

Quaderni CESIFIN
nuova serie

**CRISI ECONOMICO-FINANZIARIA
E INTERVENTO DELLO STATO
MODELLI COMPARATI E PROSPETTIVE**

a cura di

GINEVRA CERRINA FERONI e GIUSEPPE FRANCO FERRARI



G. GIAPPICHELLI EDITORE – TORINO

LA RIFORMA DELL'ORDINAMENTO FINANZIARIO EUROPEO: QUALI CURE PER I FALLIMENTI DI MERCATO, I FALLIMENTI ISTITUZIONALI E I FALLIMENTI SOVRANI?

*Marco Lamandini**

1. Una preliminare considerazione di sfondo

Ad un giurista – per formazione spesso incapace di penetrare i “misteri” profondi dell’economia e al tempo stesso naturalmente portato a soffermare lo sguardo sulla patologia dei comportamenti – la crisi sembra porsi al punto di intersezione tra fallimenti di mercato, fallimenti istituzionali e fallimenti sovrani. E sembra anche che, pur in un contesto contrassegnato da forti spinte riformiste (come sempre accade a valle delle crisi e degli scandali, le quali hanno – come è noto – come principale merito proprio quello di aprire una finestra stretta per processi di riforma da molto tempo attesi) ciò che non ha funzionato nella “condotta di vita” del “corpo” politico, economico e sociale in tempi di normalità (azzardo morale e “veduta corta” dei mercati; scarsa qualificazione della spesa pubblica e privata, inadeguatezza e velleitarismo in una prospettiva di medio e lungo termine dell’iniziativa economica pubblica e privata; errati incentivi, sussidi e corruzione come fattore distorsivo del mercato; scarsa disciplina di bilancio ed eccesso del debito pubblico e, in molti casi, anche privato) abbia in verità ancora continuato a non funzionare a dovere in tempi di crisi. Ne sono esempio taluni “nuovi” fallimenti di mercato e istituzionali nella gestione delle crisi:

a) anzitutto, l’indiscriminato salvataggio di tutte le banche nell’area UE, con i conseguenti perversi riflessi sui fallimenti sovrani (v. Irlanda) e sulle

* *Professore ordinario di Diritto commerciale nella Facoltà di Economia dell’Università di Bologna.*

condizioni di concorrenzialità del mercato bancario paneuropeo che, dopo i grandi sforzi istituzionali e di mercato del passato volti alla sua effettiva instaurazione, mostra ora “fallimenti” proprio in relazione agli interventi di salvataggio pubblici intervenuti senza che la disciplina europea degli aiuti di stato in materia offrisse un quadro di riferimento sufficientemente rigoroso e restrittivo. Si è trattato, del resto, di un primo esempio di come risposte pubbliche emergenziali alla crisi rischino di scontare i limiti propri dell’agire della paura. La legislazione “da panico” è essa stessa un frutto avvelenato della crisi e dei fallimenti che ne sono stata causa;

b) poi, i velleitari interventi pubblici di *moral suasion* alle banche a non razionare il credito in un contesto pur obiettivamente contrassegnato dall’inaridimento della liquidità e dal rapido deterioramento degli attivi di bilancio, i costi di politica monetaria associati alla “rianimazione artificiale” del mercato della liquidità (con i conseguenti rischi di trasformazione della BCE in una *bad bank* per effetto dell’abbassamento dei requisiti in ordine ai collaterali utilizzabili per le operazioni di rifinanziamento), gli *stress test* “gentili” del luglio 2010 e la perdurante assenza di un chiaro disegno di intervento pubblico nell’economia di sostegno alla crescita e di supplenza del credito di necessità quasi “assente” (nella fase attuale di trapasso rapido dall’esuberanza dilapidatrice del passato al brusco ridimensionamento dell’economia).

Ad un giurista sembra che il punto nevralgico attenga alla incapacità dei *policy-makers* e della società civile nel suo complesso di segnare e interiorizzare rapidamente una chiara e netta *discontinuità qualitativa* degli obiettivi di crescita: E ciò a dispetto delle affermazioni di principio dei *communiqués* (v. ultimo di Cannes, 4 novembre 2011) e dei doveri in base all’art. 3.3 TUE e 119 TFEU. Non sembra infatti che di vera riforma del sistema possa parlarsi se non nel contesto di un quadro macroeconomico e sociale che ridisegni gli obiettivi, auspicabilmente spostando l’enfasi da misure meramente quantitative di crescita a misure qualitative di riqualificazione della stessa, vuoi per intervento spontaneo dei mercati, vuoi in relazione al fondamentale intervento pubblico di stimolo e indirizzo.

Insomma: il passato è solo passato o è (finalmente) morto?

La domanda non sembra (solo) retorica. La parola d’ordine dei “regolisti” – per i quali il passato deve solo passare – è “riparare”. Per gli altri sembra che si debba invece ridisegnare struttura e obiettivi del modello economico generale. E ciò si riflette, eccome, sul come e sul dove dell’intervento pubblico nell’economia.

2. I fallimenti di mercato, istituzionali e sovrani e l’ordinamento europeo

I fallimenti di mercato, istituzionali e sovrani, nel contesto europeo, mi paiono anche una “proxi” piuttosto chiara dei difetti e dei costi associati al timido *self restraint* comunitario successivo al conseguimento del mercato interno e dell’unione monetaria. A dispetto della quantità di interventi legislativi in materia di mercato finanziario succedutesi dal 1999 in poi (basti pensare alle 42 misure regolatorie previste dal FSAP) e a dispetto della centralità politica assunta dall’obiettivo dell’instaurazione di un mercato finanziario integrato europeo, il decennio appena trascorso ha visto l’Europa ostaggio di miopi nazionalismi che hanno nei fatti impedito di conseguire – sul piano del tempestivo ridisegno e apprestamento delle istituzioni di governo dei mercati finanziari – gli assetti istituzionali resi necessari dalla rapida integrazione dei mercati e dall’incremento di scala degli operatori. Il decennio è stato così contrassegnato da una paradossale coesistenza di alti costi di regolamentazione e, al tempo stesso, significativa permanenza di concorrenza tra ordinamenti (spesso negli spazi lasciati aperti da direttive che conservavano ampie discrezionalità attuative opzionali o alternative) e tra vigilanze. *Regulatory and supervisory competition in laxity*, dunque, pur nel contesto di una furia regolatrice, purtroppo tuttavia mal diretta rispetto all’effettivo governo del rischio e tutela dell’interesse pubblico. A riguardare quella disciplina oggi, la regolamentazione appare principalmente connotata da finalità facilitative della operatività transfrontaliera delle imprese (polarizzata cioè sul “passaporto” europeo) più che al fine di definire il più stringente e rigoroso paradigma di comportamento delle imprese e dei mercati. Grave errore politico e istituzionale è risultato, nel contesto della revisione dei Trattati, la mancata previsione di autorità di vigilanza europee. Non sorprende dunque, in assenza di una chiara base giuridica nel Trattato, come troppo lento e insufficiente sia stato il processo di convergenza e di coordinamento tra le autorità di vigilanza nazionale nel contesto dei Comitati di livello 3 Lamfalussy, così come, addirittura all’indomani della crisi e del rapporto De Larosière, troppo timido – seppur figlio di soluzioni pragmaticamente comprensibili – il percorso volto alla instaurazione delle tre agenzie di armonizzazione delegata, le ESA ed il Comitato per il controllo del rischio sistemico. Il decennio appena trascorso si è così connotato per un diluvio di regole europee ma tutte univocamente orientate al solo obiettivo dell’integrazione dei mercati senza che si procedesse al tempo stesso, come era doveroso, ad assistere quel nuovo e più ampio mercato con le poche regole e istituzioni europee che veramente contassero in una

prospettiva sistemica di controllo del rischio. La parola d'ordine, del resto, a Londra nel 2005 – allorché si presentarono i frutti del FSAP e si disegnarono dalla precedente Commissione le linee di azione per il quinquennio 2005-2010, poi rapidamente sconfessate all'indomani del luglio 2007 – era “less means more”.

3. La crisi economico-finanziaria quale “attivatore” di ultima istanza delle riforme istituzionali: il “nuovo” intervento pubblico

I tre poderosi “fallimenti” di mercato, istituzionali e sovrani hanno un tratto comune da tempo ovvio ai comparatisti: rendono evidente come l'intervento pubblico, in un mercato (finanziario) globale, “chiama” *standard* globali e non può essere limitato al livello nazionale e, almeno nel contesto dell'area euro, richiederebbe decisi interventi centralizzati di tipo sostanzialmente federale (ne sono stata recente dimostrazione, a ben vedere, i regolamenti in tema di agenzie di *rating* e di mercati dei derivati).

Le raccomandazioni e la *soft law* (quelle dei *communiqués*, di IOSCO e del Comitato dei governatori, del FMI e del FSB) sono utilissimi nel delineare le tendenze globali e nell'orientare e dirigere il processo globale di regolamentazione. Si traducono tuttavia in azioni correttive concrete solo in presenza di interventi adeguati di implementazione tramite norme eteronome (*command and control rules*) e *standard* tecnici sia di vigilanza sia autodisciplinari in un coordinato circuito di *norm discovery* e di *norm selection* che integra una sorta di “ruota della regolamentazione”, in cui prospettive *top down* e *bottom up* coesistono così come coesistono – e offrono forza propulsiva alla ruota regolatoria – sia fonti istituzionali sia fonti di mercato, con la peculiarità che le istituzioni globali (pubbliche o di mercato), nel dettare *standard* globali, lo fanno con *soft law*, mentre le istituzioni nazionali o di macroarea, nel dettare regole imperative, lo fanno con limitazioni territoriali ampiamente “asimmetriche” rispetto ai fenomeni regolamentati. Vivante avrebbe detto che la natura delle cose si è ribellata al diritto.

La tardività di risposta istituzionale rispetto ai concreti assetti di mercato ha in grembo, del resto, un frutto avvelenato. Quando l'istituzione non è pronta – nei suoi assetti “costituzionali” – a far fronte ai bisogni del mercato e interviene la crisi, la risposta istituzionale avviene ugualmente, in modo opaco e non trasparente, in via informale invece che nel quadro di regole formali e condivise. Se ne ha prova, mi pare, nell'area euro, dove il recente precipitare degli eventi sul fronte dei fallimenti sovrani sembra aver decretato vita breve per la “tappa” intermedia contrassegnata dal TFEU e TUE.

Sembra infatti di assistere, in area euro, ad una atipica instaurazione “occulta” (o comunque non dichiarata) di una cooperazione (quasi federale) rafforzata dei Paesi di area euro ai sensi dell'art. 20 TUE e 326 TFEU, dal momento che la Commissione e i Governi continentali “forti” incidono sugli SM vulnerabili alle pressioni di mercato ben oltre le prerogative degli artt. 119 e 120 TFEU, anche grazie ai programmi di riacquisto dei titoli pubblici disposti con innegabile valenza non solo tecnica ma anche politica dalla BCE e ai programmi di assistenza finanziaria di EFSM, EFSF e, domani, ESM, tutti fondati su di una lettura “generosa” e certamente “restrittiva” dei divieti di assistenza finanziaria previsti dal Trattato. Un fine giusto, dunque (quello della necessaria transizione ad uno Stato sostanzialmente federale dopo l'instaurazione dell'unione monetaria) che si consegue tuttavia secondo un percorso istituzionale discutibile, opaco, contrassegnato dalla forza dei fatti più che dalla forza del diritto. D'altronde, sembra difficile negare che quel fine, pur conseguito per vie così oblique, è il sol mezzo possibile per l'effettivo conseguimento degli obiettivi dell'art. 3 TFEU.

4. Un breve catalogo dei fallimenti di mercato e delle “cure” apprestate nel contesto europeo

Può essere, a questo punto, forse non del tutto inutile passare brevemente in rassegna alcuni dei principali fallimenti, di mercato e istituzionali, in materia di mercati finanziari per menzionare le “cure” – o auspicate tali – nel contesto europeo.

Prendiamo le mosse dai primi. Tra i fallimenti di mercato meritano menzione, tra gli altri, almeno quelli:

- a) della “veduta corta” e dunque dagli effetti distorsivi determinati dall'adozione di paradigmi di comportamento di investimento o manageriali ispirati alla sola massimizzazione del profitto di breve termine;
- b) dell'eccesso di leva finanziaria e di indebitamento e, correlativamente, di manifesta inadeguatezza del capitale di rischio;
- c) della “ibridazione” tra mercato bancario e mercato dei capitali per effetto della “resistibile” ascesa di un modello *originate to distribute*;
- d) dell'imprudente disallineamento delle scadenze nella gestione della liquidità;
- e) della complessiva sottovalutazione dei rischi sistemici nella valutazione sia interna sia da parte degli *opinion makers* del rischio di credito;
- f) della inadeguatezza funzionale del modello di gruppo per gestire in

tempi di emergenza crisi di liquidità evitando fenomeni perversi sia di *spill over* e contagio sia di *ring fencing*;

g) del “fallimento” del paradigma dell’investitore professionale o qualificato – al pari del *wealthy individual* – quale soggetto teoricamente capace di autoprotgersi per via contrattuale bilaterale nella relazione con l’industria finanziaria: emblematici in materia i casi sia dei derivati sottoscritti da enti locali o imprese piccole e medie sia degli investitori in fondi *hedge* o monetari.

A fronte di questi fallimenti di mercato si sono avute sia risposte di mercato sia risposte istituzionali, le quali sono al momento alla ricerca del corretto punto di equilibrio nella loro concreta attuazione.

Quanto al primo tema, sembra sufficiente richiamare l’enfasi dedicata sia dai partecipanti al mercato sia dalle autorità di vigilanza e dalla Commissione ai temi del rafforzamento dei presidi di *corporate governance*, con particolare attenzione alla miglior gestione dei presidi dei rischi, nonché al correlato tema della remunerazione e dell’allineamento degli incentivi rispetto ad una prospettiva di più lungo termine sia d’investimento sia manageriale. Si possono ricordare a proposito il Libro verde della Commissione del 2010 sulla *corporate governance* delle istituzioni finanziarie – COM(2010) 284 def. – nonché il Libro verde del 2011 sullo *EU corporate governance framework* – COM(2011) 164 def. Per quanto questi lavori presentino più di uno spunto riformatore importante e, seguendo le raccomandazioni del rapporto De Larosière, segnino un momento di evidente discontinuità rispetto alle linee di *policy* del passato decennio ispirate al *less means more*, resta confermata la propensione al *self restraint* dell’intervento pubblico rispetto all’organizzazione interna dei presidi di controllo degli intermediari e degli emittenti in ragione del principio generale di autoresponsabilità degli stessi. Il timore di varcare la “soglia” del privato mantiene fermo il principio – che mi sembrerebbe invece meritevole di riconsiderazione – per cui le autorità di vigilanza, pur avendo una relazione funzionale “speciale” con gli organi di controllo interni all’impresa, non concorrono – neppure per sorteggio o con altre modalità non discrezionali – alla selezione di alcun componente di tale organo.

Sull’inadeguatezza del capitale delle banche, sull’eccesso di leva e sul controllo dei complessivi rischi, le imprese hanno provveduto, per quanto è stato possibile, o stanno o dovranno provvedere a breve, a dare adeguate risposte. Sulla base dei lavori di Basilea 3, la Commissione – a distanza di solo due anni dall’approvazione della c.d. “CRD 2” e cioè delle tre direttive di modifica alle direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE di recepimento di Ba-

silea 2 (segnatamente le direttive 2009/27/CE e 2009/83/CE in tema di *risk management* e la direttiva 2009/111/CE in tema di grandi rischi, fondi propri, collegi di supervisori e gestione della crisi) – ha adottato una proposta di direttiva e una di regolamento il 20 luglio 2011. Previsioni specifiche, e fortemente innovative rispetto alle scelte regolatorie statunitensi, sono state introdotte altresì in relazione agli *hedge fund* di rilevanza sistemica dalla direttiva sui fondi alternativi di investimento adottata nel novembre 2010.

Quanto al modello *originate to distribute* la direttiva CRD 2 impone il mantenimento di una parte del rischio in capo all’*originator*. Si tratta peraltro di una percentuale probabilmente troppo bassa; per quanto infatti resti senz’altro vero che la disseminazione del rischio ne facilita l’assorbimento, perché abbia effetto la rassicurazione – che Marco Onado ha altrove giustamente equiparato ai cartelli di certe osterie francesi ove si legge “le patron mange ici” – della conservazione di una percentuale di rischio sui libri dell’*originator*, è necessario che tale percentuale sia significativa. Più significativa di quella legislativamente imposta.

Quanto alla gestione della liquidità molto è stato fatto, anche qui – seguendo le indicazioni di Basilea – con la direttiva CRD 2. Resta tuttavia inappropriato, a mio modo di vedere, che manchi nel sistema – vuoi per via di auto organizzazione di mercato, vuoi per via di intervento pubblico – un adeguato fondo di liquidità non solo per i debitori sovrani (quali sono gli strumenti che si considereranno nel seguito) ma anche per le banche e gli intermediari finanziari, diverso dalla BCE. E questo, se ben vedo, è proprio uno dei limiti principali del disegno per un “framework europeo per la gestione della crisi nel settore finanziario” (e segnatamente la comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale, al Comitato delle regioni e alla Banca centrale europea dell’ottobre 2010 – COM(2010) 579 def. e il documento di consultazione sui dettagli tecnici del gennaio 2011).

Quanto alla complessiva sottovalutazione dei rischi sistemici nella valutazione sia interna sia da parte degli *opinion makers* del rischio di credito, ampio è stato l’intervento in tema di agenzie di *rating*, sia autodisciplinare, sia dello IOSCO sia, infine, regolamentare, sia negli Stati Uniti sia in Europa (in entrambi i casi in più ravvicinate occasioni). Basti ricordare i regolamenti nn. 1060/2009 e 513/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, cui hanno fatto seguito tre giorni fa l’adozione di un testo di direttiva e regolamento da parte della Commissione. Del pari, l’istituzione con regolamento (UE) n. 1092/2010 dello European Systemic Risk Board ha inteso colmare le gravi lacune informative che le autorità di vigilanza hanno di-

mostrato di avere in tema di rischio sistemico nel corso della crisi e che hanno contribuito ad impedire loro di adottare tempestive e consapevoli strategie di reazione. La capacità segnaletica a favore del pubblico del rischio sistemico dello ESRB è tuttavia modesta, in considerazione della natura non pubblica ma confidenziale dei suoi *warning*.

Altra importante iniziativa a protezione dal rischio sistemico – un rischio qui di proporzioni straordinarie ma stranamente rimasto “in ombra” fino all’emergere della crisi – è stata quella volta a disciplinare, sulla scorta delle raccomandazioni del FSB, il mercato dei derivati: meritano menzione le comunicazioni della Commissione del 3 luglio 2009, del 20 ottobre 2009 e il regolamento adottato dalla Commissione il 15 ottobre 2010.

Quanto alle inadeguatezze della struttura organizzativa di gruppo transfrontaliero ad affrontare su base consolidata i rischi, il mercato si trova nella sostanza ostacolato dalla frammentazione dei diritti societari nazionali nel poter definire adeguate strategie di gruppo. A tali problemi intende dare risposta la Commissione con la sua già ricordata linea di azione in tema di gestione della crisi, atteso che, in materia, essa esprime il condivisibile principio di politica del diritto secondo il quale trasferimenti intra-gruppo a ragionevoli condizioni di mercato non devono essere impediti, in modo da evitare che possano generarsi mere crisi di liquidità presso talune componenti del gruppo (semmai anche al vertice dello stesso) quando viceversa vi siano “pozze” di liquidità presso altre società del gruppo. L’attenzione della Commissione è principalmente polarizzata su due profili:

a) da un lato, quello di un “superamento”, per via di “legge speciale settoriale”, dell’assenza di un regime armonizzato in tema di gruppi di società al fine di superare i vincoli di diritto societario che in molti ordinamenti nazionali si oppongono, anche solo di fatto, a questi trasferimenti a tutela degli azionisti di minoranza e dei creditori della singola società;

b) dall’altro lato, quello dell’apprestamento di specifiche regole di supervisione e intervento delle autorità di vigilanza in materia. Non mancano tuttavia, anche in relazione alle proposte tecniche avanzate dalla Commissione, problemi applicativi che dovranno trovare non facile soluzione.

Quanto infine al “fallimento” del paradigma dell’investitore professionale o qualificato – al pari del *wealthy individual* – quale soggetto teoricamente capace di autoprotettersi per via contrattuale bilaterale nella relazione con l’industria finanziaria, esemplari sono, ancora una volta, sia le disposizioni in tema di derivati (in particolare quelle che si leggono ora nella proposta di MiFID 2, adottata il 20 ottobre dalla Commissione) sia quelle

in materia di trasparenza dettate in tema di *hedge fund* dalla direttiva sui fondi alternativi di investimento.

Quali insegnamenti possono trarsi dunque in relazione al “come” si qualifica l’intervento pubblico in materia a fronte dei fallimenti di mercato? A me pare si possa dire che, allo stato, si assiste ad una certa enfasi retorica sul ruolo delle fonti eteronome (e forse anche ad un qualche eccesso regolatorio suscettibile di degenerare nel *regulatory overkill*). Resto viceversa persuaso, con lo IOSCO, che un ruolo – da comprimario, forse anche solo da gregario, ma certo un ruolo – debba restare assegnato anche alla autoregolamentazione, giacché essa non solo è più efficace nella ricerca della norma ma è anche più adatta alla definizione di *standard* e migliori pratiche (comportamenti “ottimali” dunque) invece che di meri requisiti minimali di condotta, capaci di avere valenza globale o comunque transnazionale. Occorre tuttavia che, lungi dal fondare la propria efficacia su meri presidi reputazionali o informativi di *name and shame* e *comply and explain* (che postulerebbero mercato efficienti, quando la crisi ha ben illustrato il *quantum* di irrazionalità che li percorre) essa operi “sotto tutela” di una benigna minaccia della “pistola carica” dei supervisori. Forse i *single rule book* in corso di predisposizione da parte delle agenzie di regolamentazione europea realizzano, in una inedita forma, un risultato non molto diverso da questo, atteso che esse finiscono comunque con il cercare e trovare molte delle norme nel mercato, da cui “precipitano”, tramite il loro filtro *standard* tecnici proposti all’adozione da parte della Commissione. Resta insomma confermato che mercati globali privi di un ordinamento globale chiedono regole che derivano dalla coesistenza cooperativa di autoregolamentazione ed eteroregolamentazione.

5. Fallimenti istituzionali e cure nel contesto europeo

Può essere, ora, altrettanto non del tutto inutile passare brevemente in rassegna alcuni dei principali fallimenti istituzionali, in materia di mercati finanziari per menzionare le “cure” – o auspiccate tali – nel contesto europeo.

Possono menzionarsi, tra gli altri:

- a) la *regulatory* e *supervisory competition in laxity*;
- b) gli effetti pro ciclici della regolamentazione;
- c) l’inadeguatezza dei meccanismi di intervento pubblico nella gestione delle crisi bancarie e finanziarie, in specie *cross border*;

d) l'insufficiente ampiezza dell'area di regolamentazione e vigilanza nel settore finanziario, che ha lasciato esenti da regole e controlli operatori rilevanti, capaci di determinare addirittura rischi sistemici (*shadow banking*).

Su ciascuno di questi temi sono state adottate, o sono in cantiere, risposte regolatorie.

L'acquisita consapevolezza, all'indomani della prima ondata della crisi, dell'importanza del primo tema ha aperto la via, oltre che alla eliminazione di molte delle più importanti discrezionalità nazionali nell'attuazione della direttiva CRD, ad un maggior uso (finalmente!) dei regolamenti di primo livello invece che delle direttive come fonti di normazione primaria e alla importante riforma delle autorità di vigilanza europee intervenuta con i regolamenti (UE) del Parlamento europeo e del Consiglio nn. 1093/2010, 1094/2010 e 1095/2010 (unitamente alla c.d. "direttiva di allineamento *omnibus*" 2010/78/UE del Parlamento europeo e del Consiglio); esse tuttavia, conformemente alla base giuridica dell'art. 95 del Trattato (ora 114 TFEU), sono state chiamate a svolgere, non senza ambiguità, una funzione di agenzia di regolamentazione delegata, non invece – come sarebbe stato auspicabile – anche quello della supervisione centralizzata, su base informativa e ispettiva, delle banche e degli intermediari finanziari di dimensione comunitaria. Unica eccezione, la competenza di vigilanza prevista dai regolamenti in tema di agenzie di *rating* e controparti centrali nel mercato dei derivati. Prosegue dunque la nazionalistica difesa delle autorità "nane" nazionali pur in un contesto di mercato finanziario europeo integrato: e ciò con costi di coordinamento e fallimenti di tale coordinamento oltremodo significativi. L'esempio "barocco" dei collegi di supervisori chiamati a vigilare, con composizione a geometria variabile e farraginose regole per l'adozione delle decisioni nei casi controversi, la supervisione consolidata dei gruppi bancari introdotte dalla direttiva 2009/111/CE del Parlamento europeo e del Consiglio sono la miglior dimostrazione che i fallimenti istituzionali sono molto resistenti al cambiamento.

Lo stesso è a dirsi, del resto, delle regole di gestione della crisi, che continuano ad essere vittima del nazionalistico vincolo della *fiscal responsibility* nazionale. Un giudizio più completo del futuro che ci attende a riguardo potrà tuttavia darsi solo all'esito del processo in corso di apprestamento delle regole in tema di gestione delle crisi.

Significativi sono stati, per altro verso, gli interventi volti ad apprestare nuove regole sia al fine di ridurre gli effetti pro-ciclici della regolamentazione, sia ad innalzare il livello di tutela dei consumatori di servizi bancari e finanziaria sia, infine, ad estendere l'area di inclusione della regolamenta-

zione settoriale (*hedge fund* e derivati, come si è visto, ne sono un importante esempio).

Malgrado gli sforzi effettuati, a me pare che tuttavia l'attività di "riparazione" dei "fallimenti istituzionali" continui ad essere largamente insufficiente: permangono aree di *regulatory competition* (addirittura in area euro), l'assetto della vigilanza è migliorato ma ancora largamente insufficiente e connotato da significative ambiguità (i *rule books* sono misure di livello II o di livello III?) e da debolezze che lasciano temere nuove tardività nelle risposte ai casi di emergenza. Tardano a venire le regole sul *bail in, bail out* e *write down* con tendenze a troppa *path dependency*. Manca poi, e del tutto, l'assunzione da parte delle istituzioni europee (tramite proprie agenzie: la BEI?) di un ruolo forte di intervento pubblico volto a favorire un governo strategico della ristrutturazione economica in corso nello spazio europeo.

6. Dei fallimenti sovrani e delle loro "cure"

In un crescendo con fuoco, è naturalmente con i fallimenti sovrani che i fallimenti di mercato e istituzionali hanno finora toccato il loro vertice. Il singolare processo di (talora inaspettata) accelerazione della crisi del debito sovrano degli Stati membri vulnerabili è probabilmente esso stesso sintomatico di un fallimento di mercato. Sembra esservi infatti un elemento di irrazionalità dei mercati nel rapsodico *timing* dell'emersione della crisi dei debiti sovrani, almeno di Stati come l'Italia.

Qui conviene ad ogni buon conto soffermarsi sulle risposte istituzionali europee. Ed è da notare, anzitutto, come costituisca con sicurezza un fallimento istituzionale il fatto che l'Unione si sia fatta cogliere del tutto impreparata all'appuntamento della crisi, benché sia da tempo noto che le crisi bancarie e quelle del debito sovrano sono strettamente correlate (anche se spesso, a differenza che nella presente circostanza, sono le ultime ad innescare le prime e non viceversa, come almeno in Irlanda è accaduto).

Le cure adottate nel maggio 2010 sono consistite, come è ben noto:

a) nell'istituzione dello *European Financial Stabilisation Mechanism* (EFSM) con regolamento (UE) n. 407/2010 del Consiglio per il sostegno con fondi fino a 60 miliardi di euro degli Stati membri dell'Eurozona (ne sono stati erogati allo stato 22,5 all'Irlanda e 26 al Portogallo);

b) nell'assistenza BoP (Bilancia dei Pagamenti) agli Stati membri estranei all'Eurozona;

c) nella organizzazione e gestione di un pacchetto di prestiti bilaterali gestiti in monte (*pooled bilateral loans*) alla Grecia da 80 miliardi erogati unitamente allo FMI per ulteriori 30 miliardi;

d) nella costituzione, attraverso un accordo intergovernativo e nella forma di una società privata costituita in Lussemburgo il 7 giugno 2010, dello *European Financial Stability Facility*, destinato ad essere sostituito, con decisione del Consiglio del 24 giugno 2011, a partire dal 2013 dallo *European Stability Mechanism*, nella forma di organizzazione intergovernativa retta dal diritto pubblico internazionale: due strumenti, entrambi, sostanzialmente diretti a costituire un fondo di garanzia istituzionale (costituito da contributi versati, contributi a chiamata e garanzie) a servizio degli Stati membri aderenti all'Eurozona e volto a garantire la solvibilità e liquidità degli stessi, facendo *funding* sul mercato con miglior *rating*;

e) nella approvazione il 14 maggio 2010 di un programma di acquisto sul mercato secondario di debito sovrano da parte della BCE.

Due ordini di considerazioni meritano qui di essere svolti.

Da un lato, gli interventi hanno dovuto superare la c.d. “*no bail out clause*” di cui all’art. 125 TFEU che fa divieto, come è noto, alla Unione, di assumere impegni o obbligazioni dei Governi di ciascuno Stato membro e agli Stati membri di assumere le obbligazioni di altro Stato membro. Ciò è potuto avvenire sulla base dell’art. 122, 2° comma, dando, da un lato, una lettura “generosa” ed “estensiva” delle “condizioni eccezionali fuori dal controllo dello Stato membro” previste da tale norma come condizione legittimante essenziale dell’aiuto e, dall’altro lato, argomentando che la concessione di prestiti non dà luogo all’assunzione di impegni e che tale espressione va intesa in senso restrittivo dato che l’art. 125, a differenza dell’art. 123 TFEU che detta la c.d. “*monetary financing prohibition*”, vietando espressamente alla BCE anche l’erogazione di finanziamenti, non ha espressamente vietato tali finanziamenti. Non sono peraltro mancate voci che, non del tutto a torto, hanno segnalato come le crisi economico finanziarie non costituiscono eventi eccezionali ai sensi dell’art. 122; che “catastrofi” di cui ciascuno deve rimproverare se stesso essendone la causa con la propria insufficiente disciplina di bilancio restano estranee all’ambito di applicazione dell’art. 122; che solo crisi che interessino tutta l’Unione e non solo uno Stato membro legittimano il ricorso all’art. 122. L’Unione ha ritenuto, in quell’occasione, di procedere ugualmente, anche a costo di qualche forzatura. Sennonché, posta dinanzi alla necessità di istituire, in luogo del temporaneo EFSF il permanente *European Stability Mechanism* ha riconosciuto – correttamente – il difetto di base giuridica nel trattato esistente ma

ha provveduto a modificare, il 25 marzo 2011, l’art. 136 TFEU, inserendo un nuovo par. 3, grazie alla procedura di revisione semplificata di cui all’art. 48, 6° comma. Ciò che indica, in verità, che molte riforme “deboli” che hanno in questi anni e mesi trovato formale giustificazione nella assenza di una precisa base legale nel trattato (si pensi a quella in tema di autorità di vigilanza), presentano in sé un qualcosa di insincero.

Dall’altro lato, merita attenzione osservare come gli interventi di sostegno siano, giustamente, retti da un principio di stretta condizionalità (e prevedano anche l’inserimento nelle emissioni nuove di debito sovrano di clausole di azione collettiva). In tal modo si realizza, innegabilmente, un giusto trasferimento di alcune prerogative di *governance* dalla periferia al fondo, analogamente a quanto avviene nei fondi di garanzia istituzionale, in piena coerenza con il principio di correlazione tra potere e rischio.

Ciò non di meno, continuano a mancare, a livello europeo, regole che valgano a disciplinare gli ordinati fallimenti sovrani. Ciò costituisce, a mio avviso, un perdurante fallimento istituzionale gravido di conseguenze. Tanto l’FMI, quanto la letteratura economica evidenzia da tempo, infatti, l’opportunità di regole “eteronome” che, nell’assicurare l’*orderly sovereign default*, rimuovano i rischi di *hold up* dei singoli creditori e abbassino i costi di transazione, altrimenti altissimi, che si accompagnano ad una gestione contrattuale della crisi. Occorrono, in altri termini, regole certe *ex ante*, di fonte comunitaria, per rendere il fallimento sovrano un evento non disordinato, il meno traumatico possibile, gestibile con rigore ed equità, che renda possibile agli Stati affrontare con saggezza buddista il loro fallimento: un finire per dare nuova vita a nuovi e più virtuosi inizi.