivo e finanziario post-covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità, voci dal diritto dell'economia*, Pisa, 2021, 199 ss., le banche effettuano analisi molto specifiche per determinare il valore di ciascuna posizione creditoria al fine di determinare il prezzo a cui offrirlo al mercato: «possono calcolare i prezzi e le condizioni contrattuali dei prodotti creditizi che offrono al mercato, affinché detti prezzi e condizioni scontino le perdite che le banche si aspettano di maturare su quei

Tale calcolo porterebbe all'applicazione dello sconto dei flussi di cassa futuri<sup>96</sup>, ossia di un tasso di interesse annuale pari al rendimento medio del mercato a cui il credito sottostante si riferisce (es. immobiliare, industriale, ecc...) portando con sé difficoltà tecniche non di scarso rilievo<sup>97</sup>: «A ben considerare, a valle di tali propositi interventistici resta di difficile soluzione l'ampia gamma di problemi evidenziati in sede tecnica: dalla difficoltà di valutare gli NPLs (cosa che li rende sostanzialmente illiquidi) e la loro redditività»<sup>98</sup>.

Tuttavia, le recenti tecniche finanziarie di calcolo della redditività emergenti dalla prassi della Commissione europea<sup>99</sup> in materia di aiuti di Stato potrebbero costituire una base innovativa per affrontare tali problematiche. Con quali conseguenze?

L'eventuale riscossione di un credito minore rispetto al valore economico reale dinamico consente al cessionario, se pubblico, di conseguire un guadagno inferiore rispetto alla stima del valore del credito effettuata dalla Stato in sede di adozione della misura di aiuto di Stato. Ciò porta ad individuare una differenza negativa tra la remunerazione stimata in sede di erogazione dell'aiuto e quella conseguita nel mercato secondario. Tale differenza potrebbe comportare uno scostamento rispetto al *market economy investor principle*.

Qualora, invece, si riscuota un credito maggiore rispetto al valore economico reale dinamico il cessionario consegue un guadagno

---

prodotti, al lordo – per giunta – della varianza che quelle perdite possono registrare intorno alla loro media attesa».

<sup>96</sup> Lo stesso documento di consultazione di giugno 2021 specifica che la trasparenza dei dati dovrebbe riguardare «information on recovery and expense cash flows» per consentire agli attori del mercato di avere una maggiore consapevolezza del prezzo di acquisto: «determining the prices they are willing to pay, and help diminish uncertainty».

<sup>97</sup> Cfr. D. MARESCA, *Il tasso di interesse dei prestiti e il rendimento del capitale nel temporary framework sugli aiuti di stato per il COVID-19: un esempio per il futuro?*, in *Concorrenza e Mercato*, 2020, 259 ss.

<sup>98</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, cit., 16, nonché Cfr. L. G. CIAVOLIELLO, F. CIOCCHETTA, F. M. CONTI, I. GUIDA, A. RENDINA, G. SANTINI, *Quanto valgono i crediti deteriorati?*, cit.

<sup>99</sup> Cfr. D. MARESCA, *I parametri finanziari dello Stato imprenditore*, cit., 133 ss. e D. MARESCA, *Il tasso di interesse dei prestiti e il rendimento del capitale nel temporary framework sugli aiuti di stato per il COVID-19: un esempio per il futuro?*, cit., 259 ss.

superiore rispetto alla stima del valore del credito effettuata dalla Stato in sede di adozione della misura di aiuto di Stato. Anche in questo caso c'è una differenza che sposta il vantaggio economico dalla banca, diretta beneficiaria, al cessionario del credito.

In questo caso, verrebbe messa in discussione la legittimità della misura di aiuto erogato a monte in quanto non viene conseguito l'obiettivo palesato dalla Commissione europea: ossia quello di rendere gli aiuti alle banche funzionali al sostegno dell'economia reale, attraverso l'erogazione di prestiti garantiti da bilanci più solidi degli istituti finanziari.

Dall'altra parte, per le AMC a partecipazione pubblica, è anche possibile che l'indicata operazione consenta di considerare come legittime *ex post* misure che *ex ante* apparivano aiuti di stato vietati. Attraverso una accurata valutazione comparativa del prezzo di trasferimento con il REV (aggiornato sulla base dei dati consuntivi) potrebbe portare a considerare legittime, ossia aderenti al *market economy investor principle*, operazioni che inizialmente potevano essere svantaggiose per l'AMC pubblica. Infatti, qualora dalle operazioni successive alla prima, si conseguiva una remunerazione più favorevole (rispetto a quella prevista in sede di acquisto del portafoglio) per la società di gestione a partecipazione pubblica e tale da avvicinarsi alla media di mercato, l'operazione complessiva potrebbe "tornare" compatibile con le norme in materia di aiuti di stato.

Per tale ragione l'ipotizzata applicazione "prolungata" dell'art. 107 TFUE dovrebbe avere ad oggetto proprio la verifica della remunerazione conseguita nel mercato secondario al fine di evitare che le misure di aiuto abbiano l'effetto di portare un beneficio alla mera circolazione finanziaria dei crediti deteriorati, nel senso ipotizzato da autorevole dottrina<sup>100</sup>.

La remunerazione "controllata" ex art. 107 TFUE dovrebbe prevedere, come contropartita, una più facile e veloce procedura di riscossione; quest'ultimo aspetto, peraltro, è pienamente coerente con l'obiettivo della Commissione di conseguire «norme minime di

---

<sup>100</sup> A. ENRIA, P. HABEN, M. QUAGLIARIELLO, *Completing the Repair of the EU Banking Sector- A Critical Review of an EU Asset Management Company*, in *European Economics*, disponibile in <https://european-economy.eu/2017-1/completing-the-repair-of-the-eu-banking-sector-a-critical-review-of-an-eu-asset-management-company/>

armonizzazione sulle procedure accelerate di escussione extragiudiziale delle garanzie»<sup>101</sup>.

I mercati secondari delle attività deteriorate sarebbero, quindi, soggetti ad un potenziale rendimento minore rispetto a quello che attualmente i relativi cessionari potrebbero conseguire ma avrebbero una riduzione del relativo rischio (proprio per il fatto che, a monte, parte del rischio viene assorbito dallo Stato tramite l'erogazione della misura di aiuto alla banca che ha ceduto il credito).

Pertanto, la tipologia di investitore interessato all'acquisto dei portafogli di attività deteriorate potrebbe mutare in quanto il relativo mercato diventerebbe maggiormente attrattivo per soggetti con una minore propensione al rischio.

Non può non rilevarsi che la prospettata applicazione dell'art. 107 TFUE sconta una crisi generale dell'istituto degli aiuti di stato che non è certo limitata alla fase di controllo *ex post*. È stato affermato più volte che la Commissione europea ha sostanzialmente abdicato al proprio ruolo in materia di aiuti di stato tanto in occasione delle crisi bancarie<sup>102</sup> quanto durante la pandemia attraverso il meccanismo delle sostanziali deroghe previste dal *temporary framework*<sup>103</sup>, dando spazio alla seguente domanda «si può ancora parlare di divieto di aiuti di stato?»<sup>104</sup>.

In questo contesto di debolezza dell'istituto descritto, la proposta di applicazione dell'art. 107 TFUE al mercato secondario degli NPL

---

<sup>101</sup> Comunicazione della Commissione europea del 16 dicembre 2020, cit., par. 4.5.

<sup>102</sup> Tra le molte decisioni, ricordiamo quelle citate nel presente lavoro: Decisione della Commissione europea, *State Aids SA.39543 (2017/N-2), SA.41134 (2017/N-2), SA.43547 (2017/N-2) – Italy – Sale of the bridge banks Marche, Etruria and Carichiati to UBI Banca (third amendment to the resolution of the banks Marche, Etruria and Carichiati)*, cit., Decisione della Commissione europea, *State Aid SA.45664 (2017/N) – Italy – Orderly liquidation of Banca Popolare di Vicenza and Veneto Banca - Liquidation aid*, cit. e Decisione del 10 febbraio 2016, SA.38843, cit.

<sup>103</sup> Comunicazione della Commissione, *Quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza del COVID-19*, 2020/C 91 I/01 C/2020/1863, in GUUE C 91I, 20.3.2020, 1-9. Per un inquadramento in dottrina, BIONDI A., *Governing the Interregnum: State Aid Rules and the COVID-19 Crisis*, in *Market and Competition Law Review*, 2020, 20 ss.

<sup>104</sup> F. DI PORTO, E. BANI, "Castello" Covid-19: i destini incrociati di aiuti di stato e concorrenza, in U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Sistema produttivo e finanziario post-covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità, voci dal diritto dell'economia*, cit., 371.

potrebbe apparire effimera o quantomeno eccessivamente astratta. Tuttavia, si ritiene che proprio gli istituti giuridici maggiormente “deboli” e in discussione siano quelli intorno ai quali occorre concentrarsi per migliorarne l’applicazione e renderne utili gli effetti.