

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

V. CALANDRA BUONAURA - G. NAPOLITANO

**“GLI IMPATTI DELLA CRISI
SUGLI ASSETTI PROPRIETARI E
SUL CAPITALE DELLE BANCHE”**

Interventi tenuti nell’ambito del seminario su:
“Bankin’ in the rain”
Il sistema bancario in un mondo che cambia
Castello dell’Oscano - Perugia, 13 marzo 2009

QUADERNO N. 247

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

V. CALANDRA BUONAURA - G. NAPOLITANO

“GLI IMPATTI DELLA CRISI SUGLI ASSETTI PROPRIETARI E SUL CAPITALE DELLE BANCHE”

Interventi tenuti nell'ambito del seminario su:
“Bankin' in the rain”
Il sistema bancario in un mondo che cambia
Castello dell'Oscano - Perugia, 13 marzo 2009

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore - Milano, Largo A. Gemelli, n. 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria - Milano, Via Moscova, 33 - Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano - Milano, Piazza Meda n. 2/4 - c/c n. 40625

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: assbb@bpci.it
sito web: assbb.it

Prof. Vincenzo CALANDRA BUONAURA

Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Bologna

Assetti proprietari e capitale delle banche: la prospettiva del privatista

Premessa

Quando, qualche mese fa, l'amico Gaetano Presti mi ha proposto di intervenire sul tema dell'impatto della crisi sugli assetti proprietari delle banche ho accettato pensando che mi sarei trovato davanti ad un quadro più certo e definito di quello che gli interventi anticrisi che continuamente si susseguono rendono, invece, decisamente mutevole. Affrontando oggi questo tema, si ha come l'impressione di cercare di fotografare la corrente di un fiume in piena senza avere la piena coscienza della direzione dell'acqua.

Fuori dalla metafora acquatica che, peraltro, si richiama al titolo del convegno, vorrei semplicemente sottolineare la difficoltà del giurista che dall'analisi della realtà, vorrebbe sempre trarre principi e regole che consentano di ricostruire un quadro sistematico. Chiedo, quindi, scusa all'uditorio se le considerazioni che svolgerò saranno prevalentemente descrittive con qualche osservazione probabilmente estemporanea e meritevole di una più meditata riflessione.

Di fronte a questo nuovo fenomeno di pubblicizzazione (permettetemi di chiamarlo in questo modo) del settore bancario che si è manifestato in modo prepotente anche e, direi, soprattutto in quei sistemi che appaiono più refrattari all'intervento pubblico e più gelosi del rispetto delle regole di mercato, il pensiero non può non correre al dibattito sulla presenza pubblica nel nostro sistema bancario che i processi di privatizzazione degli anni '90 parevano avere definitivamente accantonato.

Ricordo, anche all'amico Presti che era presente, il Convegno promosso dalla rivista *Banca, impresa e società* tenutosi a Bologna nell'ottobre del 1997, dedicato ad assetti proprietari e "*corporate governance*" delle banche italiane, nel corso del quale si poneva l'accento sull'arretratezza e sulle inefficienze di un sistema nel quale oltre il 60% delle 188 banche rappresentative della quasi totalità delle attività intermedie era ancora in mano pubblica (ricomprendendo nella proprietà pubblica le fondazioni bancarie non ancora privatizzate).

Il *leitmotiv* delle relazioni di quel convegno era la necessità di procedere alla privatizzazione sostanziale delle banche italiane quale passaggio necessario a consentirne l'allineamento ai meccanismi di mercato e alle regole di efficienza, competitività e creazione di valore per gli azionisti che ne derivano. Si sottolineava in particolare, la necessità del superamento della prevalenza accordata alla stabilità del sistema rispetto alle regole di mercato, che aveva caratterizzato e motivato l'intervento pubblico sul piano proprietario e regolamentare, in favore di una disciplina di vigilanza basata sui metodi di controllo dei rischi correlati a coefficienti patrimoniali che realizzasse un equilibrato temperamento dei principi di sana e prudente gestione con le regole di mercato.

Da quegli anni molto è cambiato e nonostante una certa resistenza della precedente gestione della Banca d'Italia a consentire una piena apertura al mercato, il sistema bancario italiano ha avuto una rapida evoluzione in senso privatistico che ne ha certamente migliorato l'efficienza e la competitività più di quanto non sia avvenuto in altri paesi europei quali ad esempio la Germania.

Dalla ricerca congiunta di Banca d'Italia e Consob coordinata da Magda Bianco e Marcello Bianchi e pubblicata alla fine dello scorso anno, si ricava che, tra le società quotate italiane, le banche sono nettamente quelle che presentano il più

basso grado di concentrazione della proprietà, mentre la presenza pubblica nel capitale è completamente sparita.

Se si considera, peraltro, che proprio le banche che più si sono aperte al mercato sono quelle che appaiono maggiormente penalizzate dalla crisi e che questa ha colpito soprattutto quei paesi, come gli USA e la Gran Bretagna, i cui mercati sono tradizionalmente ritenuti più efficienti, è inevitabile aprire una riflessione in merito alla persistente validità di alcune dei postulati su cui si sono fondate le teorie favorevoli ad una piena liberalizzazione del mercato bancario e più in generale ripensare al rapporto, inevitabilmente dialettico, tra stabilità e mercato.

Sono pienamente consapevole che i momenti di crisi, in quanto dominati dall'esigenza di porre rimedio a situazioni contingenti, non sono i più idonei a consentire di trarre conclusioni definitive e a prospettare soluzioni a regime, ma certamente consentono di riflettere sugli errori compiuti per evitare, se possibile, che si ripropongano.

In questo senso è doveroso porsi alcuni interrogativi la cui risposta non è priva di conseguenze sul piano della futura regolamentazione di settore.

- a) Il rapporto tra regole di stabilità e regole di mercato basato sul controllo dei rischi correlato a coefficienti patrimoniali non ha funzionato in modo efficiente. Parafrasando la metafora del *metal detector* utilizzata da Macey e Miller nel loro volume *Banking law and regulation* (per spiegare che la regolamentazione bancaria debba essere tarata come un *metal detector*, sufficientemente sensibile da bloccare chi porta materiali pericolosi, ma non tanto sensibile da bloccare il passaggio e creare lunghe file e disagi ai passeggeri) si può constatare come, soprattutto nei paesi a finanza più avanzata, il livello della taratura sia stato abbassato, in modo tale da consentire il passaggio

dei materiali più pericolosi e tossici. Occorre una profonda revisione della regolamentazione dei mercati finanziari che introduca meccanismi più adeguati di controllo e monitoraggio dei rischi, impedisca la crescita abnorme di prodotti finanziari sottratti ad ogni forma di controllo e privi di efficienti modelli di valutazione, imponga metodologie e sistemi di controllo capaci di adattarsi all'elevata globalizzazione dei mercati finanziari, evitando quell'effetto di contagio e di propagazione della crisi che la disomogeneità delle regole e la frammentazione dei controlli hanno prodotto con una impressionante rapidità.

- b) Il mito della capacità del mercato di autoregolarsi si è rivelato decisamente più illusorio e pericoloso per i mercati finanziari di quanto non lo sia per l'economia reale. Credo, anzi, che si possa a buon diritto sostenere che proprio la pressione di un mercato sempre più orientato all'ottenimento di risultati di breve periodo, alimentata dalle manovre speculative dei fondi *hedge*, ma anche dalle ansie di *performance* dei fondi comuni, dalla prassi delle *stock option* e dalla valutazione degli analisti ispirate ad una concezione molto miope del principio del "*shareholder value*", abbia spinto gli amministratori di banche all'assunzione di strategie sempre più aggressive e rischiose. La vicenda dei *sub-prime*, che ha costituito il fattore scatenante della crisi finanziaria, e l'illusione di poterne "socializzare" i rischi attraverso la distribuzione dei relativi titoli tossici ne costituiscono una dimostrazione evidente. Ma vorrei anche ricordare le pressioni esercitate da analisti e fondi *hedge*, sotto la bandiera dell'efficienza della struttura del capitale, per spingere gli amministratori a redistribuire valore attraverso l'acquisto di azioni proprie e ad incrementare l'indebitamento in funzione della crescita dell'utile per azione. Se si pensa all'attuale grave problema della capitalizzazione delle banche si può toccare con mano come strategie di immediata valorizzazione delle azioni si siano poste in evidente contrasto con obiettivi prudenziali e di mantenimento della stabilità e di crescita di valore nel tempo.

c) Infine, ed entrando più direttamente nel merito del tema degli assetti proprietari delle banche, a mio avviso, la crisi ha fatto cadere anche un altro mito: quello secondo il quale la *public company* costituisce il modello ideale per le banche di dimensioni rilevanti. Ricordo, in proposito, come nel citato convegno di Bologna, tale modello venisse indicato come quello al quale le banche privatizzate avrebbero dovuto necessariamente tendere, bollando come una anomalia la presenza delle fondazioni bancarie nella *corporate governance* delle società quotate.

Sotto il profilo della *governance*, la crisi che ha travolto le banche *public companies* americane e inglesi, decisamente più grave di quella che ha colpito le altre banche europee, sta a dimostrare come l'assoluta autoreferenzialità dei *managers* non sia stata efficacemente limitata dai sistemi di controllo interno (quali la presenza dei cosiddetti amministratori indipendenti) nè, tanto meno, per le ragioni in precedenza esposte, dal monitoraggio del mercato.

Ma il modello della proprietà diffusa ha mostrato i suoi limiti soprattutto sul piano della capacità di affrontare la crisi.

La mancanza di soci istituzionali investitori di lungo periodo ha lasciato queste banche, prive del sostegno di un nocciolo duro di azionisti, completamente in balia di un mercato dominato dalla paura e dalla speculazione e, dopo un'affannosa ricerca di apporti da parte di fondi sovrani che, a seguito delle prime negative esperienze, si sono fatti più cauti e meno disponibili, ha inevitabilmente condotto alla richiesta dell'intervento dello Stato.

Sotto questo profilo, non credo che si possa più sostenere che la presenza delle fondazioni bancarie nel capitale delle nostre banche, non più in veste di controllanti, ma di investitori istituzionali di lungo periodo, costituisce una anomalia. Da un lato non ha impedito l'apertura al mercato ed una rapida crescita, anche sul piano competitivo, dei nostri maggiori istituti; dall'altro, ha rappresentato un

importante fattore di sostegno e di stabilità che ha consentito di supplire ad un intervento pubblico decisamente più tardivo e meno consistente di quello che si è verificato negli altri maggiori paesi europei.

1. Le modalità di intervento pubblico nelle crisi bancarie e i riflessi sugli assetti proprietari

La valutazione, sul piano giuridico, dei riflessi dell'intervento pubblico sugli assetti proprietari e sul capitale delle banche non può prescindere dalla ricognizione delle modalità con cui tale intervento si è venuto sino ad ora realizzando nelle esperienze dei principali paesi europei e del quadro normativo all'interno del quale esso si colloca.

Ma prima di proporre questa breve ricognizione vale la pena di premettere alcune considerazioni di carattere generale che, per il giurista, non sono prive di rilievo e che forse offrono qualche spunto per cercare di interpretare i fenomeni ai quali stiamo assistendo.

La crisi che stiamo attraversando credo che abbia inferto un colpo, forse mortale, alle teorie che identificano l'interesse sociale nell'esclusivo perseguimento del cosiddetto "*shareholder value*". Se questo è probabilmente vero in assoluto, lo è comunque certamente per l'impresa bancaria per la peculiarità degli interessi che ne risultano coinvolti che rende particolarmente riduttivo e fuorviante il concepire la gestione come essenzialmente rivolta alla creazione di valore per gli azionisti.

Senza voler sposare le rinvigorite teorie sulla *social responsibility* che non appaiono, anch'esse, prive di ambiguità, non si può non sottolineare come attorno all'impresa bancaria ruoti una pluralità di *stakeholders* i cui interessi vanno contemperati e tutelati più di quanto non avvenga per le altre imprese. Quando una banca ha un ruolo importante

nell'economia di un paese tra questi *stakeholders* c'è certamente anche lo Stato perchè, se è astrattamente possibile che un paese possa sopportare il costo sociale ed economico del fallimento di una impresa industriale, anche di grandi dimensioni, non è altrettanto possibile che possa sopportare il costo sociale ed economico del fallimento di una grande banca per l'effetto sistemico che inevitabilmente produce.

Il governo americano ha creduto di poterlo fare, in nome delle regole di mercato, nel caso della Lehman Brothers, che pure non era una banca commerciale, e questa improvvida decisione ha prodotto i deleteri effetti che sappiamo sull'intero sistema finanziario mondiale.

Se le cose stanno così, non può destare meraviglia il fatto che lo Stato intervenga a salvaguardare i suoi interessi di *stakeholder* e, nelle situazioni più gravi, abbia preteso di assumere la veste di *shareholder* ed anche di socio di controllo.

All'interno dei paesi dell'Unione Europea questo intervento ha dovuto confrontarsi con la disciplina relativa al divieto di aiuti di stato e la gravità della situazione e l'urgenza di provvedere, in assenza di un'iniziativa a livello europeo, hanno indotto la Commissione Europea a confrontarsi con i diversi provvedimenti proposti dai Governi e ad adottare criteri decisamente meno rigidi e restrittivi di quelli che, in precedenza, avevano caratterizzato l'interpretazione delle autorità comunitarie e la giurisprudenza della Corte di Giustizia in materia di aiuti di stato, di restrizioni ai movimenti di capitali e di poteri speciali dei Governi. E dietro pressanti richieste degli Stati (si veda in particolare la Germania, alle prese con il grave problema della Hypo Real Estate) si appresta ad una ulteriore radicale revisione delle regole sugli aiuti pubblici al settore bancario.

Prescindendo dall'esame delle decisioni assunte in merito all'approvazione dei singoli provvedimenti adottati dai

Governi, i principi cui la Commissione Europea, in linea con le conclusioni raggiunte dal Consiglio Ecofin, si è ispirata sono definiti nelle comunicazioni 2008/C 270/02 del 13/10/2008 e 2009/C 10/03 del 15/1/2009.

Gli interventi a favore delle istituzioni finanziarie vengono ricondotti nell'ambito degli aiuti destinati "a porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro" di cui all'art. 87, par. 3, lett. b) del Trattato CE. In tale prospettiva, gli interventi, per essere compatibili con le regole del mercato comune ed evitare indebite distorsioni della concorrenza, devono:

- riguardare circostanze eccezionali in cui l'intero funzionamento del mercato finanziario viene messo a rischio;
- non superare quanto strettamente indispensabile al raggiungimento dello scopo di porre rimedio alla situazione di grave turbamento dell'economia;
- essere proporzionati a quanto richiesto dallo scopo in modo da ridurre al minimo gli effetti di ricaduta negativa sui concorrenti e sull'economia degli altri Stati membri.

Con specifico riferimento alla ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie (un capitolo a parte è dedicato alle garanzie a copertura di passività), la prima delle due sopracitate comunicazioni si è limitata a fissare criteri di carattere generale in applicazione dei principi sopraelencati, quali:

- la fissazione di condizioni di accesso agli interventi basate su criteri oggettivi e non discriminatori (quali la fissazione di un livello sufficiente di capitalizzazione determinato in base a requisiti minimi di solvibilità);
- la limitazione del conferimento a capitale al minimo necessario, ad evitare di consentire al beneficiario di perseguire strategie aggressive o espansive;
- la fissazione di condizioni di prezzo del sostegno pubblico basate su una valutazione orientata al mercato;
- l'adozione di misure di salvaguardia contro eventuali

- abusi e indebite distorsioni della concorrenza;
- l'obbligo degli Stati membri di presentare alla Commissione relazioni semestrali sull'utilizzo del nuovo regime degli aiuti.

Con la seconda comunicazione, la Commissione proponeva una più articolata definizione dei profili di compatibilità concorrenziale e dei criteri per la determinazione della remunerazione dell'intervento statale sul capitale nell'ottica di prevenire distorsioni competitive e un effetto di spiazzamento (*crowding out*) sulle operazioni basate sul mercato. Sottolineava, inoltre, la necessità di garantire la temporaneità dell'intervento tramite la previsione di incentivi per il rimborso del capitale da attuarsi con il ricorso a clausole di *step up* volte a rendere più onerosa, nel tempo, la presenza pubblica nel capitale della banca.

Nel complesso, la mancanza di un progetto comune e la tendenza degli Stati a privilegiare la salvaguardia dei propri campioni e interessi nazionali hanno posto la Commissione nella condizione di subire le iniziative individuali piuttosto che governarle e coordinarle.

In effetti, la prima delle citate comunicazioni è stata indotta dalla necessità di decidere urgentemente in merito alla richiesta di approvazione del piano di intervento proposto dal Governo Britannico e notificato alla Commissione il giorno precedente: approvazione che venne contestualmente rilasciata e che ha consentito, nello stesso giorno, l'avvio della sottoscrizione delle azioni in Royal Bank of Scotland e in Halifax Bank of Scotland. In precedenza, il Governo Britannico era già intervenuto, in via d'urgenza, con il Banking Special Provisions Act del 21 febbraio 2008, che aveva consentito la nazionalizzazione della Northern Rock e il trasferimento coattivo di depositi di clienti *retail* di altri istituti di credito in crisi tramite aggiudicazione a diversa banca effettuata attraverso asta pubblica.

L'intervento del Governo Britannico nei confronti di RBS e HBOS merita un breve commento perchè rappresenta il primo modello di intervento diretto sul capitale ritenuto compatibile con le norme comunitarie.

La capitalizzazione effettuata dal Governo Britannico, e attualmente gestita da una società (*UK Financial Investment Ltd.*) interamente posseduta dal Tesoro, si è realizzata tramite la sottoscrizione di azioni ordinarie e di azioni privilegiate che ha consentito al Governo di acquisire circa il 70% del capitale di RBS e il 44% del capitale di Lloyds TSB che ha, nel frattempo, assorbito HBOS. All'acquisizione di una posizione di controllo non si è fatto corrispondere, peraltro, un diritto alla nomina della maggioranza degli amministratori: al Governo è stato riservato unicamente il diritto di nomina di alcuni amministratori indipendenti (tre in RBS e due in Lloyds TSB), diritto che si ridurrà numericamente o verrà meno del tutto nel momento in cui la partecipazione pubblica dovesse scendere al di sotto di determinate soglie. La diretta influenza dello Stato sulla gestione (quanto meno quella che si esercita tramite l'organo di governo della società) viene, in tal modo, limitata con clausole di segno opposto a quelle su cui si era espressa negativamente la giurisprudenza della Corte di Giustizia in materia di *golden share* e di poteri speciali dei governi in cui veniva messa in rilievo, come fattore distorsivo, la mancanza di proporzionalità tra il diritto esercitabile dallo Stato e l'entità della partecipazione (si veda la giurisprudenza della Corte nel caso *Federconsumatori / AEM / Comune di Milano* del 6/12/2007 che ha ravvisato un contrasto con il disposto dell'art. 56 del Trattato CE nell'attribuzione allo Stato o ad un ente pubblico del potere di nomina diretta di una parte degli amministratori ai sensi dell'art. 2449 c.c. quando tale diritto, sommandosi a quelli ottenibili tramite la partecipazione al voto assembleare, consente allo Stato o all'ente pubblico di "godere di un potere di controllo sproporzionato rispetto alla sua partecipazione nel capitale" della società).

Sono state, peraltro, stipulate apposite convenzioni con le banche beneficiarie dell'intervento statale che prevedono:

- l'impegno a mantenere inalterati, nei successivi 3 anni, i livelli di prestito e di condizioni previsti nel 2007 relativi ai mutui ipotecari e ai finanziamenti alle piccole imprese;
- l'impegno a non procedere esecutivamente nei confronti dei mutuatari inadempienti e di prevedere adeguate forme di aiuto;
- il generale impegno a partecipare al finanziamento di iniziative industriali in conformità a linee guida emanate dal Governo;
- il divieto di elargire bonus agli amministratori per l'esercizio 2008 e l'impegno ad adottare schemi di remunerazione legati al perseguimento di obiettivi di lungo periodo e diretti a non incoraggiare l'assunzione di rischi eccessivi;
- limitazioni alla distribuzione dei dividendi futuri o ad operazioni di *buy back* di azioni o ad altre forme di distribuzione di valore relative alle azioni ordinarie.

La ragione politica di questi *covenants* è quella di non concepire l'intervento statale unicamente come un salvataggio della banca in crisi, ma anche uno strumento per garantire un sostegno all'economia del paese anche con sacrificio degli interessi degli azionisti.

Se si esclude l'intervento urgente di capitalizzazione di Dexia effettuato con il concorso dei Governi belga e lussemburghese e di altri soci istituzionali tramite la sottoscrizione di un aumento di capitale riservato, il Governo francese ha fatto ricorso a forme di intervento meno invasive sugli assetti proprietari e sul capitale sociale, proponendo un modello alternativo a quello inglese, favorito anche dalla minore gravità degli effetti della crisi sul sistema bancario domestico.

Il piano di rifinanziamento delle banche francesi, approvato dalla Commissione Europea il 30/10/2008, ha previsto, oltre

ad apporti di liquidità sotto forma di prestiti, la creazione di un *plafond* di 40 miliardi di euro a disposizione di una società di proprietà dello Stato e finanziata con fondi pubblici (*Société de prise de participation del l'État - SPPE*) che ha sottoscritto nel mese di dicembre titoli super-subordinati (TSS) per 10.5 miliardi di euro, mentre una seconda tranche, del medesimo importo, è aperta fino al 31/08/2009 con possibilità per le banche di utilizzarla con l'emissione dei medesimi titoli super-subordinati o di azioni privilegiate senza diritto di voto.

Le banche che hanno beneficiato della prima tranche di intervento (tutte le maggiori banche francesi rappresentative di oltre l'80% dei prestiti all'economia) potranno convertire i titoli subordinati in azioni privilegiate il cui importo è imputabile a "core tier one" delle banche, rientrando invece i TSS nel *total capital ratio*. La remunerazione delle azioni privilegiate sarà superiore al tasso fisso stabilito per i TSS e sarà crescente nel tempo fino al raggiungimento del limite di due volte il tasso fisso dei TSS e le azioni privilegiate, che non prevedono clausole di conversione in azioni ordinarie, possono essere riscattate dalla banca emittente.

Data la modalità prescelta, l'intervento francese non comporta una presenza pubblica negli organi di governo delle banche beneficiarie. Queste, tuttavia, hanno stipulato una convenzione che, coerentemente con l'obiettivo del piano francese di sostenere, tramite il rafforzamento dei coefficienti patrimoniali, l'offerta di credito alle famiglie, alle imprese e alle collettività locali, le obbliga:

- a raggiungere un obiettivo di crescita nell'erogazione di credito all'economia del 3.5% in media nel corso del 2009;
- a finanziare 7 miliardi di euro di crediti all'esportazione;
- a dare priorità al rafforzamento dei fondi propri nella destinazione dei risultati del 2008;
- ad assumere impegni di carattere etico riguardo alla remunerazione dei dirigenti (divieto di distribuzione ai dirigenti

di azioni gratuite senza condizioni di *performance* o di *stock-options* con sconto, sottoposizione alla *Commission bancaire* dei piani di remunerazione degli operatori di mercato ecc.).

Per quanto riguarda l'impegno al mantenimento del finanziamento all'economia, un fondamentale ruolo di garanzia è stato attribuito all'ufficio del "*mediateur du credit*" con il quale le banche sono tenute a collaborare attivamente per la ricerca, caso per caso, delle soluzioni per assicurare la continuità del sostegno al maggior numero possibile di imprese.

Ho ritenuto opportuno illustrare brevemente il contenuto dei piani di ricapitalizzazione attuati in Gran Bretagna e in Francia poichè, avendo ottenuto per primi l'avallo della Commissione Europea, hanno rappresentato i modelli di riferimento anche per gli altri Paesi europei. Come si può constatare, diverse sono le modalità di intervento pubblico e differenti sono gli effetti sul piano degli assetti proprietari e della *governance* delle banche. Può apparire strano che il modello più invasivo sia quello inglese (anche perchè non consente di formulare previsioni sicure nè prevede meccanismi di incentivo che garantiscano la temporaneità dell'intervento, legata alla possibilità di ricollocare le azioni sul mercato così come avvenuto nella crisi bancaria scandinava degli anni '90), ma ciò è dovuto alla diversa gravità della crisi che ha connotato il piano inglese più dei caratteri del salvataggio che di quelli di un rafforzamento dei coefficienti patrimoniali a sostegno della capacità di credito delle banche.

2. L'impatto della crisi sugli assetti proprietari e sul capitale delle banche italiane

Come è noto, il piano di intervento pubblico a sostegno delle banche italiane ha avuto una gestione molto travagliata.

In un primo tempo, con il D.L. n. 155 del 9/10/2008 convertito con modificazioni dalla l. 4/12/2008, n. 190, il Governo si era orientato ad una soluzione che prevedeva un intervento diretto sul capitale delle banche che presentassero una situazione di inadeguatezza patrimoniale accertata dalla Banca d'Italia. Le azioni acquisite dal Ministero dell'Economia, dalla data della sottoscrizione fino a quella dell'eventuale dismissione, era previsto che fossero:

- prive del diritto di voto e non soggetto al limite previsto per le azioni senza voto dal 2° comma dell'art. 2351 c.c.(previsione, peraltro, inserita con la legge di conversione);
- privilegiate nella distribuzione dei dividendi rispetto a tutte le altre categorie di azioni;
- riscattabili da parte dell'emittente (previa verifica, da parte della Banca d'Italia, che il riacquisto non pregiudichi le condizioni finanziarie e di solvibilità della banca).

Veniva, invece, rinviata ad un successivo decreto ministeriale (mai emanato) la definizione delle modalità di esercizio, da parte del Ministero quale azionista, degli ulteriori diritti connessi alle azioni in tal modo acquisite.

Con l'art. 12 del D.L. n. 185 del 29/11/2008 (convertito con modificazioni dalla L. 28/01/2009, n. 2) veniva delineata l'opzione per un diverso intervento, ispirato al modello francese, costituito dalla sottoscrizione, su specifica richiesta delle banche interessate (banche italiane quotate o società capogruppo di gruppi bancari italiani con azioni quotate), di strumenti finanziari privi del diritto di voto, convertibili in azioni ordinarie su richiesta dell'emittente ed eventualmente rimborsabili o riscattabili da parte dell'emittente, previa valutazione della Banca d'Italia che l'operazione non arrechi pregiudizio alle condizioni finanziarie o di solvibilità della banca o del gruppo.

Le finalità dell'intervento (assicurare un adeguato flusso di finanziamenti all'economia ed un adeguato livello di

patrimonializzazione del sistema bancario) e le condizioni della sottoscrizione si richiamano al modello francese. Viene, infatti, previsto che la sottoscrizione degli strumenti finanziari, “effettuata sulla base di una valutazione della Banca d’Italia delle condizioni economiche dell’operazione e della computabilità degli strumenti finanziari nel patrimonio di vigilanza”, sia subordinata:

- a) all’assunzione, da parte dell’emittente, di impegni, definiti in un apposito protocollo di intenti con il Ministero dell’Economia, in ordine al livello e alle condizioni del credito da erogare alle piccole e medie imprese e alle famiglie e ai creditori delle pubbliche amministrazioni per la fornitura di beni o servizi;
- b) all’adozione di politiche dei dividendi coerenti con l’esigenza di mantenere adeguati livelli di patrimonializzazione;
- c) all’adozione di un codice etico contenente, tra l’altro, previsioni in materia di remunerazione dei vertici aziendali;
- d) e, in ogni caso, al rispetto della condizione imposta dalla normativa comunitaria, dell’obbligo di non abusare del sostegno ricevuto evitando di intraprendere politiche di espansione aggressive e di conseguirne indebiti vantaggi.

L’intervento, così delineato, non è comunque sostitutivo di quello da operarsi direttamente sul capitale di cui al D.L. 155/2008 che rimane, quale eventuale alternativa, come espressamente si desume dal comma 11° della norma in esame.

L’emanazione del decreto ministeriale con il quale dovevano essere stabiliti criteri, condizioni e modalità di sottoscrizione degli strumenti finanziari è stata alquanto tribolata e ritardata rispetto alla previsione normativa, non si sa se per la difficoltà di trovare un punto di incontro tra le intenzioni governative e le istanze provenienti dalla Banca d’Italia, dall’ABI e dalla Commissione Europea, o dall’intento del Governo di ritardare la definizione del proprio impegno finanziario.

Nel frattempo, sotto il profilo degli effetti della crisi sugli assetti proprietari e sul capitale delle banche vale la pena di menzionare gli interventi di rafforzamento del capitale che alcune banche (mi riferisco in particolare a Monte Paschi e a Unicredit) hanno provveduto a realizzare autonomamente e su un piano strettamente privatistico.

Gli strumenti finanziari utilizzati sono obbligazioni convertibili e subordinate emesse, su base fiduciaria, da una banca estera con termine di scadenza molto lungo (2099 per MPS e 2050 per Unicredit).

Ho parlato di obbligazioni convertibili, ma parrebbe più corretto definirle strumenti ibridi convertibili in azioni emesse dalla banca interessata e, quindi, correlati ad un aumento di capitale di quest'ultima che hanno in comune alcune caratteristiche che ne consentono la computabilità nel patrimonio di vigilanza di base (*core tier one*):

- a) sono automaticamente convertiti in azioni ordinarie della banca quando il valore di quotazione di queste ultime supera per un certo periodo il 150% dell'*exchange price* contrattualmente fissato ovvero quando vi sia una perdita di capitale che riduca il *total capital ratio* della banca al di sotto di una determinata soglia o in caso di insolvenza o di *default* della banca, nonchè alla data di scadenza e in altri casi che non merita menzionare in questa sede;
- b) agli interessi è riservato un trattamento che li assimila a quello dei dividendi; sono, infatti, pagabili soltanto:
 - se il bilancio della banca approvato antecedentemente alla data di pagamento degli interessi evidenzia utili distribuibili e sia stata deliberata una distribuzione di dividendi per cassa;
 - nei limiti della differenza positiva tra ammontare dell'utile distribuibile e dividendi pagati alle azioni (quest'ultima previsione non era contenuta nell'originario Regolamento delle obbligazioni Monte Paschi, ma il suo inserimento è stato richiesto dalla Banca d'Italia

quale condizione per l'imputazione del prestito obbligazionario al *core tier one* della banca ed è stato sottoposto all'approvazione dell'assemblea degli obbligazionisti lo scorso 10 marzo 2009);

- c) il collegamento con il trattamento dei dividendi viene, poi, ulteriormente accentuato dalla previsione del pagamento alle obbligazioni di un "*additional coupon*", in caso di distribuzione alle azioni di un dividendo eccedente una determinata soglia percentuale rispetto al valore di quotazione delle stesse, di importo pari a tale dividendo straordinario.

Come si può constatare, la necessità di regolamentare questi strumenti finanziari in modo da consentirne la ricomprensione nel coefficiente patrimoniale primario della banca ha condotto ad assimilarne le caratteristiche a quelle di un investimento in capitale di rischio. Non è previsto il rimborso dei titoli (salvo la possibilità di riscatto su base consensuale), ma unicamente la loro conversione entro il termine di durata dell'emissione o alla scadenza; la remunerazione è condizionata all'esistenza di un utile distribuibile e concorre, entro l'ammontare di quest'ultimo, con la remunerazione corrisposta alle azioni; i rischi che corre il sottoscrittore sono del tutto analoghi a quelli dell'azionista, in quanto l'automatica conversione in caso di insolvenza o di scioglimento della banca fa del sottoscrittore un creditore *de residuo* come l'azionista, con la differenza che il sottoscrittore non gode di diritti amministrativi e i titoli non sono, e non è previsto che possano essere, quotati (il che ne ha consentito il collocamento unicamente ad investitori istituzionali e senza la redazione del prospetto informativo).

Nonostante siano regolati dal diritto lussemburghese, questi strumenti finanziari costituiscono un interessante esempio di come possa essere data attuazione alla previsione contenuta nell'art. 2346, comma 6°, c.c. con l'emissione di titoli che, pur venendo considerati come titoli di debito, sono del tutto assimilabili a frazioni di capitale proprio.

Agli strumenti finanziari di cui alla norma sopracitata vanno ricondotti anche i cosiddetti “*Tremonti bonds*” che hanno finalmente ricevuto il necessario regolamento di attuazione previsto dall’art. 12 del D.L. 185 del 2008 attraverso il decreto del Ministero dell’Economia del 25 febbraio 2009 e l’allegato prospetto di emissione.

Il D.M. contiene una più articolata definizione delle condizioni di accesso alla sottoscrizione con riguardo, in particolare:

- al contenuto del protocollo di intenti riguardante la disponibilità di credito a favore delle piccole e medie imprese (mantenimento, per il triennio successivo, di risorse finanziarie non in decremento rispetto al biennio 2007-2008, contributo al fondo di garanzia, applicazione di condizioni di credito adeguate a favorire lo sviluppo e il mantenimento di iniziative imprenditoriali) e delle famiglie (sostegno alle famiglie in difficoltà nel pagamento delle rate di mutuo per l’acquisto dell’abitazione);
- al conseguente obbligo di rapporto trimestrale sulle azioni intraprese e al monitoraggio sugli effetti dell’operazione sull’economia;
- ai criteri di valutazione delle condizioni di economicità e di adeguatezza dell’operazione, tenuto conto del profilo di rischio della banca e del *rating* di cui gode nonché del rendimento atteso dell’investimento (valutazione per la quale il Ministero si avvale del supporto della Banca d’Italia);
- alla partecipazione alla sottoscrizione di soggetti privati;
- al limite d’importo della sottoscrizione fissato nel 2% del valore dell’insieme delle attività ponderate per il rischio del gruppo bancario di appartenenza della banca beneficiaria.

Mi risulta che, in vista dell’attuazione di queste previsioni, tra ABI e Ministero dell’Economia sia in corso di definizione un accordo quadro contenente l’ulteriore dettaglio degli impegni

derivanti dal protocollo di intenti e dall'adesione al codice etico sulle politiche di remunerazione dei vertici aziendali.

Il prospetto di emissione stabilisce le caratteristiche e il regolamento degli strumenti finanziari.

Si tratta di strumenti convertibili in azioni ordinarie che, in caso di liquidazione volontaria o di liquidazione coatta amministrativa, o di assoggettamento ad altra procedura concorsuale dell'emittente sono subordinati ad ogni altro diritto verso l'emittente (e, quindi, anche ai crediti derivanti da altra passività subordinata o da strumenti ibridi di patrimonializzazione e strumenti innovativi di capitale). Hanno, pertanto, lo stesso grado di subordinazione delle azioni ordinarie che opera anche nell'ipotesi in cui si verificano perdite che riducano il coefficiente patrimoniale di vigilanza (*total capital ratio*) al di sotto dell'8%, partecipando all'assorbimento della perdita nella stessa proporzione della somma del capitale sociale e delle riserve.

Se non precedentemente convertiti o riscattati, i titoli scadono soltanto alla scadenza della società o a seguito dell'ammissione a liquidazione coatta amministrativa o ad altra procedura concorsuale. La facoltà di riscatto può essere esercitata dall'emittente in qualsiasi momento nel rispetto di un termine di preavviso e previa approvazione da parte della Banca d'Italia. Il riscatto viene fortemente incentivato prevedendo, da un lato, un "valore di riferimento per il riscatto" crescente nel tempo (fino al limite del 160% del valore nominale iniziale dopo il 30/06/2022) e, dall'altro, incrementando nel tempo l'iniziale tasso fisso di interessi in modo da rendere il rapporto sempre più oneroso per la banca.

I titoli sono convertibili in azioni ordinarie secondo un rapporto di conversione pari al rapporto tra il valore nominale iniziale e la media dei prezzi di riferimento delle azioni ordinarie dell'emittente nei dieci giorni di negoziazione precedenti la

data di lancio. A differenza degli strumenti finanziari emessi da Unicredit e Monte Paschi in precedenza menzionati, non sono previsti casi di conversione automatica nè è accordata al Ministero dell'Economia sottoscrittore una facoltà di conversione. Spetta, invece, all'emittente, a partire dal terzo anno successivo alla data di emissione, il diritto di convertire tutti i titoli, a condizione che il valore complessivo delle azioni sottostanti, calcolato come media dei prezzi di riferimento nei dieci giorni di borsa consecutivi precedenti alla data in cui è stata esercitata la facoltà di conversione, sia pari o superiore al 110% del valore nominale iniziale.

Molto complessa è la regolamentazione degli interessi da pagarsi annualmente in via posticipata. Ciò che merita menzionare in questa sede sono le condizioni cui è subordinato il pagamento degli interessi. Come previsto per gli strumenti ibridi emessi da Unicredit e Monte Paschi, gli interessi sono corrisposti solo in presenza di utili distribuibili ed entro i limiti degli stessi. In ogni caso, però, gli interessi e i dividendi sulle azioni ordinarie non possono essere corrisposti quando l'emittente ha un coefficiente patrimoniale di vigilanza complessivo (*total capital ratio*) pari o inferiore all'8% per effetto di perdite. Una simile previsione non è contenuta nel regolamento di emissione dei titoli Unicredit e Monte Paschi, ma qualora queste due banche accedessero alla sottoscrizione dei "Tremonti bonds", si produrrebbero le medesime conseguenze anche sui suddetti titoli, in quanto la corresponsione degli interessi è subordinata all'effettuazione di una distribuzione di dividendi per cassa.

Infine, i titoli non sono quotati e non sono trasferibili senza il consenso scritto dell'emittente, salvo il caso di trasferimento a enti pubblici o a società controllate dallo Stato.

Come si può constatare, la scelta adottata dal Governo Italiano è, per il momento, quella meno invasiva già indicata dalla Francia, che non prevede una diretta entrata dello Stato nel capitale sociale nè interferenze nella *governance* interna

della banca. Va segnalata, però, una significativa differenza rispetto agli strumenti ibridi francesi: quelli sono convertibili in azioni privilegiate senza diritto di voto e senza clausole di conversione in azioni ordinarie, mentre i “*Tremonti bonds*” sono convertibili, seppure per volontà dell’emittente, in azioni ordinarie con diritto di voto, con potenziali effetti anche sugli assetti proprietari e sulla *governance* della banca. Il che suscita qualche perplessità e qualche apprensione se si considera che il primo provvedimento regolato dal D.L. n. 155 del 2008, che prevede un intervento diretto sul capitale, si riferisce alla sottoscrizione di azioni privilegiate prive del diritto di voto.

3. Considerazioni conclusive

Per quanto riguarda gli strumenti utilizzati, credo che meriti osservare che la preferenza accordata agli strumenti ibridi in alternativa alla sottoscrizione di un aumento di capitale si giustifichi con la maggiore duttilità di questi strumenti che li rende più capaci di adattarsi alle caratteristiche dell’intervento di capitalizzazione, in quanto:

- non richiedono il necessario intervento assembleare se non nell’ipotesi di conversione in azioni;
- consentono di superare le problematiche relative all’esercizio del diritto di opzione;
- non avendo quotazione, si può limitarne la sottoscrizione allo Stato o a investitori istituzionali senza la necessità della redazione e pubblicazione di un prospetto informativo;
- consentono di regolarne con maggiore libertà la remunerazione e la facoltà di riscatto;
- infine, non producono effetti immediatamente diluitivi sul capitale.

D’altra parte, però, la necessità di disciplinare questi strumenti in modo da computarne l’importo nel patrimonio di vigilanza di base della banca ha condotto ad una sostanziale

assimilazione del loro trattamento, sotto il profilo della corresponsione della relativa remunerazione e della partecipazione alle perdite, a quello delle azioni.

Per quanto riguarda gli assetti proprietari, le misure adottate in Italia come in Francia dimostrano una giustificata riluttanza dei Governi ad assumere ruoli proprietari e le relative responsabilità. Non trovandosi, al momento, di fronte a situazioni che richiedono un salvataggio con un forte impegno finanziario, come quelle che i Governi Britannico e Tedesco hanno dovuto o devono fronteggiare (si pensi al progetto di legge per dotare il Governo Tedesco del potere di procedere alla nazionalizzazione di banche mediante esproprio degli azionisti), la scelta di legare l'intervento di capitalizzazione al perseguimento di obiettivi di sostegno creditizio all'economia ed, in particolare, alle fasce più deboli e maggiormente colpite dalla crisi, senza pretendere di svolgere, all'interno della banca, un ruolo proprietario, appare certamente corretta. D'altra parte, questa è la giustificazione politica che connota tutti gli interventi sul capitale delle banche effettuati dai Governi europei. La sua efficacia, come quella delle altre misure che, in modo molto scoordinato e con intenti marcatamente protezionistici, sono state adottate e si stanno adottando negli altri paesi, si potrà verificare soltanto quando si sarà in grado di misurare la gravità di una crisi che dalla finanza si è ormai trasferita all'intera economia.

Rimane il problema dell'*enforcement* degli impegni assunti dalle banche che beneficiano dell'intervento statale e delle sanzioni applicabili in caso di inadempimento, ma si tratta di una questione che attiene al grado ed alle modalità di funzionalizzazione dell'attività bancaria al perseguimento di obiettivi di politica economica e che, come tale, lascerei a chi ha il compito di trattare dei profili pubblicistici del tema che ci è stato affidato.

Prof. Giulio NAPOLITANO

Ordinario di Istituzioni di Diritto pubblico nell'Università degli Studi di Roma Tre

I nuovi profili pubblicistici del credito*

1. I vecchi «profili pubblicistici del credito»

Esattamente quarant'anni fa, uno dei più importanti amministrativisti italiani, Mario Nigro, pubblicava un organico studio sui «profili pubblicistici del credito»¹. Nel volume trovava compimento una lunga tradizione di studi che la scienza giuspubblicistica, dopo la legge bancaria del 1936, aveva dedicato all'esercizio del credito, materia un tempo appannaggio quasi esclusivo dei cultori del diritto commerciale. Era stato Massimo Severo Giannini a edificare le due costruzioni concettuali fondamentali. La prima, poi abbandonata dal suo creatore, ma coltivata da altri autori, postulava il carattere di vero e proprio servizio pubblico dell'attività creditizia². La seconda, più sofisticata, riconosceva al credito carattere di ordinamento sezionale, derivato da quello generale, ma autonomo e produttivo di effetti giuridici interni³.

* Testo rivisto, aggiornato e integrato della relazione svolta al Convegno su "Bankin' in the rain". *Il sistema bancario in un mondo che cambia* (Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Perugia, 12-14 marzo 2009).

¹ Ci si riferisce al volume di M. Nigro, *Profili pubblicistici del credito*, Milano, 1969.

² In tal senso, M.S. Giannini, *Osservazioni sulla disciplina della funzione creditizia* (1939), ora in Id., *Scritti*, II, Milano, Giuffrè, 2002, p. 1 ss.; in seguito, si v. G. Vignocchi, *Il servizio del credito nell'ordinamento pubblicistico italiano*, Milano, 1968.

³ Si v. M.S. Giannini, *Istituti di credito e servizi d'interesse pubblico* (1949), ora in Id., *Scritti*, III, Milano, 2003, 57 ss.; Id., *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, n. ed., 1995, 198 ss.; Id., *Gli ordinamenti sezionali rivisitati* (1992), ora in Id., *Scritti*, IX, Milano, 2006, 127 ss.; si v. anche P. Vitale, *Il modello organizzativo nell'ordinamento del credito*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1972, 1405 ss.; Id., *Pubblico e privato nell'ordinamento bancario*, Milano, 2007; S. Amorosino, *L'ordinamento amministrativo del credito*, Reggio Calabria, Scuola superiore della pubblica amministrazione, 1995. In senso contrario, per tutti, R. Costi, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 1986.

Nel libro, tuttavia, l'analisi della corposa disciplina pubblicistica del credito allora vigente rifuggiva da categorie dogmatiche tanto suggestive quanto controverse per articolarsi, più concretamente, attorno allo studio dei «soggetti che esercitano il credito», tra cui spiccava la figura dello «stato-banchiere», e dei «complessi organizzativi bancari», retti da un solido «apparato di governo» e da una fitta trama di «atti normativi». Era così possibile rilevare la coesistenza di ben tre diversi «moduli organizzativi di pubblicizzazione». Il primo era quello della pubblicizzazione oggettiva, risultante dal sistema di controllo istituito dalla legge bancaria del 1936 e dalle leggi sui crediti speciali. Il secondo modulo era quello della pubblicizzazione soggettiva, attraverso l'attribuzione della natura pubblica ai soggetti esercenti il credito e l'erogazione di quest'ultimo direttamente da parte di organi dello Stato. Il terzo modulo era quello della pubblicizzazione formale, che riguardava le forme del concreto esercizio dell'attività bancaria, sottoposta a regole minuziose sulle singole operazioni creditizie e sulle relative condizioni economiche⁴.

Lo studio sui «profili pubblicistici del credito» si concludeva con l'individuazione di alcune prospettive di trasformazione del sistema bancario alla luce di quattro diversi fattori di instabilità che avrebbero spinto verso significative riforme e auspicabili miglioramenti dell'ordinamento. Il primo fattore di instabilità era costituito dalla coesistenza tra due diversi tipi di governo del credito: quello generale, gestito mediante un apparato amministrativo *ad hoc*, imperniato sulla Banca d'Italia, e quello speciale, creato caso per caso dal legislatore e a guida politica. Il secondo fattore di trasformazione era rappresentato dall'allora prorompente affermarsi della programmazione economica, le cui scelte apparivano inevitabilmente destinate a ripercuotersi sull'attività creditizia. Una

⁴ Così M. Nigro, *Profili pubblicistici del credito*, cit., 36-37.

terza spinta alla modificazione dell'ordinamento bancario proveniva dal ruolo crescente che in materia avrebbero dovuto assumere le autonomie regionali. Questi tre fattori, in forme diverse, sembravano destinati a rafforzare la presa politica sul credito a scapito delle «esigenze tecnico-economiche di concentrazione dei servizi bancari», come in effetti avvenne, almeno in parte, negli anni Settanta e negli anni Ottanta. Nel corso di questi ultimi, tuttavia, prese decisamente il sopravvento il quarto e ultimo fattore di trasformazione, quello dipendente «dall'evolversi dei rapporti internazionali». Osservava Nigro che «la cooperazione sempre più stretta fra le economie e le politiche monetarie dei vari paesi» avrebbe prodotto profonde conseguenze «per la sostanza della politica del credito» e «per la stessa organizzazione del credito». A maggior ragione avrebbero svolto un'influenza molto rilevante le istituzioni comunitarie e la loro azione. Già allora era possibile avvertire come talune iniziative legislative in campo creditizio, a cominciare dalle leggi di agevolazione del credito a favore di determinate imprese, avrebbero dovuto «fare i conti con gli ordinamenti comunitari»; esse, anzi, non sempre apparivano «meritevoli di assoluzione», se si voleva «assicurare la migliore circolazione dei capitali nell'ambito della Comunità europea»⁵.

A partire dalla seconda metà degli anni Ottanta, sarebbe stato proprio quest'ultimo fattore di trasformazione a prevalere sugli altri tre. Si affermava così un nuovo ordinamento bancario, formalmente consolidato nel testo unico del 1993, secondo linee progressivamente convergenti con gli altri mercati finanziari. Il nuovo ordinamento si caratterizzava per una consistente dequotazione del tasso di pubblicità dell'intero sistema. Alla pressoché integrale scomparsa dello Stato-banchiere si accompagnava il riconoscimento del carattere

⁵ Per riprendere ancora le parole di M. Nigro, *Profili pubblicitici del credito*, cit., 114 ss.

puramente imprenditoriale dell'attività bancaria e la sua collocazione in un assetto di mercato concorrenziale⁶. L'abbandono della programmazione economica faceva poi venire meno la centralità del sistema dei crediti speciali, già colpiti sul versante della compatibilità comunitaria⁷. L'immagine del mercato guidato cedeva così il passo a quella del mercato regolato⁸. Diventava allora possibile tracciare i caratteri fondamentali del sistema di «controllo pubblico della finanza privata» in termini radicalmente diversi dal passato. Si affermava, infatti, il nuovo paradigma dello Stato regolatore, chiamato ad esercitare una semplice vigilanza prudenziale, attraverso regole condizionali, volte a fissare i presupposti e gli ambiti dell'iniziativa privata, e non a predeterminarne gli esiti⁹.

Nello scenario internazionale, peraltro, anche il modello dello Stato regolatore sarebbe ben presto entrato in crisi. A partire dalla fine degli anni Novanta, l'ordinamento statunitense e quello britannico, al fine di assecondare i promettenti sviluppi della finanza innovativa, hanno progressivamente ridotto limiti e controlli un tempo gravanti sulle attività di raccolta

⁶ Su queste evoluzioni, *Il diritto del mercato finanziario alla fine degli anni 80*, a cura di R. Costi, Milano, 1990; A. Predieri, *Il nuovo assetto dei mercati finanziari e creditizi nel paradigma della concorrenza comunitaria*, Milano, 2002; sugli sviluppi di mercato, da ultimo, *La metamorfosi del credito*, a cura di D. Masciandaro e G. Bracchi, Bancaria editrice, Associazione bancaria italiana, 2007.

⁷ Si v. in proposito F. Capriglione, *Il credito speciale dopo il testo unico delle leggi in materia bancaria*, in *Studi in onore di Giuseppe Guarino*, Padova, 1998, I, 465 ss.; S. Amorosino, *Il credito agevolato nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 1995, 194 ss.

⁸ Per riprendere la formula di S. Cassese, *Dal mercato guidato al mercato regolato*, in *Bancaria*, 1986, n. 2, 5 ss.; sul senso generale di questo passaggio, S. Cassese, *Il mondo nuovo del diritto*, Bologna, 2008, 111 ss.

⁹ Si v. gli organici studi di L. Torchia, *Il controllo pubblico della finanza privata*, Padova, 1992, e G. Vesperini, *La Consob e l'informazione del mercato mobiliare*, Padova, 1993; da ultimo, A. Pisaneschi, *Credito e risparmio*, in *Dizionario di diritto pubblico*, Milano, 2006, II, 1681 ss. Un'analisi comparata dei diversi sistemi di vigilanza, tra vincoli costituzionali e direttive comunitarie, in D. Siclari, *Costituzione e autorità di vigilanza bancaria*, Padova, 2007.

del risparmio e di intermediazione¹⁰. A livello globale, si sono affermati modelli di *self-regulation* fondati sul conferimento di poteri di regolazione, controllo e certificazione a soggetti privati¹¹. Il tasso di pubblicizzazione delle attività finanziarie e creditizie ha così raggiunto il livello più basso, per taluni versi paragonabile a quello esistente nei singoli ordinamenti statali prima degli anni Trenta.

La crisi finanziaria scoppiata negli Stati Uniti nel settembre 2008 e rapidamente diffusasi in tutto il mondo, tuttavia, ha, in pochissimi mesi, completamente modificato questo scenario, moltiplicando a catena gli interventi pubblici di salvataggio e di sostegno al sistema bancario e finanziario. Perdite private sono state messe a carico del bilancio pubblico; beni e titoli sono stati acquistati dai governi; banche e altri intermediari finanziari sono stati nazionalizzati, persino in paesi come gli Stati Uniti e il Regno Unito, a lungo considerati i campioni della *deregulation* e della privatizzazione. Il tasso di pubblicizzazione del sistema, nel presupposto che lo Stato possa ergersi a «salvatore» del sistema economico-finanziario, è così improvvisamente aumentato a livelli impensabili fino a qualche mese fa¹².

¹⁰ In questo contesto si è elaborata la più generale tesi della superiorità dei modelli di regolazione finanziaria esistenti nei paesi di *common law*: per tutti, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer e R.W. Vishny, *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, 1998, 106, 1113 ss.

¹¹ Si v. *La regolazione globale dei mercati finanziari*, a cura di S. Battini, *Quaderno n. 3 della Rivista trimestrale di diritto pubblico*, Milano, 2007.

¹² Su questi sviluppi, anche in relazione al modello dello Stato regolatore in un assetto di libero mercato, si rinvia a quanto argomentato in *Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali*, in *Giornale di Diritto amministrativo*, 2008, 11, 1083 ss.; si v. anche F. Cavazzuti, *Nuovi confini per lo Stato assicuratore?*, in www.astrid-online.it; sul ruolo di ultima istanza dello Stato e sull'impossibilità di un semplice ritorno ai moduli tradizionali dell'intervento pubblico, G. Amato, *Se gli azionisti privati li difende meglio lo Stato*, *Il Sole 24 ore*, 22 marzo 2009.

Naturalmente, gli interventi di salvataggio e di sostegno rappresentano un rimedio necessario, ma, almeno nelle intenzioni, temporaneo, perché volto ad attenuare gli effetti negativi del contraccolpo creatosi sui mercati finanziari e destinato a rientrare gradualmente. Tuttavia, proprio quanto avvenuto dopo la crisi del 1929 dimostra come interventi inizialmente concepiti come meramente transitori abbiano poi generato trasformazioni profonde, dando origine, con il *New Deal* statunitense, alla figura dello Stato regolatore e distributore e, nei paesi europei, a quella dello Stato programmatore e imprenditore¹³. Da questo punto di vista è significativo che, nel giro di pochi mesi, l'orizzonte temporale degli interventi di salvataggio si sia già profondamente allungato, sia per quanto riguarda la loro adozione, sia per quanto concerne il loro spirare.

Può dunque valere la pena interrogarsi sui nuovi «profili pubblicistici del credito» che oggi iniziano a scorgersi, verificarne i meccanismi fondamentali di funzionamento, interrogarsi sulla loro sostenibilità e sui relativi rischi.

2. La crisi finanziaria e i nuovi «moduli di pubblicizzazione del credito»

Le leggi sull'emergenza economica adottate nei vari ordinamenti hanno introdotto molteplici strumenti di intervento pubblico nel sistema bancario. Ci si può chiedere, allora, se e in che misura essi ripetano i vecchi «moduli di

¹³ Si v., in proposito, i contributi raccolti in *Le istituzioni finanziarie degli anni Trenta nell'Europa continentale*, Bologna, 1981; sul caso italiano, S. Cassese, *La lunga durata delle istituzioni finanziarie degli anni Trenta*, ivi, ora anche in Id., *È ancora attuale la legge bancaria del 1936?*, Roma, Nuova Italia Scientifica, 1983, 43 ss.

pubblicizzazione del credito», quello «soggettivo», quello «oggettivo» e quello «formale», individuati quarant'anni fa da Mario Nigro. Provando a fare ordine, si può dire che negli ultimi sei mesi gli Stati abbiano introdotto quattro diversi «moduli di pubblicizzazione»: a) finanziaria; b) proprietaria; c) funzionale; d) regolamentare. Questi moduli soltanto in parte ripetono i vecchi schemi. Inoltre, i primi tre nascono nel segno della temporaneità e dell'eccezionalità, quali rimedi per uscire dalla crisi. Il quarto, invece, mira a modificare strutturalmente il modo in cui è esercitata la vigilanza sui mercati bancari e finanziari in sede nazionale e internazionale, al fine di impedire il sorgere in futuro di altre crisi sistemiche.

Il primo modulo è quello della pubblicizzazione finanziaria. Questa mira ad aumentare la liquidità a disposizione degli intermediari e delle banche e a garantire la loro esposizione debitoria. L'idea di fondo è che lo Stato, non avendo un obiettivo di ritorno economico di breve periodo, possa procedere a operazioni finanziarie a condizioni economiche aventi ad oggetto beni e titoli che al momento non sembrano avere un mercato privato, così sostenendo le banche, restituendo fiducia alle transazioni e rassicurando i risparmiatori.

L'ordinamento statunitense è stato il primo a disciplinare l'intervento finanziario pubblico. L'*Economic Emergency Stabilization Act* statunitense, infatti, autorizza il Segretario al tesoro ad adottare il *Troubled Asset Relief Program* al fine di acquistare strumenti finanziari «problematici» o «tossici», a cominciare da quelli relativi a mutui immobiliari. A tale scopo, il Segretario al Tesoro è chiamato a esercitare ogni diritto connesso ai titoli acquistati. Egli, pertanto, può vendere, concedere prestiti, riacquistare e concludere transazioni finanziarie sui titoli. In altri ordinamenti, si sono privilegiate soluzioni diverse, come l'istituzione di fondi speciali, la concessione di garanzie pubbliche e lo scambio di titoli di Stato,

in aggiunta alle operazioni svolte dalle banche centrali¹⁴. In Italia, ad esempio, il Ministero dell'economia e delle finanze può fornire la garanzia statale sulle passività delle banche, su operazioni bancarie di rifinanziamento, sui finanziamenti erogati dalla Banca d'Italia per fronteggiare gravi crisi di liquidità; procedere a operazioni temporanee di scambio tra titoli di Stato e strumenti finanziari¹⁵. In ambito europeo, comunque, tutti gli interventi pubblici di sostegno finanziario, in quanto aiuti di Stato, sono sottoposti ai vincoli dei Trattati comunitari e al controllo della Commissione europea¹⁶.

Il secondo modulo è quello della pubblicizzazione proprietaria. Questa consiste, in presenza di gravi situazioni di inadeguatezza patrimoniale, nell'acquisto di azioni o nella sottoscrizione di aumenti di capitale da parte dello Stato o di altri operatori pubblici. Si tratta, come in passato, di un modulo di pubblicizzazione operante sul piano soggettivo, ma, a differenza di allora, ciò non dà luogo all'istituzione di enti pubblici o alla creazione di statuti speciali, come quello delle banche di interesse nazionale. La legislazione, infatti, mantiene ben ferma la natura privatistico-commerciale e la struttura societaria delle banche e degli intermediari finanziari: a mutare è soltanto l'identità dell'azionista e, talora, il modo in cui egli esercita i suoi diritti.

¹⁴ Si v., nell'ordinamento spagnolo, il *Real Decreto-Ley*, 10 ottobre 2008, n. 6, il quale istituisce il «Fondo para la Adquisición de Activos Financieros», e il *Real Decreto-Ley*, 13 ottobre 2008, n. 7, recante «Medidas Urgentes en Materia Económico-Financiera», tra cui il rilascio di garanzie pubbliche alle operazioni di rifinanziamento delle banche e del mercato. Nell'ordinamento tedesco, la *Finanzmarktstabilisierungsgesetz* approvata il 17 ottobre 2008 ha istituito uno speciale Fondo per la stabilizzazione del mercato finanziario gestito dalla *Bundesbank*, in conformità agli indirizzi del Ministro delle finanze.

¹⁵ Si v. la l. n. 185/2008.

¹⁶ Si v. la Comunicazione della Commissione, recante il Quadro di riferimento temporaneo comunitario per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'accesso al finanziamento nell'attuale situazione di crisi finanziaria ed economica (2009/C 16/01), del 22 gennaio 2009, così come modificata il 25 febbraio 2009.

L'intervento proprietario, in vari Paesi, è stato di fatto praticato, caso per caso, per evitare il fallimento di singoli intermediari. Quindi, l'ingresso dello Stato nel capitale è diventato oggetto di apposite previsioni legislative. Il primo ordinamento a muoversi in tal senso è stato quello inglese. Il *Banking Bill*, infatti, contempla l'ipotesi di una *temporary public ownership* attraverso l'emanazione da parte del Tesoro di ordini di trasferimento delle azioni¹⁷. Nell'ordinamento statunitense, l'opzione della pubblicizzazione proprietaria, invece, è resa possibile dalla latitudine dell'autorizzazione legislativa a sottoscrivere qualsiasi strumento finanziario cui il Segretario, previa comunicazione al Congresso, ritenga opportuno estendere l'intervento pubblico, ivi compreso, appunto, l'acquisto di azioni di operatori bancari e di altri intermediari finanziari. Anche in Italia, il Ministero dell'economia e delle finanze è autorizzato a sottoscrivere aumenti di capitale e in questo modo ad acquisire azioni prive del diritto di voto e privilegiate nella distribuzione dei dividendi¹⁸.

Il terzo modulo è quello della pubblicizzazione funzionale. Questa mira a utilizzare l'apporto finanziario pubblico, attraverso la sottoscrizione di obbligazioni e titoli speciali, per accrescere il capitale di banche fundamentalmente sane, al fine di conformare indirettamente il modo in cui la banca viene gestita e quello in cui credito è erogato ai terzi. Ciò, tuttavia, non dà luogo ad una modificazione autoritativa delle condizioni economiche del credito, che risulta così non agevolato, ma semplicemente garantito nei suoi flussi complessivi. L'obiettivo, infatti, è quello di evitare che in un contesto macroeconomico fortemente incerto si avvii una spirale perversa tra emergere di sofferenze e restrizione del

¹⁷ Si v. la sezione 12 del *Banking Bill*.

¹⁸ Si v. art. 1, l. n. 190/2008. Per una prima lettura dal punto di vista del diritto societario, U. Tombari, *Il decreto salva-banche: verso lo "Stato salvatore" o un ritorno allo Stato imprenditore?*, in *www.nelmerito.com*, 30 ottobre 2008.

credito. A differenza del passato, pertanto, non si dà vita ad una vera e propria pubblicizzazione formale dei rapporti tra banche e clienti beneficiari della speciale protezione pubblica, anche se quest'ultima è assistita anche da un apposito apparato amministrativo di controllo.

In cambio dell'apporto finanziario pubblico, gli operatori sovvenzionati assumono una serie di impegni sia in ordine all'organizzazione interna, sia in ordine alle modalità di esercizio dell'impresa. Questi impegni, nati negli Stati Uniti nel segno etico-morale del tetto alla remunerazione del *management*¹⁹, si sono progressivamente estesi, in alcuni paesi, come la Francia e l'Italia, allo scopo di garantire un adeguato flusso di credito agli operatori economici e alle famiglie colpite dalla disoccupazione²⁰. Anche negli Stati Uniti, d'altra parte, il *Financial Stability Plan* impone agli operatori creditizi di mostrare come il sostegno pubblico ricevuto venga impiegato per espandere il prestito a imprese e famiglie e obbliga il Segretario al Tesoro a pubblicare studi e rapporti in materia²¹.

Tutti e tre questi moduli di pubblicizzazione sorgono nel segno della temporaneità e dell'eccezionalità quali strumenti

¹⁹ L'art. 111 dell'*Economic Emergency Stabilization Act*, in particolare, prevede l'imposizione di limiti al pagamento di compensi che incentivino gli amministratori ad assumere rischi non necessari ed eccessivi che minaccino il valore dei titoli o che siano basati su profitti che poi si rivelino insussistenti o che attribuiscono *any golden parachute payment*.

²⁰ Si v., nell'ordinamento francese, l'art. 6 della *Loi de finance rectificative pour le financement de l'économie* n. 2008-1061, che impone agli operatori creditizi, in cambio delle garanzie e delle sottoscrizioni pubbliche, di stipulare un accordo con lo Stato per quanto riguarda il finanziamento dei singoli, delle imprese e delle collettività locali e di adottare regole etiche conformi all'interesse generale; in termini simili, nell'ordinamento italiano, si v. l'art. 12, l. n. 2/2009, su cui si tornerà *infra*.

²¹ Si v. *The Financial Stability Plan. Deploying our Full Arsenal to Attack the Credit Crisis on All Fronts*, a cura del Segretario al Tesoro Tim Geithner, 10 febbraio 2009. Per una prima attuazione, attraverso il coinvolgimento anche dei privati, si v. il *Public-Private Investment Program* del 23 marzo 2009.

volti al superamento dell'attuale crisi finanziaria ed economica. La loro efficacia, naturalmente, rimane incerta, innanzi tutto perché in questo modo si sottopongono gli Stati al rischio di un'eccessiva esposizione finanziaria, tale da alterare gli equilibri di finanza pubblica e la sostenibilità dei relativi debiti. Le misure volte ad aumentare la liquidità e la patrimonializzazione degli operatori, poi, appaiono altamente discrezionali e tali da incentivare in futuro comportamenti di azzardo morale in quanti sanno di poter comunque contare sul soccorso pubblico anche quando sbagliano le scelte di investimento. L'ingresso pubblico nel capitale delle banche, a sua volta, può determinare un'ulteriore riduzione di valore per gli azionisti privati. Gli interventi di funzionalizzazione del credito, infine, possono entrare in conflitto con l'obiettivo di rafforzare la stabilità delle banche e in definitiva alterare gli incentivi ad una loro gestione prudente ed efficiente. Eppure, una corretta combinazione tra queste diverse misure appare necessaria per impedire l'ulteriore avvitarsi della crisi finanziaria ed economica in una prospettiva temporale che si allunga sempre più²².

Il quarto modulo, quello della pubblicizzazione regolamentare, invece, presenta caratteri strutturali, perché mira a estendere l'ambito e l'efficacia della disciplina e della vigilanza pubblica dei mercati bancari e finanziari in via stabile, al fine di prevenire il prodursi di nuove crisi in futuro. Come in passato, si tratta di un intervento pubblico operante sul piano oggettivo. Questo, tuttavia, non mira più ad una programmazione amministrativa delle dimensioni e degli assetti del settore creditizio, ma al rafforzamento degli strumenti di protezione della stabilità finanziaria e dei risparmiatori.

²² Per una valutazione comparata dei diversi rimedi, si v., ad es., D.J. Elliott, "Bad Bank", "Nationalization", "Guaranteeing Toxing Assets": *Choosing among the options, Initiative on Business and Public Policy at Brookings*, 30 gennaio 2009. Nella letteratura italiana, sull'ipotesi di una bad bank pubblica, F. Vella, *La discarica chiamata Bad Bank*, in *www.lavoceinfo*, 3 febbraio 2009.

Una prima significativa applicazione di questo modulo di pubblicizzazione regolamentare è stata, negli Stati Uniti, il passaggio dallo statuto di banche d'affari a quello di banche commerciali di alcuni intermediari ai fini del loro assoggettamento alla più penetrante vigilanza delle autorità pubbliche di controllo. Il rafforzamento delle regole e dei controlli pubblici, tuttavia, è al centro delle strategie di vigilanza delle autorità pubbliche in tutto il mondo ed è l'oggetto principale delle iniziative di *regulatory review* avviate sia a livello nazionale, sia a livello internazionale e sovranazionale²³. Particolarmente importante in questa prospettiva è il rapporto sulla riforma della vigilanza in Europa, che accredita l'idea di una pubblico 'riparo' (*repair*) operante sia sul piano regolamentare, sia su quello dell'integrazione dei controlli²⁴.

Anche l'efficacia delle misure di ri-regolazione va attentamente verificata. Il rischio, infatti, è che tali misure finiscano per irrigidire eccessivamente i mercati, riducendo gli incentivi a quei processi di innovazione finanziaria e di globalizzazione

²³ Tra i documenti più significativi, si v., negli Stati Uniti, Congressional Oversight Panel, *Special Report on Regulatory Reform*, January, 2009; in Europa, si v. The High-Level Group on Financial Supervision in the Eu, *Report*, Brussels, 25 febbraio 2009 (c.d. Rapporto *de Larosière*); nell'ordinamento britannico, Financial Services Authority, *The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis*. Sull'esigenza di nuove regole mondiali, in forma di «legal» o «global standard», si v. l'intervento del Ministro dell'economia e delle finanze, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla presidenza italiana del G8 e le prospettive della *governance* mondiale, Commissioni esteri congiunte, 26 febbraio 2009.

²⁴ Il Rapporto presentato dal *The de Larosière Group*, infatti, individua una pluralità di misure di «Policy and Regulatory Repair», di «Supervisory Repair» e di «Global Repair». In generale, sulle prospettive di riforma della regolamentazione a livello europeo e globale, nella letteratura italiana, F. Saccomanni, *Nuove regole e mercati finanziari*, intervento alla Scuola superiore della pubblica amministrazione, Roma, 19 gennaio 2009; L. Spaventa, *Manifesto per la stabilità finanziaria*, in *la Repubblica, Affari e finanza*, 16 febbraio 2009; ampiamente, E. Barucci – M. Messori (a cura di), *Oltre lo shock. Dal caos alla stabilità dei mercati*, Milano, Egea, 2009.

economica che pure hanno contribuito al raggiungimento di elevati livelli di crescita anche nei Paesi in via di sviluppo. È, tuttavia, indubbio che molte di tali misure trovino un solido fondamento economico. L'estensione dell'ambito spaziale e funzionale della vigilanza pubblica mira ad evitare pericolosi arbitraggi regolamentari da parte degli operatori. La fissazione a livello globale di nuove regole, ivi compresa l'adozione di *legal standard* minimi, a sua volta, può impedire che la concorrenza tra ordinamenti dia luogo ad una corsa al ribasso, capace di travolgere qualsiasi valore e tutela. L'intensificazione del livello di collaborazione e di integrazione tra le autorità di controllo, infine, serve ad ovviare a difetti di coordinamento e a ridurre i costi di transazione istituzionale che possono pregiudicare la tempestività e l'appropriatezza della supervisione pubblica.

3. Le forme di controllo amministrativo sull'attività creditizia di finanziamento dell'economia

Nell'ordinamento italiano, lo sviluppo di questi diversi moduli di pubblicizzazione ha condotto alla creazione di un sistema speciale di controllo amministrativo sul finanziamento all'economia. La sottoscrizione di strumenti finanziari da parte dello Stato, infatti, determina effetti conformativi sull'impresa bancaria e si iscrive in un quadro ordinamentale più generale volto a istituire meccanismi di monitoraggio sui flussi di erogazione del credito alle imprese e alle famiglie.

Il sostegno pubblico, in altri termini, è finalizzato non soltanto alla ricostituzione delle condizioni patrimoniali di stabilità a tutela del valore del risparmio, seconda la direttrice della prima parte dell'art. 47, c. 1, Cost., ma anche alla promozione dell'erogazione del credito verso imprese e famiglie, sulla base di una rilettura aggiornata della seconda parte del medesimo precetto, ai sensi del quale la Repubblica «disciplina, coordina

e controlla l'esercizio del credito»²⁵. Riemerge così *in nuce* l'antica questione della strumentalità del credito a obiettivi di interesse economico generale che in passato aveva giustificato la sua considerazione come servizio di pubblica utilità. Naturalmente, il carattere imprenditoriale dell'attività bancaria solennemente affermato nel testo unico del 1993 oggi non può essere posto in questione, anche perché ciò contrasterebbe con la normativa comunitaria. Il tema di una disponibilità di credito adeguata alle esigenze del sistema economico, tuttavia, va al di là delle soluzioni escogitate per far fronte alla presente crisi e richiede probabilmente l'adozione in futuro di nuovi strumenti giuridici ed economici²⁶.

In questa prospettiva, anche l'attuale intervento governativo attraverso la sottoscrizione di titoli finanziari speciali assume una duplice connotazione finalistica, perché mira, da un lato, a rafforzare la patrimonializzazione delle banche e la stabilità dell'intero sistema; dall'altro, a garantire adeguati flussi di credito in favore di imprese e famiglie. La sottoscrizione dei titoli finanziari speciali, infatti, pur nascendo dall'esigenza di rimpinguare il patrimonio di vigilanza della banca richiedente, è subordinata a precise condizioni in ordine sia al

²⁵ Sulle diverse letture dell'art. 47 cost. il riferimento obbligato rimane quello di F. Merusi, *Art. 47*, in *Commentario della Costituzione*, a cura di Branca, Bologna-Roma, Il Foro italiano, 1980, 155 ss. Sulla direttiva dell'art. 47 cost. nell'attuale crisi, si v. l'*Informativa urgente del Governo sugli sviluppi della crisi finanziaria in atto*, presentata dal Ministro dell'economia e delle finanze alla Camera dei deputati, seduta n. 64 del 9 ottobre 2008. Sui rischi di una rilettura estensiva della formula costituzionale relativa ai poteri di disciplina, indirizzo e coordinamento del credito, F. Forte, *L'articolo 47*, *Il Foglio*, 11 marzo 2009; A. Mingardi, *Lo statalismo di Giulio*, *la Costituzione di Dario*, *Il Riformista*, 15 marzo 2008.

²⁶ Si v. in tal senso, ad esempio, la proposta formulata dal Governatore della Banca d'Italia – nel corso dell'audizione resa nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle tematiche relative al sistema bancario e finanziario preso la Commissione VI della Camera dei deputati, il 17 marzo 2008 - di riconoscere una parziale garanzia pubblica ai crediti all'economia concessi dalle banche, ferma restando la responsabilità di quest'ultima nella selezione dei rischi e il suo obbligo a remunerare lo Stato assicuratore. Su questo scenario, si v. M. Mucchetti, *Banche, imprese e fantasia*, *Corriere della sera*, 19 marzo 2009.

modo con cui è gestita l'impresa bancaria, sia al modo in cui viene erogato il credito ai terzi. L'adempimento degli impegni assunti in ordine all'organizzazione e all'attività delle banche si configura così come una sorta di onere modale apposto alla sottoscrizione pubblica dei titoli²⁷.

Sul versante della *governance* interna, gli emittenti devono adottare un codice etico contenente, tra l'altro, previsioni in materia di politiche di remunerazione dei vertici aziendali, inclusi i *traders*, e degli operatori di mercato²⁸. Queste politiche, come chiarisce la normativa secondaria, devono assicurare una struttura dei compensi equilibrata nelle sue diverse componenti, chiaramente determinata, coerente con la prudente gestione della banca e del gruppo bancario di appartenenza, con i loro obiettivi anche di lungo periodo e con il quadro congiunturale. Il codice etico fissa regole conformi all'interesse generale, anche determinando limiti e condizioni alla corresponsione di indennità comunque collegate alla cessazione a qualunque titolo del rapporto²⁹. La finalità di tali previsioni, per quanto talora criticate dal punto di vista dell'efficienza economica, è duplice: da un lato, evitare un'immediata distrazione delle risorse pubbliche a fini privatistici ed egoistici; dall'altro, prevenire in futuro comportamenti opportunistici di azzardo morale.

Sul fronte dell'attività svolta verso i terzi, l'emittente deve assumere gli impegni definiti in un apposito protocollo d'intenti con il Ministero dell'economia e delle finanze, in ordine al livello e alle condizioni del credito da assicurare alle piccole e

²⁷ Sull'esigenza che le condizioni cui è subordinato l'intervento pubblico siano «ragionevoli e concrete, tese ad ottenere l'obiettivo senza ingerenze amministrative», M. Draghi, *Intervento al 15° Congresso degli operatori finanziari*, Milano, 21 febbraio 2009; per un'analoga preoccupazione, M. Onado, *Garanzie sul credito ma lo Stato resti fuori*, *Il Sole* 24 ore, 22 febbraio 2009.

²⁸ Si v. art. 12, c. 5, lett. b), l. n. 2/2009.

²⁹ Si v. art. 2, c. 3, d.m. 25 febbraio 2009.

medie imprese e alle famiglie; alle modalità con cui garantire adeguati livelli di liquidità ai creditori delle pubbliche amministrazioni per la fornitura di beni e servizi; nonché a politiche dei dividendi coerenti con l'esigenza di mantenere adeguati livelli di patrimonializzazione³⁰. Il tenore di questi impegni è ulteriormente precisato dalla normativa secondaria, la quale prevede, a tal fine, la stipula di un accordo quadro tra il Ministero e l'Associazione bancaria italiana. La piena disponibilità di credito in favore di piccole e medie imprese, innanzi tutto, postula il mantenimento per almeno il triennio successivo di risorse finanziarie non inferiori a quelle del biennio 2007-2008. Il sostegno alle piccole e medie imprese deve altresì poter contare su un congruo contributo alla dotazione del fondo di garanzia per i finanziamenti erogati in loro favore. Le banche richiedenti, inoltre, sono tenute ad applicare condizioni di credito adeguate a favorire lo sviluppo e il mantenimento di iniziative imprenditoriali. Sono poi richiesti interventi congiunturali per favorire le famiglie in difficoltà nel pagamento delle rate sui mutui contratti per l'acquisto dell'abitazione principale. Tali interventi, peraltro, devono essere adottati nel rispetto del principio della sana e prudente gestione. Quest'ultima, quindi, deve essere assicurata attraverso una politica dei dividendi che favorisca la patrimonializzazione della banca³¹.

In questo quadro, la disciplina sottopone l'attività creditizia di finanziamento dell'economia e dei consumi ad un complesso sistema amministrativo di controllo³², che finisce in parte per estendersi all'intera platea degli operatori bancari, anche quelli che non abbiano emesso titoli sottoscritti dallo Stato. Da un lato, infatti, il Ministero è chiamato a verificare, con il supporto della Banca d'Italia, l'espansione delle attività di bilancio delle banche beneficiarie degli aiuti. A tal fine, le banche sono tenute a presentare un rapporto trimestrale sulle

³⁰ Si v. art. 12, c. 5, lett. a), l. n. 2/2009.

³¹ Si v. art. 2, c. 2, d.m. 25 febbraio 2009.

azioni intraprese per il sostegno finanziario all'economia reale, in particolare dando conto dell'evoluzione quantitativa e qualitativa del credito e distinguendo tra i prestiti al consumo, per l'abitazione, alle differenti categorie d'impresa³³. Ciò, a sua volta, può essere funzionale all'obbligo di relazione del Ministro alle Camere in merito all'evoluzione degli interventi effettuati attraverso la sottoscrizione dei titoli finanziari³⁴. Dall'altro, l'intera attività creditizia svolta anche da operatori che non abbiano beneficiato di alcun intervento pubblico è sottoposta a monitoraggio. La legge, infatti, impone al Ministro di riferire periodicamente al Parlamento sul «finanziamento all'economia», fornendo «dati disaggregati per regione e categoria economica». È a tale fine che «presso le Prefetture è istituito uno speciale osservatorio con la partecipazione dei soggetti interessati»³⁵. La disciplina regolamentare, quindi, affida alla Banca d'Italia il compito di trasmettere al Ministero, con cadenza trimestrale, dati relativi all'andamento su base regionale del credito all'economia, «documentando laddove necessario i volumi e i costi dei prestiti a famiglie e imprese»³⁶.

³² Anche da questo punto di vista, si può notare come il controllo si svolga sulla base di schemi non privatistici, ma pubblicistici. In astratto, infatti, il Ministero avrebbe potuto avvalersi semplicemente dei poteri di indirizzo e controllo che il diritto comune delle società per azioni riconosce al soggetto che sottoscrive titoli finanziari speciali. Tali poteri possono consistere nell'esercizio di diritti partecipativi, quali la nomina di un membro del consiglio di amministrazione o del collegio sindacale, e di diritti informativi sull'esercizio dell'attività sociale (artt. 2346 e 2351, cod. civ.; si v., in proposito, U. Tombari, *Il decreto salva-banche: verso lo "Stato salvatore" o un ritorno allo Stato imprenditore?*, cit.). Il controllo esercitato tramite gli strumenti di diritto comune può essere molto efficace, perché, svolgendosi dall'interno della società, deve sostenere costi di transazione relativamente ridotti. Tale controllo, tuttavia, risulterebbe scarsamente visibile e aperto all'esterno; inoltre mal si presterebbe alla tutela di interessi extra-sociali e pubblici come quelli di cui è portatore il Ministero dell'economia e delle finanze.

³³ Si v. art. 4, c. 1, d.m. 25 febbraio 2009.

³⁴ Ai sensi dell'art. 12, c. 12 *bis*, l. n. 2/2009.

³⁵ Si v. art. 12, c. 6, l. n. 2/2009.

³⁶ Così dispone l'art. 4, c. 3, d.m. 25 febbraio 2009.

In questo contesto, il ruolo degli osservatori istituiti presso le prefetture, al fine di consentire l'assolvimento degli obblighi di relazione ministeriale al Parlamento, è configurato in termini molto ampi nel documento sul «Monitoraggio del finanziamento all'economia tramite il sistema bancario», predisposto dal Ministero dell'economia e destinato a costituire la base di una direttiva ai prefetti³⁷. Dal punto di vista organizzativo, infatti, si prevede l'istituzione sia di un Osservatorio nazionale presso il Ministero dell'economia, sia di osservatori regionali presso le prefetture dei capoluoghi di regione. Dal punto di vista funzionale, quindi, gli osservatori regionali sono chiamati ad operare non soltanto come «soggetti che raccolgono dati statistici», ma anche come «luoghi di risoluzione di controversie e di monitoraggio delle specifiche criticità che emergono a livello locale sulla base di istanze presentate dalle imprese». A tal fine, si prefigura l'attribuzione al prefetto del compito di raccogliere le istanze e i reclami della clientela. Attraverso un sistema standardizzato e disponibile in via informatica, il prefetto dovrà ricevere i reclami, classificarli per clientela e banche, trasmettere i documenti a queste ultime sollecitando un'istruttoria. Infine, l'istituto interessato dovrà rispondere entro un tempo congruo al cliente, informandone il prefetto. Il prefetto è quindi chiamato a inviare rapporti periodici all'Osservatorio nazionale contenenti i dati sui flussi di finanziamento, le principali criticità riscontrate a livello locale, le problematiche emerse dalla discussione con le categorie interessate, le eventuali proposte volte a migliorare il finanziamento all'economia locale, i dati aggregati sulle istanze e sui reclami.

³⁷ Il documento sul «Monitoraggio del finanziamento all'economia tramite il sistema bancario» è consultabile sul sito istituzionale www.tesoro.it.

L'inserimento delle prefetture nel sistema di controllo sui flussi di finanziamento all'economia mira a rispondere all'esigenza, avvertita anche in altri ordinamenti, come quello francese³⁸, di individuare una sede istituzionale di informazione e di collaborazione operante sul territorio e di consentire così un più proficuo dialogo tra pubbliche amministrazioni, banche e imprese. Il coinvolgimento del prefetto nelle singole procedure di istanza e di reclamo della «clientela danneggiata nelle condizioni di erogazione del credito», tuttavia, ha suscitato alcuni dubbi sulla sua specifica competenza tecnica in materia e serie preoccupazioni di una indebita interferenza politico-amministrativa nello svolgimento dell'attività imprenditoriale delle banche e nella valutazione del merito di credito riservata a queste ultime³⁹. Da questo punto di vista, la soluzione francese, nel conferire le funzioni di «mediatore del credito» al direttore della filiale dipartimentale della Banca centrale, potrebbe risultare più appropriata⁴⁰. In senso tecnico-giuridico,

³⁸ Si v. a tale riguardo la circolare applicativa del Primo Ministro, avente ad oggetto «*Organisation du suivi au niveau territorial du financement de l'économie*».

³⁹ Su queste preoccupazioni, si v. l'audizione del Governatore della Banca d'Italia nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle tematiche relative al sistema bancario e finanziario presso la Commissione VI della Camera dei deputati, 17 marzo 2008, nonché L. Spaventa, *Le tentazioni pericolose*, in *la Repubblica*, 14 marzo 2009; sul punto, più ampiamente, L. Torchia, *Il "finanziamento dell'economia", ovvero dell'eterogenesi dei mezzi*, in *Giornale di Diritto amministrativo* 4/2009.

⁴⁰ La soluzione adottata in Francia, infatti, prevede la nomina, su proposta del Ministro dell'economia, di un «Mediatore del credito» operante a livello nazionale (con l'ausilio di un apposito Comitato esecutivo, composto da rappresentanti delle istituzioni e dei gruppi di interesse coinvolti) e l'affidamento dei compiti di mediazione e conciliazione a livello locale, svolti in base a regole di confidenzialità e nel rispetto del segreto bancario, ai direttori delle filiali dipartimentali della Banca di Francia. Il sistema di mediazione del credito, in particolare, ha il compito di assicurare il rispetto degli impegni assunti dalle banche in cambio dei sostegni ricevuti, di non lasciare sole le imprese di fronte ai problemi di finanziamento, di esaminare le singole situazioni ed esplorare le soluzioni possibili caso per caso, attraverso l'intervento dei mediatori locali, di informare il governo dei problemi maggiori non adeguatamente risolti. Il sistema di mediazione del credito è così chiamato a integrare il dispositivo di rilancio dell'economia a livello locale istituito presso le prefetture con il concorso delle diverse istituzioni operanti sul territorio (per ulteriori informazioni e dati si v. www.mediateurducredit.fr).

poi, può parlarsi di una «clientela danneggiata» non semplicemente di fatto, ma ingiustamente, soltanto rispetto a un parametro regolamentare speciale, quale quello offerto dagli impegni verso imprese e famiglie assunti dagli operatori bancari che abbiano emesso titoli sottoscritti dallo Stato; non, invece, in relazione all'attività creditizia svolta dagli istituti che, non beneficiando di alcun apporto finanziario pubblico, operano esclusivamente in base alle regole ordinarie dettate dal legislatore e dalla Banca d'Italia e da quest'ultima vigilate.

Rimane, in ogni caso, aperto il problema generale di una più adeguata tutela della clientela nei rapporti con gli operatori creditizi. Negli ultimi anni, anche grazie ad alcune innovazioni istituzionali, l'impegno della Banca d'Italia a tutela della correttezza e della trasparenza è senza dubbio cresciuto⁴¹. Il confronto con i meccanismi di protezione dei consumatori previsti dalla legge e concretamente predisposti dalle autorità di regolazione e di vigilanza operanti in altri settori, peraltro, evidenzia significative differenze nell'intensità e nella continuità degli interventi pubblici di salvaguardia e il diffuso superamento di meccanismi di *compliance* operanti sul piano meramente privatistico. Naturalmente, i modelli di regolazione e di controllo devono variare a seconda della diversa struttura concorrenziale e delle peculiarità dei rapporti contrattuali esistenti nei singoli mercati. Ci si può tuttavia chiedere se l'attuale situazione di crisi economica non giustifichi, eventualmente sulla base di una specifica abilitazione legislativa, l'adozione da parte della Banca d'Italia di regole e standard, anche a carattere temporaneo, maggiormente stringenti. In

⁴¹ Per alcuni significativi dati si v. l'audizione del Governatore della Banca d'Italia nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle tematiche relative al sistema bancario e finanziario preso la Commissione VI della Camera dei deputati, 17 marzo 2008. Tra le iniziative in corso si segnalano i documenti per la consultazione diffusi il 18 marzo 2009 in ordine alla «Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti» e alla «Disciplina dei sistemi di soluzione stragiudiziale delle controversie (cd. Ombudsman)».

questa prospettiva, si potrebbero, ad esempio, introdurre misure volte a semplificare e ad accelerare le pratiche commerciali delle banche relative alla valutazione delle richieste di credito, in considerazione del fatto che l'efficacia incentivante delle dinamiche concorrenziali sui loro comportamenti, in questa particolare congiuntura, appare notevolmente ridotta. Anche adeguati e tempestivi interventi regolamentari e di controllo della Banca d'Italia potrebbero in tal modo utilmente contribuire a fluidificare i flussi di finanziamento all'economia, senza generare rischi, siano essi reali o soltanto 'percepiti', di distorsione politico-amministrativa.

**ADERENTI ALLA ASSOCIAZIONE
PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E DI BORSA**

Allfunds Bank, S.A.
Allianz Bank Financial Advisors, S.p.A.
Anima SGR S.p.A.
Asset Banca S.p.A.
Associazione Nazionale per le Banche Popolari
Banca Agricola Commerciale della Repubblica di San Marino
Banca Agricola Popolare di Ragusa
Banca Aletti & C. S.p.A.
Banca Antoniana - Popolare Veneta
Banca di Bologna
Banca della Campania S.p.A.
Banca Carige S.p.A.
Banca Carime S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.
Banca C. Ponti S.p.A.
Banca CRV - Cassa di Risparmio di Vignola S.p.A.
Banca della Ciociaria S.p.A.
Banca Commerciale Sammarinese
Banca Esperia S.p.A.
Banca Fideuram S.p.A.
Banca del Fucino
Banca Imi S.p.A.
Banca di Imola S.p.A.
Banca per il Leasing - Italease S.p.A.
Banca di Legnano S.p.A.
Banca delle Marche S.p.A.
Banca Mediolanum S.p.A.
Banca del Monte di Parma S.p.A.
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.
Banca Network Investimenti S.p.A.
Banca della Nuova Terra S.p.A.
Banca di Piacenza
Banca del Piemonte S.p.A.
Banca Popolare dell'Alto Adige
Banca Popolare di Ancona S.p.A.
Banca Popolare di Bari
Banca Popolare di Bergamo S.p.A.
Banca Popolare di Cividale
Banca Popolare Commercio e Industria S.p.A.
Banca Popolare dell'Emilia Romagna
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio
Banca Popolare di Garanzia S.p.A.
Banca Popolare di Intra S.p.A.
Banca Popolare Lodi S.p.A.
Banca Popolare di Marostica
Banca Popolare del Mezzogiorno S.p.A.
Banca Popolare di Milano
Banca Popolare di Novara S.p.A.
Banca Popolare di Puglia e Basilicata
Banca Popolare Pugliese
Banca Popolare di Ravenna S.p.A.
Banca Popolare di Sondrio
Banca Popolare di Spoleto S.p.A.
Banca Popolare Valconca
Banca Popolare di Verona - S. Geminiano e S. Prospero S.p.A.
Banca Popolare di Vicenza

Banca Regionale Europea S.p.A.
Banca di San Marino
Banca di Sassari S.p.A.
Banca Sella S.p.A.
Banco di Brescia S.p.A.
Banco di Desio e della Brianza
Banco di Napoli S.p.A.
Banco Popolare Scpa
Banco di San Giorgio S.p.A.
Banco di Sardegna S.p.A.
Barclays Bank Plc
Carichieti S.p.A.
Carifermo S.p.A.
Cariromagna S.p.A.
Cassa Lombarda S.p.A.
Cassa di Risparmio di Alessandria S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ascoli Piceno S.p.A.
Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A.
Cassa di Risparmio di Cento S.p.A.
Cassa di Risparmio Città di Castello S.p.A.
Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.
Cassa di Risparmio di Firenze S.p.A.
Cassa di Risparmio di Foligno S.p.A.
Cassa di Risparmio Friuli Venezia Giulia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza S.p.A.
Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Prato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A.
Cassa di Risparmio della Repubblica di S. Marino
Cassa di Risparmio di Rimini S.p.A.
Cassa di Risparmio di San Miniato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Savona S.p.A.
Cassa di Risparmio della Spezia S.p.A.
Cassa di Risparmio del Veneto S.p.A.
Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A.
Cedacri S.p.A.
Centrale dei Bilanci
Centrobanca S.p.A.
Credito Artigiano S.p.A.
Credito Bergamasco S.p.A.
Credito Emiliano S.p.A.
Credito di Romagna S.p.A.
Credito Siciliano S.p.A.
Credito Valtellinese
CSE - Consorzio Servizi Bancari
Deutsche Bank S.p.A.
Eticredito Banca Etica Adriatica
Euro Commercial Bank S.p.A.
Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo
Federcasse
Findomestic Banca S.p.A.
Interbanca S.p.A.
Intesa SanPaolo S.p.A.
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.
Meliiorbanca S.p.A.
SEC Consorzio Bancario Servizi Informatici
Sedicibanca S.p.A.

SIA-SSB S.p.A.
UBI Banca Scpa
UBI Banca Private Investment S.p.A.
UBI Pramerica SGR S.p.A.
Unibanca S.p.A.
Unicredit Banca S.p.A.
Unicredit Credit Management Bank S.p.A.
Unicredit Banca di Roma S.p.A.
Unicredit MCC S.p.A.
Unicredito Italiano S.p.A.
Unipol Banca S.p.A.
Veneto Banca Holding Scpa

Amici dell'Associazione

Arca SGR S.p.A.
Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno
Banca Intesa a.d. Beograd
Centro Factoring S.p.A.
Finsibi S.p.A.
Fondazione Cassa di Risparmio di Biella S.p.A.
Kpmg S.p.A.
Casse del Centro S.p.A.
Sofid S.p.A.

ELENCO DEGLI ULTIMI QUADERNI PUBBLICATI

PER L'ELENCO COMPLETO DELLE PUBBLICAZIONI ASSBB CONSULTARE IL SITO
www.assbb.it

- N. 200 «I CAMBIAMENTI NELLA REGOLAMENTAZIONE SUI REQUISITI PATRIMONIALI E NEGLI ASSETTI PROPRIETARI DELLE BANCHE»
T. Bianchi - G. Carosio - F.M. Frasca - S. Cassese - luglio 2002
- N. 201 “L'EVOLUZIONE DEI MODELLI ORGANIZZATIVI: IMPLICAZIONI PER L'EFFICIENZA E LA REDDITIVITA' DEI GRUPPI BANCARI”
G. Fiorani - A. Profumo - M. Gasco - P. Gualtieri - P. Gavazzi - luglio 2002
- N. 202 “PROBLEMATICHE DELL'ATTIVITÀ BANCARIA E FINANZIARIA IN ITALIA”
V. Desario - aprile 2003
- N. 203 “I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: ASPETTI GENERALI E QUALITÀ DEL CREDITO”
T. Bianchi - F. Cesarini - D. Croff - maggio 2003
- N. 204 “PREVENZIONE DEI RISCHI OPERATIVI E DISASTER RECOVERY NELLA RECENTE ESPERIENZA DELLE BANCHE ITALIANE”
C. Tresoldi - P. L. Curcuruto - maggio 2003
- N. 205 “I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: I RICAVI DA SERVIZI”
R. Locatelli - P. D. Gallo - giugno 2003
- N. 206 “IL NUOVO DIRITTO SOCIETARIO”
G. Ferrarini - F. Frasca - A. Colombo - luglio 2003
- N. 207 “ORIENTAMENTI MORALI DELL'OPERARE NEL CREDITO E NELLA FINANZA”
G. Vigorelli - F. Cesarini - Dionigi Card. Tettamanzi - novembre 2003
- N. 208 “STRUTTURA E OPERATIVITÀ DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO A DIECI ANNI DAL TESTO UNICO”
P. Abbadessa - F. Panetta - M. Sarcinelli - M. Onado - novembre 2003
- N. 209 “BANCHE/FAMIGLIE: UNA RELAZIONE DI CLIENTELA DA RICONSIDERARE. UN CONTRIBUTO ALL'ANALISI”
T. Bianchi - aprile 2004
- N. 210 “LA TRASPARENZA DELLE OPERAZIONI BANCARIE E LA TUTELA DEL RISPARMIATORE”
G. Alpa - giugno 2004
- N. 211 “L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLE BANCHE”
F. Cesarini - G. Gobbi - R. Lupi - luglio 2004
- N. 212 “EVOLUZIONE DELLA NORMATIVA COMUNITARIA SUI MERCATI E LE NUOVE REGOLE CONTABILI”
M. Anolli - B. Bianchi - M. Venturino - luglio 2004

- N. 213 **“LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE
NELLA PROSPETTIVA DELL'ALLARGAMENTO DELL'UNIONE EUROPEA”**
G. Morcaldo - S. Rossi - M. Lossani - luglio 2004
- N. 214 **“I RAPPORTI DELLE BANCHE CON LE FAMIGLIE:
EVOLUZIONE DEL MERCATO E CANALI DISTRIBUTIVI”**
F. Panetta - C. Fioravanti - G. Auletta Armenise - P. Gualtieri - luglio 2004
- N. 215 **“ALZATEVI, ANDIAMO!”**
L. Ornaghi - S. E. Dionigi Tettamanzi - P. F. Casini - luglio 2004
- N. 216 **“DE GASPERI, RITRATTO DI UNO STATISTA”**
G. Vigorelli - G. Rumi - G. Andreotti - M. R. De Gasperi - dicembre 2004
- N. 217 **“ASPETTI E PROBLEMI DEL FINANZIAMENTO DEGLI ENTI LOCALI”**
G. Vigorelli - P. Giarda - M. T. Salvemini - dicembre 2004
- N. 218 **“LA CUNGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE E
LA GESTIONE DELLE BANCHE ITALIANE NEL 2004”**
G. Morcaldo - S. Rossi - D. Delli Gatti - M. Arpe - luglio 2005
- N. 219 **“METODOLOGIE DI EROGAZIONE DEL CREDITO ALLE IMPRESE:
STATO DELL'ARTE E TENDENZE EVOLUTIVE”**
F. Galmarini - C. Venesio - luglio 2005
- N. 220 **“IL CONTROLLO DEI RISCHI:
NUOVI STRUMENTI E NUOVE REGOLE”**
R. Locatelli - S. Laviola - D. Alfonsi - luglio 2005
- N. 221 **“BANCHE E FINANZA PER LA CRESCITA DELLE IMPRESE”**
M. Perini - E. Piol - luglio 2005
- N. 222 **“RECENTI SVILUPPI E PROSPETTIVE DI CRESCITA DEL MERCATO
DEI DERIVATI FINANZIARI”**
T. Bianchi - F. M. Frasca - M. Faroni - G. Gorno Tempini - luglio 2005
- N. 223 **“LE NUOVE NORME CONTABILI E GLI EFFETTI
SULLE BANCHE E SULLE IMPRESE”**
T. Bianchi - A. Giussani - luglio 2005
- N. 224 **“SUI CONFLITTI D'INTERESSE
NELLE BANCHE, CON DIVAGAZIONE”**
M. Sarcinelli - dicembre 2005
- N. 225 **“CONCORRENZA E CONCENTRAZIONI NEL SISTEMA BANCARIO”**
M. Grillo - dicembre 2005
- N. 226 **“NUOVI SCENARI PER IL SISTEMA BANCARIO TRA CAMBIAMENTI
MACROECONOMICI E INNOVAZIONI NORMATIVE”**
V. Desario - marzo 2006
- N. 227 **“LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE E IL RECUPERO
DI COMPETITIVITÀ DELL'ITALIA E DELL'EUROPA”**
G. Morcaldo - D. Delli Gatti - marzo 2006

- N. 228 **“IL QUADRO ECONOMICO DI RIFERIMENTO E LA REDDITIVITÀ DELLE BANCHE”**
M. Morelli - F. Viola - maggio 2006
- N. 229 **“I RIFLESSI DELLA NUOVA DISCIPLINA DI TUTELA DEL RISPARMIO SUI RAPPORTI TRA BANCHE E CLIENTI”**
T. Bianchi - C. Pisanti - M. Sella - G. Forestieri - maggio 2006
- N. 230 **“I MERCATI BANCARI DELL'EUROPA ORIENTALE: OPPORTUNITÀ E RISCHI”**
C. Salvatori - giugno 2006
- N. 231 **“IL SISTEMA FINANZIARIO E I DIVARI ECONOMICI TERRITORIALI”**
G. Gobbi - C. Ciccolella - M. Jacobini - ottobre 2006
- N. 232 **“TENDENZE DELLA REGOLAZIONE DELLA FINANZA IN TEMPI DI GLOBALIZZAZIONE”**
P. Ranci - C. Mc Carthy - maggio 2007
- N. 233 **“L'IMPATTO DELLA DIRETTIVA MiFID SUI MERCATI”**
M. Anolli - G. Petrella - C. Faissola - G. Cammarano - maggio 2007
- N. 234 **“IL FEDERALISMO FISCALE IN ITALIA: FATTI E PROBLEMI”**
M. Bordignon - F. Ambrosiano - A. Zanardi - A. Staderini - maggio 2007
- N. 235 **“IL CONFLITTO DI INTERESSI NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO: DIAGNOSI E TERAPIE”**
G. Presti - M. Rescigno - maggio 2007
- N. 236 **“IL RUOLO DELLE AUTORITÀ NELLA REGOLAZIONE DELLA FINANZA”**
M. Onado - G. Calabrò - F. Saccomanni - maggio 2007
- N. 237 **“I CONFLITTI D'INTERESSE E I SERVIZI D'INVESTIMENTO”**
T. Bianchi - M. Bianco - M. Sarcinelli - maggio 2007 - luglio 2007
- N. 238 **“LA DIRETTIVA MiFID E GLI EFFETTI DEL SUO RECEPIMENTO”**
V. Conti - G. Sabatini - C. Comporti - maggio 2007 - settembre 2007
- N. 239 **“REGOLE E COMPORTAMENTI: A CHE PUNTO SIAMO?”**
T. Bianchi - C. Faissola - F. Cerchiai - C. Comporti - P. Barucci - G. Carosio
marzo 2008
- N. 240 **“LA CONGIUNTURA MONETARIA INTERNAZIONALE E I CONDIZIONAMENTI DELLA CRISI DEI MUTUI AMERICANI”**
D. Delli Gatti - G. Verga - R. Hamoui - aprile 2008
- N. 241 **“LA SITUAZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE PICCOLE MEDIE IMPRESE”**
G. Gobbi - A. Sanguinetto - P. Modiano - L. Filippa - maggio 2008

- N. 242 **“LA RELAZIONE DI FIDUCIA TRA LA BANCA E IL CLIENTE”**
C. Salvatori - L. Crisigiovanni - F. Anelli - N. Pagnoncelli - maggio 2008
- N. 243 **“IL FUTURO DELL’IMPRESA BANCARIA,
TRA MALIA DELLA FINANZA E RICHIAMO DEL TERRITORIO”**
novembre 2008
- N. 244 **“ESPERIENZE D’AVVIO DEGLI ORGANISMI,
DI VIGILANZA EX D.LGS N. 231/2001”** - novembre 2008
- N. 245 **“ESPERIENZE D’AVVIO DEGLI ORGANISMI,
DI VIGILANZA EX D.LGS N. 231/2001”** - novembre 2008
- N. 246 **“BANCA, IMPRESA E MERCATI: LA SFIDA DELLO SVILUPPO”**
A.M. Tarantola - M. Sarcinelli - T. Bianchi - aprile 2009

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell’Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: assbb@bpci.it

Finito di stampare Aprile 2009

