Il nuovo *Stato salvatore*: strumenti di intervento e assetti istituzionali

Giulio Napolitano

(in corso di pubblicazione in *Giornale di diritto amministrativo*, n. 11/2008)

Sommario: 1. I tempi del mercato e la rincorsa della politica dagli Stati Uniti all'Europa. – 2. Le cause della crisi americana: i fallimenti del mercato e quelli dello Stato. – 3. Gli strumenti di intervento. - 4. Gli assetti istituzionali. - 5. Il coordinamento internazionale e sovranazionale e le soluzioni europee. - 6. Il modello italiano

1. I tempi del mercato e la rincorsa della politica dagli Stati Uniti all'Europa

Di fronte a una crisi finanziaria divenuta via via più grave, il Congresso degli Stati Uniti ha approvato una legge di emergenza per la stabilizzazione economica (*Emergency Economic Stabilization Act of 2008*). Il provvedimento è stato adottato al termine di un *iter* legislativo tanto rapido quanto drammatico, scandito da una continua rincorsa tra i tempi del mercato e quelli della politica.

Dopo alcuni salvataggi di singoli operatori e l'apertura della procedura fallimentare nei confronti di una delle maggiori banche d'affari, il 19 settembre 2008, il Segretario al tesoro, d'intesa con il presidente della *Federal Reserve Bank*, presentava al Congresso una proposta legislativa volta ad affrontare in modo organico il problema della crisi finanziaria e a disciplinare gli strumenti di intervento dei pubblici poteri. La proposta prevedeva il rilascio di un'autorizzazione al Segretario al tesoro ad acquisire titoli legati alla concessioni di mutui immobiliari da banche e intermediari finanziari aventi sede negli Stati Uniti. A tal fine, era richiesto uno stanziamento pubblico pari a settecento miliardi di dollari. Il governo federale, in questo modo, avrebbe potuto pagare un prezzo pari al valore stimato del titolo una volta superata la crisi di fiducia generatasi nel mercato. Si sarebbe così potuto alleviare l'esposizione di banche e altri intermediari attraverso l'iniezione di liquidità finanziaria, riducendo i dubbi sulla loro solvibilità e ripristinando la fiducia del mercato e degli investitori.

Il 24 settembre, con un messaggio televisivo alla Nazione, il Presidente degli Stati Uniti invitava il Congresso ad una spedita approvazione della legge. Altrimenti, si sarebbe determinata un'irreparabile fuga di capitali e si sarebbero privati imprese e consumatori delle risorse necessarie al sostegno dell'economia reale. Il provvedimento, tuttavia, sollevava immediatamente dubbi e critiche. Si censurava l'eccessiva discrezionalità del Segretario al tesoro nel decidere forme e modi dell'intervento di salvataggio. Si lamentava il carattere interventista del piano, capace addirittura di instillare il germe del socialismo nella patria del

capitalismo. Si denunciava il rischio di una regalia di Stato in favore dell'alta finanza di *Wall Street*, nonostante le sue gravi responsabilità, a danno dei contribuenti.

Il 25 settembre, a seguito di un incontro alla Casa Bianca tra il Presidente uscente, i candidati presidenziali e i *leader* del Congresso, i negoziatori di entrambi i partiti annunciavano il raggiungimento di un accordo sulle linee fondamentali del provvedimento. Si decideva di rafforzare la supervisione del Congresso sulle decisioni del Segretario al tesoro. I meccanismi di intervento pubblico venivano accompagnati dall'introduzione di soluzioni maggiormente conformi al mercato, fondate su prestiti garantiti dallo Stato e riduzioni fiscali sul capitale investito. Infine, a tutela del contribuente, si prevedeva la possibilità per lo Stato di diventare azionista delle società coinvolte nell'operazione di salvataggio e si ponevano limiti a remunerazioni e liquidazioni degli amministratori.

Il 28 settembre, tuttavia, la Camera dei Rappresentanti, a sorpresa, bocciava l'accordo. La questione, quindi, passava all'esame del Senato, il quale, il 1° ottobre, procedeva all'approvazione di un nuovo testo ulteriormente emendato, a sua volta ratificato dalla Camera dei Rappresentanti il 3 ottobre. Nella legge approvata dal Congresso sono confluiti il programma di salvataggio, così come presentato dall'amministrazione e successivamente perfezionato nelle procedure e nei controlli in sede parlamentare, l'innalzamento della copertura assicurativa relativa ai depositi bancari, il conferimento alla *Securities and Exchange Commission*-Sec del potere di sospendere i criteri di contabilità *mark-to-market*. A ciò si è aggiunto un pacchetto di misure eterogenee destinate a superare le resistenze dei Rappresentanti più ostili all'intervento, contenente centocinquanta miliardi di dollari di tagli fiscali alle persone fisiche e alle imprese. La legge, inizialmente di soli dodici articoli raccolti in tre pagine, comprende ora quarantasei articoli per un totale di ben centosessantanove pagine.

Forse mai come questa volta la similitudine dello scambio di mercato utilizzata per descrivere il negoziato politico-legislativo tra organi rappresentativi, gruppi di pressione ed enti collettivi pare adeguata a illustrare la complessa trattativa che ha condotto ad accordare benefici e privilegi alle varie fazioni al fine di aggregare il consenso necessario all'approvazione del provvedimento. Emblematiche, in tal senso, sono le molteplici e disparate disposizioni di carattere fiscale e assistenziale.

Le norme relative al vero e proprio programma di salvataggio, che occupano le prime cento pagine del provvedimento in esame, tuttavia, conferiscono all'intervento legislativo del Congresso carattere epocale, per le scelte di politica economica ivi contenute e per l'articolata cornice di regole in cui esse si inscrivono. La legge, infatti, segna la fine di una lunga stagione di fiducia nella capacità di autoregolazione del mercato (par. 2); abilita il Segretario al tesoro all'adozione di una pluralità di iniziative volte a rimediare alla crisi di liquidità degli intermediari finanziari (par. 3); diversamente da quanto originariamente proposto, crea una complessa infrastruttura politico-istituzionale diretta a garantire la legittimazione e l'*accountability* dello *Stato salvatore* (par. 4).

La risposta politico-legislativa statunitense, però, è apparsa tardiva e inidonea a prevenire il propagarsi della crisi finanziaria a livello globale. È rimasto così irrisolto il rapporto tra interventi nazionali e forme di governo e coordinamento a livello internazionale e sovranazionale, come quelle emerse nella riunione dei Ministri economici del G7 dell'11 ottobre. In questa prospettiva, nei prossimi mesi, andrà ridefinito il ruolo che a tal fine può essere svolto dal G7/8, anche nella prospettiva del suo allargamento ad altri Paesi, dal Fondo monetario internazionale, dalla Banca mondiale e dal *Financial Stability Forum*. E bisognerà pensare alla riscrittura delle regole globali in materia di vigilanza finanziaria e di criteri contabili.

Intanto, anche in ambito europeo, nella prima metà di ottobre, gli Stati e le istituzioni comunitarie hanno cercato di rispondere tempestivamente alle sollecitazioni del mercato, con ripetuti incontri e interventi. Dopo alcune misure di salvaguardia adottate autonomamente dai singoli Paesi, il 5 ottobre, gli Stati europei membri del G8 hanno concordato sulla necessità di coordinare a livello europeo gli interventi nazionali di salvataggio. Quindi, il 7 ottobre, il Consiglio dell'Unione europea ha deciso di elevare la soglia di garanzia dei depositi bancari e di introdurre meccanismi di flessibilità nell'applicazione delle regole comunitarie sugli aiuti di Stato e sul Patto interno di stabilità. Infine, il 12 ottobre, il vertice straordinario dei quindici paesi partecipanti alla moneta unica europea, anche sulla base dei primi piani di salvataggio elaborati dal Regno Unito e dall'Italia e delle linee emerse nella riunione del G7, ha stabilito che essi garantiranno i prestiti interbancari e la ricapitalizzazione delle banche in difficoltà fino al termine del 2009. I mercati e le borse sembrano aver reagito positivamente all'adozione di tali misure (par. 5).

In questo contesto, lo Stato italiano ha emanato due decreti legge, il primo del 9 ottobre, il secondo del 13 ottobre, recanti «misure urgenti per garantire la stabilità del sistema creditizio». L'Italia ha così positivamente contribuito prima alla definizione e poi all'esecuzione delle linee di azione concordate in sede europea. Gli strumenti di intervento prescelti, con le misure di ricapitalizzazione pubblica delle banche e le operazioni di garanzia statale a tutela sia dei depositanti sia degli intermediari creditizi, appaiono coerenti con quelli adottati dagli altri paesi del continente. Gli assetti istituzionali, invece, differiscono profondamente, soprattutto rispetto a quelli introdotti negli Stati Uniti (par. 6).

2. Le cause della crisi americana: i fallimenti del mercato e quelli dello Stato

La crisi statunitense appare il frutto di un contestuale fallimento del mercato, della regolazione e della politica.

Il primo fallimento è quello del mercato. Il sistema basato sulla trasformazione dei crediti in prodotti finanziari scambiati sui mercati (*securization*) diffusosi negli ultimi anni ha prodotto molti benefici. Ha contribuito al raggiungimento di elevati livelli di crescita sia negli Stati Uniti, sia

nei paesi in via di sviluppo. E ha consentito di garantire maggiormente gli investitori, di aumentare la sopportabilità dei rischi e, di conseguenza, di allargare la platea di chi può beneficiare di un credito poco oneroso, altrimenti riservato ai più abbienti e alle grandi imprese¹. I pericoli generati dai nuovi strumenti finanziari, tuttavia, sono apparsi via via più gravi². In questo modo, infatti, sono stati messi in circolazione titoli di credito basati su criteri probabilistico-assicurativi e non su garanzie reali. Un ruolo fondamentale, poi, è stato svolto da banche d'affari e operatori creditizi esercenti attività innovative fuori bilancio, invece che da banche commerciali alimentate dalle tradizionali forme di raccolta del risparmio. E sono state coinvolte le assicurazioni che avevano assunto gli accresciuti rischi di insolvenza così generati³.

Per quanto molte responsabilità siano addebitabili al sistema pubblico di regolazione, persino uno dei padri fondatori della scuola di analisi economica del diritto di Chicago ha evidenziato come le cause fondamentali della crisi siano dovute a ben sei fattori, tutti interni al funzionamento dei mercati. Il primo è l'abbondante disponibilità di capitale a costo ridotto, che ha incoraggiato il prestito a tassi di interesse particolarmente vantaggiosi. Il secondo è la 'bolla' finanziaria causata dai bassi tassi di interesse e da un'offerta commerciale di mutui particolarmente aggressiva. Il terzo è la creazione di nuovi strumenti finanziari reputati particolarmente idonei a ridurre i rischi del prestito e ad aumentare il *leverage* ottimale. Il quarto è la difficoltà di vendere agli azionisti una strategia di *business* tradizionale in un contesto caratterizzato dalla 'bolla' immobiliare. Il quinto è il peso dell'incertezza circa l'entità e la durata della 'bolla' e l'adeguatezza degli strumenti finanziari ad evitarne l'impatto negativo. Il sesto è il mancato funzionamento dei controlli societari all'interno degli intermediari finanziari⁴.

Il fallimento del mercato non è stato adeguatamente corretto e, anzi, è stato aggravato dal fallimento della regolazione. Il sistema pubblico di vigilanza, infatti, ha consentito l'assunzione di rischi eccessivi, accontentandosi del rispetto di criteri meramente quantitativi e senza prestare adeguata attenzione alla valutazione qualitativa dei rischi di credito. Inoltre, soprattutto a causa dell'atteggiamento astensionista della *Security Exchange Commission*, si è fatto

¹ Per un'articolata valutazione dei costi e dei benefici dei nuovi strumenti finanziari, si v., da ultimo, *When fortune frowned. A special report on the world economy*, in *The Economist*, 11 ottobre 2008. Nella letteratura italiana, tra gli altri, P. Reichlin, *Ricette che non risolvono la crisi*, in www.lavoce.info, 26 settembre 2008. In precedenza, F. Giavazzi, *Il mercato e la finanza*, in *Corriere della sera*, 20 settembre 2008.

² Per una vigorosa denuncia N. Sarkozy, *Discorso all'Assemblea generale delle Nazioni Unite*, 23 settembre 2008. In precedenza, nella letteratura italiana, si v. G. Tremonti, *La paura e la speranza. Europa: la crisi globale che si avvicina e la via per superarla*, Mondadori, 2008, spec. p. 11 ss. Sui termini teorici di questo dibattito, D. Rodrik e A. Subramanian, *Why Did Financial Globalization Disappoint?*, *working paper*, marzo 2008.

³ Come chiarisce G. Amato, *Il capitalismo ha (ancora) i secoli contati*, in *Il Sole 24 Ore*, 5 ottobre 2008.

⁴ In tal senso, R. Posner, *Equities, Pay Caps, Liquidity: Structuring a Bailout*, in www.becker-posner-blog.com, 6 ottobre 2008.

largo rinvio alla capacità di autoregolazione del mercato. L'eccesso di fiducia in quest'ultima ha influenzato anche la scrittura delle regole contabili. Infine, si è permesso alle banche d'affari di godere di un trattamento differenziato rispetto alle banche commerciali che raccolgono il risparmio tra il pubblico, esonerando le prime da una serie di controlli gravanti sulle seconde. Le autorità di vigilanza sono così risultate incapaci di rispondere efficacemente alle esternalità negative inflitte all'intero sistema finanziario da intermediari deboli, da problemi di agenzia che hanno indotto istituzioni finanziarie e investitori ad un'eccessiva assunzione di rischi, da imperfezioni dell'azione collettiva in ambiti quali gli investimenti in capacità e strutture per la gestione del rischio, le infrastrutture di mercato, il sostegno alla liquidità dei mercati finanziari e la trasparenza⁵.

Il fallimento della regolazione, a sua volta, è figlio di un fallimento della politica⁶. Gli eccessi sul mercato dei mutui *sub-prime* ad alto rischio, infatti, sono stati determinati anche dal perseguimento del sogno americano di una casa per tutti. Prima, nel 2003, era stata approvata una legge, l'*American Dream Downpayment Act*, che consentiva l'acquisto di abitazioni quasi interamente finanziate con prestiti, senza cioè che l'acquirente dovesse investire soldi propri. In questo modo, di fatto, veniva assegnato un sussidio ai compratori più irresponsabili. Nel 2004, quindi, il Dipartimento di *Housing and Urban Development* (una sorta di Ministero per la aree urbane e le politiche abitative) aveva dato esplicito mandato a *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, le agenzie finanziarie beneficiarie della garanzia del Governo federale, di aumentare i prestiti ad alto rischio, così falsando ulteriormente il mercato dei mutui immobiliari. Allo sviluppo di queste linee di indirizzo politico, probabilmente, non era stata estranea nemmeno l'intensa attività di *lobbying* svolta dai principali intermediari finanziari che avevano raccolto mutui immobiliari e accordato consistenti contributi alle campagne elettorali di molti membri del Congresso (soprattutto nei confronti dei deputati eletti nelle circoscrizioni a più alta concentrazione di mutui *sub-prime*).

L'*Emergency Economic Stabilization Act*, in questo contesto, costituisce una risposta necessaria ancorché tardiva ad una pluralità di contestuali fallimenti, a cominciare da quello del mercato. Sarebbe d'altra parte paradossale esonerare il mercato da ogni responsabilità con l'argomento che lo Stato non ha fatto abbastanza per regolarlo. Ancora più ingenuo e fuorviante, però, sarebbe considerare la prova odierna come il segno del fallimento del capitalismo, ormai destinato ad essere soppiantato da un nuovo statalismo. Si potrebbe anzi sostenere provocatoriamente che il sistema capitalistico, con il fallimento degli intermediari finanziari più esposti, abbia funzionato perfettamente, espellendo dal mercato gli operatori che hanno tenuto condotte palesemente sbagliate e irresponsabili⁷. D'altra parte, cicli di sviluppo e di crisi sono connessi al capitalismo. Lo Stato,

⁵ In questi termini, M. Draghi, *L'attuale crisi e oltre*, intervento al Simposio della *Federal Reserve Bank*, Kansas City, 22 agosto 2008.

⁶ Lo ha ricordato al lettore italiano G. Tabellini, *Una cattiva politica dietro la crisi della politica*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 settembre 2008.

⁷ In tal senso, ad esempio, C. Wyplosz, *Ma il capitalismo è vivo*, in www.lavoce.info, 29 settembre 2008.

a seconda dei casi, può soltanto aggravare o alleviare gli effetti di tali processi, come avvenuto nella crisi del 1929⁸.

Oggi, con il nuovo programma di salvataggio, si mettono a carico del bilancio pubblico perdite private, si statalizzano beni e titoli, si nazionalizzano banche. Nel sistema finanziario penetra così un tasso di pubblicità impensabile soltanto fino a pochi mesi fa⁹. Difficilmente, però, questo sarà il segno dominante dei futuri rapporti tra Stato ed economia. Si tratta, piuttosto, di 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 nel tempo¹⁰. 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 imprenditore.

La diffusione globale dell'economia di mercato, d'altra parte, è destinata ad accrescere taluni tipi di intervento pubblico. Già all'indomani della privatizzazione e della liberalizzazione era emerso un primo paradosso. Si era infatti notato come l'apertura dei mercati, almeno in una prima fase (ma la transizione, ben presto, è apparsa più lunga del previsto), richiedesse nuove e più stringenti regole e procedure proprio per assicurare il funzionamento della concorrenza¹¹.

La crisi statunitense e i meccanismi individuati per porvi rimedio, oggi, evidenziano l'esistenza di un secondo paradosso. Il crescere della dematerializzazione finanziaria e della *deregulation* dei sistemi di vigilanza fa (ri)emergere la figura dello *Stato salvatore*, protagonista di interventi pubblici emergenziali sconosciuti nella stagione della direzione e dell'occupazione pubblica del mercato. Ciò vale soprattutto quando si tratta di coprire l'esposizione debitoria degli intermediari finanziari per tutelare la stabilità del sistema economico e il valore del risparmio. Lo *Stato salvatore*, tuttavia, intende non negare il valore del mercato, ma, al contrario, ripristinarne il corretto funzionamento. Persino la nazionalizzazione, in questa prospettiva, può costituire uno strumento di salvaguardia del libero mercato¹².

⁸ Per questa osservazione, si v. ancora R. Posner, *Equities, Pay Caps, Liquidity: Structuring a Bailout*, cit. Sugli errori politici commessi all'indomani della crisi del 1929, A. Alesina, *Tanti errori da non ripetere*, in *Il Sole 24 ore*, 17 settembre 2008.

⁹ Come avvertito già da D. Siniscalco, *Governi alle porte. Crisi del credito e fondi sovrani, in Mercato concorrenza regole*, 2008, p. 75 ss.

¹⁰ Per tale valutazione, si v. ancora G. Amato, *Il capitalismo ha (ancora) i secoli contati*, cit.

¹¹ In tal senso, ad esempio, R. Posner, *The Effects of Deregulation on Competition: The Experience of The United States*, in *Fordham International Law J.*, 23, 2000, p. 7 ss. Viene così smentita l'immagine retorica di un'inevitabile 'caduta' del diritto amministrativo, come riconosce lo stesso R. Posner, *The Rise and Fall of Administrative Law*, in *Chicago-Kent Law Rev.*, 72, 1997, p. 953 ss. Nella letteratura italiana, S. Cassese, *Quattro paradossi sui rapporti tra poteri pubblici ed autonomie private*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2000, p. 389 ss.

¹² Per parafrasare il titolo dell'*editorial comment* del *Financial Times* del 13 ottobre 2008, «nationalise to save the free market».

Il programma di salvataggio statunitense e quelli poi sviluppati dai Paesi europei ci ricordano così che il ruolo economico dello Stato non si esaurisce nella correzione dei tradizionali fallimenti del mercato, costituiti dalla presenza di beni pubblici, dall'esistenza del potere di mercato e di condizioni di asimmetria informativa o dal manifestarsi di esternalità, volte a ripristinare condizioni di efficienza allocativa. Fondamentale appare anche la funzione di stabilizzazione svolta dallo Stato. Questa viene spesso trascurata nelle stagioni di espansione dell'economia e del mercato, ma è destinata a riemergere all'improvviso nelle situazioni di crisi, soprattutto finanziaria¹³. Ciò vale a maggior ragione nell'odierno contesto socio-economico, caratterizzato dall'emersione della dimensione fondamentale del rischio¹⁴.

3. Gli strumenti di intervento

Sono molti, peraltro, i modi in cui lo Stato può assolvere la sua funzione salvifica. La legge approvata dal Congresso statunitense autorizza il Segretario al tesoro ad adottare il *Troubled Asset Relief Program* al fine di acquistare oppure di assumere impegni all'acquisto di strumenti finanziari «problematici», emessi prima del 14 marzo 2008. Questi sono di due tipi. Il primo è costituito dai titoli relativi a mutui immobiliari. Il secondo riguarda qualsiasi altro strumento finanziario cui il Segretario, previa comunicazione al Congresso, ritenga opportuno estendere l'intervento pubblico. Il salvataggio pubblico può contare su una provvista finanziaria pari a settecento miliardi di dollari, disponibili gradualmente nel tempo. Le operazioni sono condotte ai termini e alle condizioni determinati dal Segretario stesso, in conformità ai vincoli di legge e alle linee di intervento previamente fissate e pubblicate.

Il Segretario, quindi, è chiamato ad esercitare ogni diritto connesso ai titoli acquistati. Egli, pertanto, può vendere, concedere prestiti, riacquistare e concludere transazioni finanziarie sui titoli. Le somme così incassate sono trasferite all'erario e destinate alla riduzione del debito pubblico. Nello svolgimento di tali operazioni, il Segretario può anche derogare alla disciplina vigente in materia di procedure contrattuali.

Il Segretario è chiamato ad utilizzare i suoi poteri in modo da minimizzare ogni possibile impatto negativo di lungo termine sui contribuenti, valutando gli effetti diretti, i ritorni potenziali dei titoli acquisiti, i benefici economici generali, inclusi quelli derivanti dal miglioramento dell'attività economica, la disponibilità

¹³ Si v., per tutti, J. Stiglitz, *Economics of the public sector*, III ed., New York-London, Norton & Company, 2000, p. 85.

¹⁴ Come ha recentemente ricordato al lettore italiano G. Vaciago, *Piani di salvataggio già vecchi. Per i nuovi rischi, nuovi rimedi*, in *Il Sole 24 Ore*, 2 ottobre 2008. Sulla società del rischio e le politiche necessarie a governarla, U. Beck, *Risikogesellschaft* (1986), trad. it., *La società del rischio*, Roma, Carocci, 2000; R.B. Ericson e K.D. Haggerty, *Policing the Risk Society*, Toronto, University of Toronto Press, 1997; *The Risk Society and Beyond. Critical Issues for Social Theory*, a cura di B. Adam, U. Beck e J. Van Loon, Sage Publications, London, 2000.

del credito e l'impatto sui risparmi e le pensioni dei singoli, nonché la riduzione nelle perdite del governo federale. A tal fine, il Segretario manterrà i titoli fino alla loro scadenza o in vista di una successiva rivendita per tutto il tempo necessario a far maturare condizioni di mercato ottimali, in modo da massimizzare il valore per i contribuenti e il ritorno finanziario dell'investimento governativo.

L'impianto necessariamente dirigistico del provvedimento di salvataggio, peraltro, è temperato dall'adozione di una serie di misure. Da un lato, si promuove il coinvolgimento del settore privato nell'attuazione del programma. Il Segretario, infatti, dovrà incoraggiare i privati a partecipare all'acquisto dei titoli 'infetti' e a investire nelle istituzioni finanziarie. Dall'altro, l'intervento pubblico deve svolgersi secondo meccanismi di mercato. Ogni acquisto deve essere effettuato al prezzo idoneo al salvataggio che risulti più basso; inoltre, al fine di massimizzare l'efficienza finanziaria pubblica, deve essere privilegiato il ricorso a procedure d'asta.

Nonostante correttivi e temperamenti, questi strumenti di intervento sono stati criticati da diversi punti di vista. In via generale, si è osservato come l'intervento di salvataggio dello Stato generi un problema di *azzardo morale*: cioè, incentivi in futuro le condotte irresponsabili degli operatori bancari e degli altri intermediari finanziari una volta che questi apprendono di poter comunque contare sul soccorso pubblico¹⁵.

Più in particolare, poi, si è denunciata l'impossibilità di stabilire il giusto prezzo dei titoli problematici da acquisire o assicurare. Il criterio di riferimento, infatti, non può essere costituito dal prezzo di mercato, posto che proprio il crollo di quest'ultimo è all'origine della crisi di liquidità degli operatori finanziari. Il pagamento di un prezzo necessariamente superiore a quello di mercato, tuttavia, rischia di tradursi in un indebito favore nei confronti degli operatori finanziari e del loro *management*, a danno dei contribuenti¹⁶.

Questo specifico rischio, peraltro, può essere ridotto dal ricorso a meccanismi d'asta. Esistono, infatti, vari meccanismi che possono indurre venditori o acquirenti di beni e titoli a 'dire la verità' sul loro valore. Il sistema dell'asta può risultare particolarmente utile se lo Stato non compra automaticamente tutti i titoli offerti dalle banche, in modo che queste ultime siano costrette a competere le une con le altre. La concorrenza, inoltre, può essere accresciuta scaglionando le aste nel tempo¹⁷. Per quanto riguarda poi il pericolo di un indebito arricchimento degli amministratori, questo può essere limitato dalla fissazione di tetti ai compensi e alle liquidazioni degli operatori soccorsi dallo Stato.

¹⁵ Questo rischio è diffusamente denunciato da molti economisti: tra gli altri, G. Becker, *The Crisis of Global Capitalism?*, in www.becker-posner-blog.com, 21 settembre 2008.

¹⁶ Sul problema, nella letteratura italiana, L. Spaventa, *Pragmatica difesa del piano americano*, in www.lavoce.info, 29 settembre 2008. Del medesimo autore, per una soluzione parzialmente diversa, *How a new Brady bond could ease the strain*, in *Financial Times*, 11 aprile 2008; Id., *Avoiding Disorderly Deleveraging*, in Cepr, Policy Insight, n. 22, Maggio 2008.

¹⁷ In tal senso, G. Becker, *Government Equity in Private Companies: A Bad Idea*, in www.becker-posner-blog.com, 6 ottobre 2008.

Un ulteriore correttivo, a tutela del contribuente, è costituito dalla partecipazione pubblica al capitale azionario degli operatori finanziari. Si tratta di una soluzione consentita dall'*Emergency Economic Stabilization Act*, data la flessibilità della nozione di *troubled asset* in esso accolta, capace di comprendere qualsiasi strumento finanziario. Il Segretario si è orientato in tal senso, dopo le prime risposte negative della borsa al progetto di acquisto dei soli titoli 'tossici' legati ai mutui immobiliari e l'iniziale successo della diversa ricetta europea, fondata proprio sull'ingresso dei pubblici poteri nel capitale azionario delle banche¹⁸. Sul piano teorico, quest'ultima opzione vede su fronti contrapposti anche i maggiori alfieri del libero mercato. Da un lato, vi è chi rimane fermo nel sostenere che il coinvolgimento dello Stato nel capitale azionario sia «una cattiva idea». Ciò, infatti, finisce inevitabilmente per coinvolgere lo Stato nelle decisioni aziendali e societarie. L'esperienza, però, dimostra come l'azionista pubblico assuma le sue decisioni sulla base di criteri politici, invece che economici, con effetti distorsivi sul funzionamento del mercato e sulla sua efficienza¹⁹. Dall'altro, vi è chi riconosce che lo Stato, in generale, non è un buon azionista. Ma in talune circostanze, come quella odierna, l'intervento diretto può essere valutato positivamente in considerazione del suo carattere temporaneo²⁰.

Un'alternativa finora rimasta sulla carta e senza dubbio meno invasiva, ma più incerta nei tempi e negli effetti, è costituita dalla costruzione di sistemi di incentivazione all'effettuazione di aumenti di capitale da parte degli stessi intermediari finanziari e dall'imposizione di uno scambio debito-azioni tra gli attori privati coinvolti²¹.

4. Gli assetti istituzionali

L'*Emergency Economic Stabilization Act* affida al Segretario vasti poteri. Tra questi, quello di adottare il *Troubled Asset Relief Program* e di assumere impegni ad acquistare i titoli 'infetti' dalle istituzioni finanziarie secondo i termini e le condizioni stabilite dal medesimo. Il Segretario, quindi, è autorizzato ad assumere tutte le decisioni e le azioni necessarie all'attuazione del Programma, ivi compreso il potere di nominare i funzionari e gli impiegati ad esso preposti, di stipulare contratti, di designare istituzioni finanziarie quali agenti del governo federale ai fini dello svolgimento dei compiti richiesti dal Programma. Inoltre, allo scopo di riconoscere al Segretario la flessibilità necessaria ad amministrare i

¹⁸ Si v., in tal senso, lo *Statement by Secretary H.M. Paulson, Jr. on actions to protect the U.S. economy*, 14 ottobre 2008, in cui si annuncia che, data la gravità della situazione, «the Treasury will purchase equity stakes in a wide array of banks and thrifts», pur nella consapevolezza che «government owning a stake in a private firm is objectionable to most Americans».

¹⁹ Così ancora G. Becker, *Government Equity in Private Companies: A Bad Idea*, cit, che tra i vari esempi negativi indica anche quello di Alitalia.

²⁰ Questa, invece, è la tesi di R. Posner, *Equities, Pay Caps, Liquidity: Structuring a Bailout*, cit.

²¹ Sulla prima ipotesi, R. Rajan, *Desperate times need the right measure*, in www.FT.com, 19 settembre 2008; sulla seconda L. Zingales, *Dove sbaglia Paulson*, in www.lavoce.info, 22 settembre 2008.

titoli in modo da ridurre i costi per i contribuenti, egli può avvalersi di tutti gli strumenti finanziari utili ad acquistare, detenere e vendere i titoli e le relative obbligazioni, nonché emanare regole, raccomandazioni e istruzioni.

Ancora una volta, dunque, l'emergenza, sia essa economica, oppure legata alla minaccia terroristica o a eventi naturali, conduce ad un rafforzamento delle prerogative del potere esecutivo a scapito degli altri poteri dello Stato²². Tutte le competenze decisionali, infatti, sono attribuite direttamente all'organo politico posto al vertice dell'amministrazione. In questo caso, per l'attuazione del piano, il Segretario si avvale di un apposito Ufficio per la stabilità finanziaria, istituito nell'ambito del medesimo Dipartimento del tesoro. L'Ufficio sarà guidato da un Sottosegretario, nominato direttamente dal Presidente, con il parere vincolante del Senato.

La riserva della competenza in favore di organi politici e amministrazioni operanti al loro servizio può considerarsi socialmente preferibile, ove si consideri che l'esercizio della funzione di salvataggio comporta la spendita di un elevato ammontare di denaro pubblico, può determinare effetti redistributivi profondi e diffusi, postula scambi complessi per costruire il consenso o raggiungere l'efficienza. L'attribuzione della competenza in favore degli organi politici, d'altra parte, può giustificarsi anche alla luce del comportamento opportunistico degli organi elettivi, i quali cercano semplicemente di massimizzare la propria sfera di influenza. Per questa ragione, gli attori politici di norma preferiscono esercitare direttamente o attraverso amministrazioni serventi tutte le funzioni utili alla costruzione di coalizioni vincenti e alla sollecitazione di finanziamenti elettorali²³.

Anche l'ambito di discrezionalità riconosciuto all'organo politico deve essere ampio. Il contesto economico-finanziario in cui sono assunte scelte e decisioni è largamente imprevedibile. Ciò, inevitabilmente, aumenta i costi della rigidità. L'esistenza di un controllo diffuso e di un ambiente imprevedibile fanno allora pendere la bilancia in favore del riconoscimento di un largo margine di discrezionalità in favore del decisore pubblico. L'esistenza di un'ampia discrezionalità, a sua volta, richiede che essa sia esercitata da organi politici o comunque scelti su base fiduciaria²⁴.

²² Sul fenomeno generale, B. Ackerman, *The Emergency Constitution*, in *Yale Law Journal*, 113 (2003-2004), p. 1029 ss.; O. Gross e F.N. Aoláin, *Law in Times of Crisis: Emergency Powers in Theory and Practice*, New York, Cambridge University Press, 2006; D. Dyzenhaus, *The Constitution of Law: Legality in a Time of Emergency*, New York, Cambridge University Press, 2006. Nella letteratura italiana si v. gli atti del Convegno su *Il diritto amministrativo dell'emergenza* (Roma, 6-7 ottobre 2005) in Associazione italiana dei professori di diritto amministrativo, *Annuario 2005*, Milano, Giuffrè, 2006, p. 5 ss.; da ultimo, A. Fioritto, *L'amministrazione dell'emergenza tra autorità e garanzie*, Bologna, il Mulino, 2008. In chiave politologica, sulle convergenze tra sistema statunitense e sistemi europei nel *Crisis Management*, S. Fabbrini, *Compound Democracies. Why the United States and Europe Are Becoming Similar*, New York, Oxford University Press, 2007, p. 276 ss.

²³ Si cfr. A. Alesina e G. Tabellini, *Bureaucrats or politicians?*, I-II, mimeo 2006-2007.

²⁴ Sul 'gioco della delega' e sul 'gioco delle regole' a livello amministrativo, R.D. Cooter, *The Strategic Constitution*, Princeton, Princeton University Press, 2000.

Eppure, il passaggio dal testo originariamente proposto dall'Amministrazione a quello approvato dal Congresso ha modificato profondamente il quadro giuridico e il sistema dei controlli entro cui il Segretario è chiamato ad operare. Inizialmente, le decisioni di quest'ultimo non erano ancorate a obiettivi funzionali, a presupposti sostanziali, a vincoli procedurali. Inoltre, era espressamente escluso qualsiasi controllo, sia da parte di organi di garanzia e autorità di vigilanza, sia da parte delle corti. Anche il potere di controllo del Congresso era debole e mal congegnato.

La legge approvata dal Congresso, invece, definisce un'organica infrastruttura istituzionale dello *Stato salvatore*. La diversa soluzione legislativa è prevalsa grazie alla posizione negoziale particolarmente forte in cui il Congresso si è trovato rispetto al potere esecutivo e al suo Presidente. Quest'ultimo, infatti, è ormai giunto alla fine del mandato ed è ritenuto dall'opinione pubblica corresponsabile della crisi finanziaria e più in generale economica che affligge il paese. Il Congresso, al contrario, dopo il turno elettorale di due anni fa, appare riflettere in modo più fedele le preferenze dominanti tra i cittadini. Inoltre, in una situazione di incertezza circa gli esiti della prossima elezione presidenziale, entrambi i partiti hanno preferito adottare una strategia assicurativa diretta ad aumentare i controlli diretti e indiretti sull'azione del potere esecutivo, chiunque sarà in futuro chiamato a guidarla.

Nella legge approvata dal Congresso, innanzi tutto, è puntualmente determinato l'assetto degli interessi tutelati dal Programma. Nell'esercizio delle sue azioni, infatti, il Segretario: a) tutela l'interesse dei contribuenti, massimizzando il ritorno complessivo delle operazioni compiute e minimizzandone l'impatto sul debito nazionale; b) stabilizza i mercati finanziari al fine di limitare l'impatto della crisi sull'economia nazionale e salvaguardare così i posti di lavoro, i risparmi e la sicurezza delle pensioni americane; c) aiuta le famiglie a mantenere le loro case; d) utilizza i fondi nel modo più efficiente possibile; e) assicura che tutte le istituzioni finanziarie siano chiamate a partecipare al programma senza discriminazioni.

Quindi, sono definiti i vincoli procedurali cui è sottoposta l'attuazione del Programma. In particolare, il Segretario è tenuto a indicare previamente le linee guida del suo intervento. Queste devono contenere i meccanismi di acquisto dei titoli, i metodi per la definizione dei prezzi e dei valori dei titoli, le procedure per la selezione degli amministratori, i criteri per l'identificazione dei titoli da acquistare. Inoltre, il Segretario deve adottare regole e procedure volte a prevenire conflitti di interesse e assumere tutte le azioni necessarie a impedire l'ingiusto arricchimento da parte delle istituzioni finanziarie partecipanti al Programma.

Infine, è previsto un articolato sistema di controlli, affidati ad una pluralità di organi diversi. Alcuni sono stati appositamente istituiti e hanno carattere transitorio; altri vedono estese le proprie competenze. L'idea di fondo è che

l'azione del Segretario debba essere sottoposta ad un insieme di controlli legali e politici²⁵.

In primo luogo, a livello esecutivo, opera il *Financial Stability Oversight Board*. Si tratta di un organo a tempo, composto, oltre che dal Segretario al tesoro e da quello per le abitazioni e lo sviluppo urbano, dal Presidente del *Board of Governors* del *Federal Reserve System*, dal Presidente della *Securities Exchange Commission* e dal Direttore della *Federal Housing Finance Agency*. In via generale, il *Board* deve assicurare che le iniziative assunte dal Segretario siano effettivamente conformi agli obiettivi perseguiti dalla legge, agli interessi economici degli Stati Uniti e a quelli dei contribuenti. A tal fine, il *Board* ha il compito di sottoporre a revisione gli atti con cui il Segretario e l'Ufficio per la stabilità finanziaria attuano il Programma, ivi compresi la nomina degli agenti finanziari, l'individuazione dei titoli da acquistare e i piani di intervento volta per volta adottati. Il *Board*, quindi, può istituire un Comitato per il *Credit review* con lo scopo di valutare il modo in cui è stato esercitato il potere di acquisto dei titoli. Il Comitato, inoltre, può rivolgere raccomandazioni al Segretario su come esercitare i suoi poteri e presentare rapporti su ogni caso sospetto di frode o di truffa.

A livello parlamentare, invece, opera il *Congressional Oversight Panel*. Anche questo è un organo temporaneo composto da cinque membri: quattro sono equamente divisi tra maggioranza e opposizione e tra Camera e Senato; il quinto è nominato dallo *Speaker* della Camera e dal *leader* di maggioranza del Senato, dopo aver consultato i *leader* di minoranza del Senato e della Camera. Il *Panel* ha il compito di monitorare l'andamento dei mercati finanziari e la funzionalità del sistema regolatorio. Il *Panel* dovrà predisporre una serie di rapporti. Tra questi, in particolare, quello sulle iniziative assunte dal Segretario nell'ambito del Programma, sugli effetti degli acquisti dei titoli sui mercati e sulle istituzioni finanziarie, sull'osservanza di principi di trasparenza del mercato, sulla capacità di minimizzare i costi di lungo termine per i contribuenti. A ciò si aggiunge uno speciale rapporto sulla riforma regolatoria dell'intero sistema finanziario e delle norme di vigilanza, volto a rafforzare la tutela dei consumatori. Il *Panel*, a tali fini, può svolgere audizioni, assumere testimonianze e acquisire informazioni e dati ufficiali.

Quindi, si prevede l'intervento del *Comptroller General* degli Stati Uniti. Questi è chiamato ad esercitare il controllo su basi ordinarie di tutte le attività e le operazioni svolte nell'ambito del Programma anche da parte dei soggetti privati e dei veicoli finanziari in esso coinvolti, allo scopo di verificare il conseguimento degli obiettivi prefissati. A tal fine, il Segretario deve mettere a disposizione del Controllore tutte le risorse e le informazioni necessarie all'esercizio della vigilanza. Il Controllore, ogni sessanta giorni, presenta un rapporto su quanto accertato alle competenti commissioni del Congresso. Il Controllore, infine,

²⁵ Per la tesi che, in determinati contesti, i controlli politici possano risultare più rapidi ed efficaci di quelli legali, M. Tushnet, *The political constitution of emergency power: parliamentary and separation-of-powers regulation*, in *International Journal of Law in Context*, 3 (2007), p. 275 ss.

sottopone ad *audit* le dichiarazioni finanziarie presentate annualmente nell'ambito del Programma.

Un ulteriore organo di controllo è costituito dallo *Special Inspector General* appositamente istituito per vigilare sull'attuazione del Programma. L'Ispettore è nominato dal Presidente, con il parere vincolante del Senato, sulla base di criteri di integrità e di provata competenza in materia di controllo gestionale, analisi finanziaria, assistenza legale. Compito dell'Ispettore è condurre, supervisionare e coordinare attività di valutazione e di investigazione circa l'acquisto, la gestione e la vendita degli titoli da parte del Segretario, attraverso l'acquisizione e l'elaborazione di informazioni in ordine alle categorie di titoli acquisiti, alle ragioni che hanno giustificato l'acquisto, alle istituzioni finanziarie da cui sono stati acquisiti i titoli, alle persone chiamate ad amministrarli, ai profitti e alle perdite derivanti dalla loro gestione, ai contratti di assicurazione eventualmente stipulati.

Infine, le decisioni assunte del Segretario in attuazione della legge sono sottoposte a sindacato giurisdizionale. La proposta originaria intendeva assicurare al Segretario una totale immunità. Si stabiliva, infatti, che ogni decisione in materia rientrava nell'ambito della sua discrezionalità e che non era pertanto assoggettabile a sindacato o revisione né da parte delle corti né da parte di altre autorità pubbliche. Questa soluzione è stata rigettata dal Congresso, con la conseguenza che gli atti adottati dal Segretario e dai suoi uffici strumentali possono essere annullati se ritenuti arbitrari, abusivi o contrari alla legge. Tuttavia, non possono essere adottate ingiunzioni e altre forme di *equitable relief* contro le azioni di acquisto, assicurazione e gestione dei titoli, se non per porre rimedio ad una violazione della Costituzione. Inoltre, qualsiasi richiesta di sospensione deve essere accolta o respinta entro tre giorni. Il giudizio cautelare e quello di merito, a loro volta, devono svolgersi secondo il rito accelerato. Nessuna azione, infine, può essere promossa da singoli e dalle società che partecipano al Programma, a meno che ciò non sia esplicitamente previsto nel contratto stipulato con il Segretario.

Il quadro giuridico-istituzionale risultante da questo articolato sistema di controlli è molto diverso da quello inizialmente proposto. L'idea secondo cui il governo dell'emergenza economica richieda l'imputazione agli organi politici del potere esecutivo di scelte ampiamente discrezionali perenni e appare coerente con criteri di efficiente allocazione delle competenze. Allo stesso tempo, però, considerando la delicatezza delle scelte da compiere, l'entità delle risorse pubbliche coinvolte, la profondità degli effetti redistributivi generati, è parso necessario costruire un'adeguata infrastruttura giuridico-istituzionale del governo dell'emergenza, che coinvolge tutti i poteri dello Stato. Il sistema così costruito, nonostante taluni limiti, è dunque destinato ad accrescere la legittimazione democratica, la trasparenza e l'*accountability* dello *Stato salvatore*. L'efficacia della sua azione, tuttavia, richiede che le strategie dominanti del Segretario e dei suoi contropoteri siano di tipo cooperativo. Altrimenti, veti incrociati e sabotaggi finiranno per paralizzare i programmi di salvataggio e per aumentare, anziché ridurre, la crisi di fiducia sui mercati.

5. Il coordinamento internazionale e sovranazionale e le soluzioni europee

L'*Emergency Economic Stabilization Act*, naturalmente, si preoccupa delle banche e degli intermediari finanziari aventi sede negli Stati Uniti: quelle straniere, pertanto, non potranno beneficiare direttamente di alcun sostegno. A tale riguardo, la legge americana si limita ad autorizzare il Segretario a coordinarsi, laddove appropriato, con le autorità finanziarie e le banche centrali straniere nell'adozione e nell'attuazione di altri programmi di salvataggio.

Di fronte alle crisi economiche di mercati ormai globali, però, si sono moltiplicati gli appelli a soluzioni concertate a livello internazionale e sovranazionale²⁶. Le misure adottate dagli Stati, d'altra parte, finiscono spesso per privilegiare l'interesse nazionale anche a danno dei paesi vicini. Rafforzare il ruolo delle istituzioni internazionali e sovranazionali, invece, consentirebbe di prevenire questo tipo di comportamenti opportunistici; di colmare le lacune dell'architettura regolatoria globale che hanno consentito agli operatori finanziari di minimizzare le riserve; di evitare che i paesi in via di sviluppo siano pregiudicati dall'improvvisa privazione degli investimenti stranieri²⁷.

All'indomani dell'approvazione della legge statunitense, i tentativi di coordinamento a livello globale non sono mancati. Vertici e incontri internazionali si sono susseguiti nel volgere di pochi giorni. Molto importante, in particolare, è stata la riunione dei Ministri economici del G7 dell'11 ottobre in cui, per la prima volta, si è delineato un insieme di regole e di interventi comuni. Intanto, mentre la crisi raggiungeva il suo apice, il 9 ottobre vi è stato il contemporaneo intervento delle banche centrali volto ad abbassare di mezzo punto i tassi di interesse. Il ruolo delle istituzioni internazionali e sovranazionali, però, appare tuttora limitato. Per questa ragione, è sempre più forte la richiesta di una profonda riforma del Fondo monetario internazionale e della Banca mondiale²⁸ e di una maggiore integrazione della vigilanza finanziaria, secondo le prime indicazioni già fornite alcuni mesi fa dal *Financial Stability Forum*²⁹. In tale contesto, si annuncia anche una revisione degli accordi di Basilea e dei criteri

²⁶ Si v., ad esempio, *Rescuing Our Jobs And Savings; What G7/8 Leaders Can Do To Solve The Global Credit Crisis*, a cura di B. Eichengreen e R. Baldwin, a VoxEu.org Publication, Centre for Economic Policy Research (Cepr), London, 2008.

²⁷ Per questa impostazione, D. Strauss-Kahn, *Wanted urgently: a comprehensive and global solution*, in *Financial Times*, 8 ottobre 2008.

²⁸ Sulle varie ipotesi di riforma delle istituzioni sovranazionali, G. Amato, *Bretton Woods 2, un Fmi che non guardi in faccia a nessuno*, in *Il Sole 24 Ore*, 19 ottobre 2008; R. Zoellick, *È l'ora di un vero multilateralismo*, *ivi*.

²⁹ Si v., in particolare, il *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, del 7 aprile 2008 e il suo *Follow-up on Implementation*, del 10 ottobre 2008. Sul rafforzamento della *governance* del sistema finanziario globale, M. Draghi, *Misure ancora più coraggiose*, in *Il Sole 24 Ore*, 18 ottobre 2008.

contabili fino ad oggi applicati³⁰. E si comincia a discutere sul ruolo che può essere svolto dai fondi sovrani, ora concepiti come preziose fonti di liquidità finanziaria, ora come pericolosa minaccia alla stabilità degli *asset* strategici degli Stati occidentali³¹.

Il problema di ricercare soluzioni coordinate riguarda naturalmente anche l'Europa³². La situazione più grave si è inizialmente manifestata nel Regno Unito, in Islanda e in Irlanda. Negli altri paesi europei, compresa l'Italia, il minor grado di innovazione finanziaria e il miglior funzionamento della vigilanza pubblica, almeno in parte, sembrano aver limitato l'esposizione al rischio delle banche e degli altri intermediari. Di fronte all'inarrestabile propagarsi della crisi anche nel vecchio continente, gli Stati europei membri del G8, nella riunione di Parigi del 5 ottobre, hanno concordato sulla necessità di coordinare a livello europeo gli interventi nazionali di salvataggio. Il 7 ottobre, quindi, il Consiglio dell'Unione europea ha convenuto sulla necessità di elevare la soglia di garanzia dei depositi bancari e di introdurre meccanismi di flessibilità nell'applicazione delle regole comunitarie sugli aiuti di Stato e sul Patto interno di stabilità. Non è stata, invece, accolta la proposta franco-italiana di un unico fondo europeo per la gestione comune delle crisi. Né, per il momento, è stato avviato alcun progetto normativo volto ad accentrare a livello europeo le competenze in materia di vigilanza finanziaria, ad esempio attribuendole alla Banca centrale europea o ad un'Autorità appositamente istituita³³. Il Consiglio dell'Unione europea, tuttavia, ha stabilito che ciascun paese, nell'adottare misure nazionali, dovrà agire in stretto coordinamento con i *partner* comunitari.

Le mosse inizialmente adottate a livello nazionale al di fuori di qualsiasi concertazione in sede europea, d'altra parte, erano apparse immediatamente inadeguate o distorsive. Già in febbraio il Regno Unito aveva provveduto al salvataggio di una delle più importanti banche nazionali. Alla fine di settembre, anche i paesi del Benelux e la Francia hanno deliberato l'ingresso pubblico nel capitale di alcune banche. L'Irlanda, invece, ha deciso di garantire per due anni la totalità dei depositi nei principali istituti di credito del paese, provocando così un

³⁰ Su questa prospettiva, si v. L. Zingales, *La via obbligata porta a Basilea 3*, in *Il Sole 24 Ore*, 15 ottobre 2008.

³¹ Sulla rilevanza di questo tema, nella letteratura italiana, D. Siniscalco, *Governi alle porte. Crisi del credito e fondi sovrani*, cit., spec. p. 80 ss.

³² Un appello in tal senso è stato presentato da un gruppo di economisti consorziati nei siti www.voxeu.com e www.lavoce.info. In tale appello, si chiede agli Stati europei si adottare risposte di sistema, attraverso la ricapitalizzazione del sistema bancario con l'iniezione di fondi pubblici o la conversione obbligatoria del debito in capitale azionario. Si propone quindi la costituzione di un fondo unico europeo, gestito dalla Banca europea per gli investimenti. Infine, si auspica un maggiore uniformazione della regolamentazione finanziaria e l'accentramento in sede europea della vigilanza.

³³ Su questa prospettiva, D. Gros e S. Micossi, *Più poteri alla BCE*, in www.lavoce.info, 30 settembre 2008; F. Vella, *Il coraggio di cambiare le regole*, *ivi*, 7 ottobre 2008; C. Di Noia, *I quattro picchi della regolamentazione*, *ivi*, 10 ottobre 2008. In senso contrario all'attribuzione di poteri di vigilanza alla Banca centrale europea, per salvaguardare la specializzazione della funzione ad essa assegnata dal Trattato ed evitare conflitti di obiettivi, D. Masciandaro, *Tutti i rischi dei Governatori*, in *Il Sole 24 Ore*, 19 ottobre 2008.

afflusso di capitali a danno degli altri paesi comunitari, a cominciare dal vicino Regno Unito. La Germania, a sua volta, ha deliberato l'introduzione della garanzia pubblica su tutti i depositi bancari.

Già all'indomani della decisione europea del 7 ottobre, gli Stati hanno iniziato ad adottare interventi più organici. Sulla falsariga del precedente svedese degli anni Novanta, l'opzione privilegiata è stata quella dell'acquisizione diretta di partecipazioni bancarie³⁴. Il Regno Unito, ad esempio, ha deliberato di entrare nel capitale delle otto banche più importanti, con un piano di ricapitalizzazione di cinquanta miliardi di sterline. Il sistema bancario inglese viene così di fatto nazionalizzato, anche se il governo acquisisce soltanto azioni privilegiate, che non conferiscono diritto di voto negli organi societari³⁵. La soluzione adottata in Spagna, tuttavia, appare più simile a quella statunitense. Si prevede, infatti, l'istituzione di un fondo di trenta miliardi di euro (che potrebbero salire a cinquanta), pari a circa il cinque per cento del Pil, per garantire il funzionamento del mercato interbancario. Il fondo acquisterà titoli dalle banche spagnole per fornire loro liquidità³⁶.

Nonostante i tentativi di coordinamento, dunque, le soluzioni adottate dai singoli Stati europei sono rimaste almeno in parte differenti. E, di fronte ad una crisi destinata ad allargarsi su scala planetaria, la risposta ha continuato ad essere prevalentemente nazionale. Ciò non dipende soltanto da una debolezza delle istituzioni internazionali e sovranazionali. Da un lato, la pressione degli individui, delle famiglie e delle imprese per interventi di salvataggio e di protezione si rivolge principalmente nei confronti degli organi rappresentativi ad essi legati dal vincolo elettorale. Dall'altro, gli Stati rimangono i soli a possedere le risorse finanziarie necessarie agli interventi di salvataggio; inoltre, risultano gli unici a disporre dei poteri autoritativi necessari e di una riconosciuta legittimazione ad esercitarli³⁷.

A sua volta, però, la pressione dei mercati ha spinto verso un'ulteriore integrazione nella risposta degli Stati. La reazione negativa delle borse alle prime misure di salvataggio ha indotto gli Stati a concertare soluzioni più efficaci. Il vertice straordinario dei quindici paesi partecipanti alla moneta unica europea del 12 ottobre ha stabilito che essi garantiranno i prestiti interbancari e la ricapitalizzazione delle banche in difficoltà fino al termine del 2009. Gli Stati si sono quindi impegnati ad adottare contemporaneamente le relative misure di

³⁴ Il precedente è stato evocato più volte nel recente dibattito. Nella letteratura italiana, in termini particolarmente chiari, M. Onado, *Riscopriamo la lezione della Svezia*, in *Il Sole 24 ore*, 9 ottobre 2008.

³⁵ Si v., oltre ai singoli *order* dell'Esecutivo, il *Banking Bill*, disegno di legge di iniziativa governativa che istituisce un nuovo regime normativo per la gestione delle banche in crisi finanziaria, presentato il 7 ottobre 2008.

³⁶ Si v. in tal senso quanto disposto dal Real Decreto-Ley, 10 ottobre 2008, n. 6, il quale istituisce il «Fondo para la Adquisición de Activos Financieros».

³⁷ Nella pubblicistica italiana, il fenomeno e le sue cause sono segnalati tra gli altri da E. Galli della Loggia, *Le élites in pericolo*, in *Corriere della sera*, 4 ottobre 2008.

attuazione: tra i più tempestivi, la Spagna e la Francia, oltre all'Italia³⁸. Finalmente, i mercati e le borse hanno reagito positivamente all'annuncio e all'adozione di tali misure. Per renderle possibili, il 14 ottobre, la Commissione europea ha annunciato che gli Stati potranno superare il tetto del tre per cento nel rapporto tra deficit e Pil, viste le «circostanze eccezionali». L'Unione europea, in conclusione, soprattutto grazie all'impulso di alcuni Stati membri, si è dimostrata capace di una risposta tempestiva alla crisi finanziaria, trovando soluzioni via via più integrate e flessibili. In questo contesto possono giustificarsi anche deroghe temporanee all'applicazione di determinati istituti e regole del diritto comunitario, purché esse siano sottoposte a un rigoroso scrutinio di proporzionalità, se si vuole evitare un grave pregiudizio alla tenuta della costruzione europea³⁹.

6. Il modello italiano

Di fronte al diffondersi in Europa della crisi finanziaria globale, anche lo Stato italiano ha adottato, prima con il decreto legge 9 ottobre 2008, n. 155, e poi con l'ulteriore decreto legge 13 ottobre, n. 157, «misure urgenti per garantire la stabilità del sistema creditizio». Si tratta di una disciplina snella (nove articoli in tutto), così come quella spagnola e quella francese, certo lontana sia dalle centosessantanove pagine dell'*Emergency Economic Stabilization Act* statunitense sia dai duecentoquaranta articoli del *Banking Bill* britannico.

La disciplina persegue tre obiettivi fondamentali: garantire la stabilità del sistema finanziario; dare liquidità al mercato, anche al fine di assicurare la continuità nell'erogazione del credito alle imprese e ai consumatori; ripristinare la fiducia dei risparmiatori. Il valore del risparmio, protetto dall'art. 47 Cost., nelle situazioni di crisi, diventa un vero e proprio bene pubblico assicurato dallo Stato, per evitare che siano posti a repentaglio gli equilibri dell'intera struttura economica e sociale. Ciò spiega anche il carattere peculiare dell'attività bancaria, la quale non può essere del tutto assimilata alle normali attività industriali e commerciali⁴⁰.

Sulla base della disciplina introdotta con il primo decreto legge, il Ministero dell'economia e delle finanze è autorizzato, anche in deroga alle norme di contabilità di Stato, a sottoscrivere o garantire aumenti di capitale deliberati da banche italiane che presentino una situazione di inadeguatezza patrimoniale accertata dalla Banca d'Italia. Tale sottoscrizione può essere effettuata a condizione che l'aumento di capitale non sia stato ancora perfezionato alla data di

³⁸ Nella prima il governo ha adottato il Decreto-ley 13 ottobre 2008, n. 7, contenente «Medidas Urgentes en Materia Económico-Financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro»; nella seconda il governo ha presentato all'Assemblea nazionale il «Projet de loi de finances rectificative pour le financement de l'économie».

³⁹ Si v. in proposito, M. Monti, *Un successo dell'Europa*, in *Corriere della sera*, 19 ottobre 2008. In precedenza, F. Giavazzi, *Il passo indietro*, ivi, 18 ottobre 2008.

⁴⁰ In tal senso G. Tremonti, *Informativa urgente del Governo sugli sviluppi della crisi finanziaria in atto*, Camera dei deputati, seduta n. 64 del 9 ottobre 2008.

entrata in vigore del decreto e che vi sia un programma di stabilizzazione della banca interessata.

La sottoscrizione ministeriale è effettuata sulla base della valutazione da parte della Banca d'Italia di una serie di elementi: a) la sussistenza delle condizioni di inadeguatezza patrimoniale; b) l'adeguatezza del piano di stabilizzazione della banca presentato per la deliberazione dell'aumento di capitale; c) le politiche dei dividendi, approvate dall'assemblea della banca richiedente, per il periodo di durata del programma di stabilizzazione.

La legge chiarisce altresì che le azioni detenute dal Ministero, dalla data di sottoscrizione fino alla data di eventuale cessione, sono privilegiate nella distribuzione dei dividendi rispetto a tutte le altre categorie di azioni. Ne consegue che il Ministero non può esercitare alcun diritto di voto negli organi sociali. Tuttavia, il Ministero acquisisce due importanti poteri di intervento nella gestione e nella *governance* bancaria. In primo luogo, fino alla data di cessione delle azioni sottoscritte dalla mano pubblica, le variazioni sostanziali al programma di stabilizzazione sono soggette alla preventiva approvazione del Ministero, sentita la Banca d'Italia. In secondo luogo, in presenza di una situazione di grave crisi di banche italiane, anche di liquidità, che possa recare pregiudizio alla stabilità del sistema finanziario, il Ministero, su proposta della Banca d'Italia, può disporre lo scioglimento degli organi secondo le procedure stabilite dal testo unico bancario.

All'intervento diretto nel capitale azionario delle banche si accompagna l'adozione di forme di garanzia pubblica. Innanzi tutto, qualora, al fine di soddisfare esigenze di liquidità, la Banca d'Italia eroghi finanziamenti che siano garantiti mediante pegno o cessione di credito, la garanzia si intende prestata, con effetto nei confronti del debitore e dei terzi aventi causa, all'atto della sottoscrizione del contratto di garanzia finanziaria⁴¹. Il Ministero, a sua volta, può rilasciare la garanzia statale su finanziamenti erogati dalla Banca d'Italia alle banche italiane e alle succursali di banche estere in Italia per fronteggiare gravi crisi di liquidità. Inoltre, il Ministero dell'economia e delle finanze è autorizzato a rilasciare la garanzia statale a favore dei depositanti delle banche italiane, a integrazione dello schema assicurativo del fondo interbancario.

Il secondo decreto legge estende l'ambito delle garanzie che possono essere rilasciate dal Ministero, fino al 31 dicembre 2009. Quest'ultimo, infatti, è autorizzato a concedere la garanzia dello Stato, a condizioni di mercato, sulle passività delle banche italiane, con scadenza fino a cinque anni. Inoltre, può effettuare operazioni temporanee di scambio tra titoli di Stato e strumenti finanziari detenuti dalle banche italiane o passività delle banche italiane controparti aventi scadenza fino a cinque anni. Le emissioni di titoli di Stato relative a tali operazioni possono essere effettuate in deroga ai limiti previsti dalla legislazione vigente. L'onere di tali operazioni per le banche è definito tenuto conto delle condizioni di mercato.

⁴¹ Sulle distorsioni al corretto esercizio delle funzioni di politica monetaria e di vigilanza e alla posizione istituzionale di indipendenza che possono derivare dal crescente svolgimento da parte degli istituti centrali di compiti di prestatore di ultima istanza e di banca delle banche, si v. peraltro D. Masciandaro, *Tutti i rischi dei Governatori*, cit.

Il Ministero, infine, è autorizzato a concedere la garanzia dello Stato, sempre a condizioni di mercato, sulle operazioni stipulate da banche italiane, allo scopo di ottenere la temporanea disponibilità di titoli utilizzabili per operazioni di rifinanziamento. I crediti del Ministero derivanti dalle operazioni in esame sono assistiti da privilegio generale sui beni mobili ed immobili. Tali operazioni sono effettuate sulla base della valutazione da parte della Banca d'Italia dell'adeguatezza del patrimonio della banca richiedente e della sua capacità di fare fronte alle obbligazioni assunte. Il Ministero può effettuare le operazioni anche nei confronti delle banche delle quali ha sottoscritto aumenti di capitale.

Il modello italiano del nuovo *Stato salvatore*, in conclusione, differisce profondamente da quello statunitense, sia per quel che riguarda gli strumenti di intervento, sia per quanto concerne la cornice istituzionale.

Sul primo versante, la soluzione italiana è simile a quella adottata in altri paesi europei. All'acquisto di titoli 'problematici' è preferito l'ingresso diretto nel capitale delle banche. Analogamente a quanto previsto nel Regno Unito, tuttavia, per evitare nuove forme di dirigismo pubblico, lo Stato può acquistare soltanto azioni privilegiate, prive di diritto di voto negli organi sociali⁴². Sono altresì in linea con le soluzioni adottate in altri paesi europei sia l'adozione di forme di garanzia pubblica sui depositi bancari (anche se quella italiana è di secondo grado e non totale, ma limitata al pur elevato massimale previsto dal fondo interbancario di garanzia) sia la sua estensione ai prestiti interbancari e alle obbligazioni degli istituti di credito. Costituisce, invece, una differenza il fatto che l'intervento pubblico sia subordinato all'accertamento di una situazione di inadeguatezza patrimoniale. La previsione risponde ad apprezzabili finalità garantistiche; ma, di fatto, può disincentivare sia le banche sia le autorità pubbliche a dichiarare l'esistenza di una tale situazione, per evitare gli ulteriori danni di un giudizio critico del mercato⁴³.

Ancora maggiori, soprattutto rispetto al modello statunitense, sono le differenze sul piano istituzionale, in parte spiegabili con il diverso contesto in cui il provvedimento ha avuto origine. In Italia, infatti, il Parlamento non costituisce una sorta di contropotere rispetto al Governo. Quest'ultimo, al contrario, può essere definito l'«azionista di maggioranza» del primo. A ciò bisogna aggiungere che, in base alla vigente legge elettorale, il *leader* di maggioranza, oltre a rivestire la carica di Presidente del consiglio, ha di fatto indicato i candidati destinati ad essere eletti in Parlamento (così come, parallelamente, ha potuto fare il *leader* dell'opposizione). Inoltre, l'azione del Governo gode di un diffuso consenso popolare all'indomani di un risultato elettorale particolarmente favorevole. In

⁴² Sul rischio che questa soluzione, però, pregiudichi l'interesse finanziario pubblico perché l'eventuale plusvalore si concentrerà sulle azioni ordinarie, M. Mucchetti, *Decreto salva-banche: tre punti da precisare*, in *Corriere della sera*, 12 ottobre 2008. Secondo F. Bassanini, *Il decreto per sostenere le banche*, in *Corriere della sera*, 14 ottobre 2008, il problema potrebbe essere risolto stabilendo che le azioni privilegiate sottoscritte dal Ministero siano convertibili alla pari in azioni ordinarie una volta ricollocate sul mercato.

⁴³ Segnala questo dilemma, M. Onado, *Banca e Stato, la priorità è ricapitalizzare*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 ottobre 2008.

questo contesto, non vi sono condizioni di incertezza politica rispetto alle quali maggioranza e opposizione abbiano un comune interesse ad assicurarsi reciprocamente. La valutazione strategica, peraltro, potrebbe mutare a seguito di un aggravamento della situazione di incertezza economica.

Anche nell'ordinamento italiano, dunque, ogni decisione è rimessa direttamente al potere esecutivo, in particolare al Ministro dell'economia e delle finanze. Quest'ultimo, tuttavia, non si avvale né di un apposito ufficio ad elevata e specifica competenza tecnica, come invece avvenuto negli Stati Uniti, né di un ente di gestione, come l'Istituto per la ricostruzione industriale, come era accaduto all'indomani della crisi del 1929. La soluzione prescelta, peraltro, può spiegarsi con la maggiore consuetudine del Ministero italiano a gestire pacchetti azionari e con l'intento di ribadire il carattere meramente temporaneo dell'intervento pubblico.

Rimangono poi da perfezionare i vincoli procedurali e le regole di trasparenza. Soltanto con successivi decreti di natura non regolamentare (dunque non sottoposti al parere del Consiglio di Stato) del Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia, saranno stabiliti criteri, condizioni e modalità di sottoscrizione degli aumenti di capitale e di rilascio delle garanzie nei confronti del sistema creditizio. A differenza di quanto disposto nella legge americana, inoltre, non è richiesta alcuna predeterminazione dei criteri di scelta dei commissari eventualmente chiamati a gestire i piani di salvataggio delle banche in sostituzione degli amministratori. A ciò, tuttavia, suppliscono il rinvio alla procedure generali disciplinate dal testo unico bancario e la riserva del potere di nomina in capo alla Banca d'Italia.

Infine, non è previsto alcun controllo amministrativo o parlamentare, né sulle regole generali né sulle singole decisioni che saranno adottate dal Ministero, a differenza di quanto disposto non soltanto dall'*Emergency Economic Stabilization Act*, ma anche dal primo decreto legge spagnolo. Persino la determinazione dell'entità e delle modalità di provvista finanziaria degli interventi di salvataggio, diversamente da quanto previsto nella legislazione statunitense e in quelli di altri paesi europei, è rinviata a decreti del Presidente del Consiglio dei ministri adottati caso per caso: la normativa primaria si limita a indicare i capitoli di spesa da cui potranno essere prelevate le risorse che risulteranno necessarie⁴⁴.

L'unico contrappeso al rafforzamento dei poteri di intervento del Ministero, dunque, è offerto dal loro ancoraggio al giudizio tecnico della Banca d'Italia, la quale, ancora una volta nella storia del nostro paese, è chiamata a svolgere un'impegnativa e delicata missione⁴⁵. Nella conversione parlamentare del decreto legge, tuttavia, la cornice istituzionale dello *Stato salvatore* potrà uscire

⁴⁴ La mancata definizione delle risorse a livello legislativo si giustificherebbe con il carattere meramente eventuale dell'intervento pubblico di salvataggio nei confronti delle banche italiane, ritenute più solide di quelli di altri Paesi europei. Per una valutazione positiva di questo elemento di flessibilità, F. Debenedetti, *Piano adeguato, parole avventate*, in *Il Sole 24 ore*, 11 ottobre 2008.

⁴⁵ Ciò richiede, peraltro, una tutela rafforzata della sua indipendenza, che invece, come segnalato da D. Masciandaro, *Tutti i rischi dei Governatori*, cit., può essere di fatto incrinata dalla crescita dei compiti di provvista finanziaria nei confronti del sistema creditizio.

opportunamente rafforzata anche nel nostro ordinamento⁴⁶. Di ciò potrebbe trarre beneficio, in termini di legittimazione e di credibilità, soprattutto di fronte all'eventuale aggravarsi della crisi, anche l'azione del Ministro dell'economia e delle finanze.

⁴⁶ Le due proposte presentate in materia dal Governo ombra del Partito democratico il 16 ottobre 2008, peraltro, non sembrano in grado di contribuire ad un miglioramento degli assetti istituzionali. La prima condurrebbe ad una pericolosa complicazione delle procedure, laddove ogni intervento di salvataggio dovesse essere sottoposto al voto delle commissioni parlamentari competenti. La seconda darebbe luogo ad un singolare ibrido istituzionale che finirebbe per sovrapporre impropriamente il controllo tecnico delle autorità di vigilanza con la supervisione parlamentare.