

INTRODUZIONE

REGOLE E MERCATO NEL DIRITTO NEOLIBERALE

di *Francesco Denozza*

1. Premessa. – 2. Il diritto neoliberale. – 3. In che senso il diritto attuale potrebbe dirsi caratterizzato da uno “stile” neoliberale? – 4. Alle radici dello stile giuridico neoliberale: dalla centralità del sistema a quella della singola transazione. – 5. Alle radici dello stile giuridico neoliberale: dalla “concorrenza” alla “competizione”. – 6. L’evoluzione neoliberale delle nozioni giuridiche fondamentali. – 7. Transazioni ed esternalità: i limiti della regolazione neoliberale.

1. Premessa

La lettura dei rapporti è stata molto istruttiva e l’immagine del quadro complessivo che essi forniscono impressiona per precisione e approfondimento critico.

Non posso ovviamente ripercorrere i vari argomenti oggetto dei vari rapporti e neanche tentare una sintesi degli stessi, impresa particolarmente difficile visto che i rapporti differiscono non solo per gli argomenti trattati, ma anche per l’impostazione da ciascuno adottata.

Cercherò invece di inquadrare almeno alcuni aspetti di alcuni dei rapporti nell’ambito di una tesi di cui vado sempre più convincendomi e che ho iniziato ad esporre anche in altri lavori. La tesi è che:

– esiste uno specifico stile giuridico neoliberale che si è affermato negli ultimi (più o meno quattro) decenni sia nella produzione e nell’applicazione delle norme, sia nell’elaborazione (giuridica) teorica;

– questo stile giuridico neoliberale ha sue precise, identificabili caratteristiche;

– queste caratteristiche sono tali da distinguerlo sia dalla fase che lo ha

immediatamente preceduto, e cioè il liberalismo dell'epoca keynesiana – fordistica (la fase, diciamo, a cavallo della seconda guerra mondiale) sia e, forse, ancora di più, dal liberalismo dell'epoca classica (intendo quella che va dalla prima metà dell'ottocento, ai primi decenni del secolo scorso).

La tesi è, come si vede, abbastanza impegnativa¹ e non potrò darne qui

¹ Le prime difficoltà nascono proprio dal riferimento al neoliberalismo, fenomeno molto complesso sulla cui natura e caratteristiche esistono opinioni profondamente discordanti che qui non è possibile neanche ricordare se non per sommarissimi capi, segnalando, per limitarsi al dibattito degli ultimissimi anni, che alcuni arrivano a negare che il termine neoliberale denoti una qualche definibile realtà e avanzano la tesi che si tratti di un appellativo puramente ideologico, carico, per di più di una valenza pregiudizialmente negativa (un arguto riassunto ed esame critico di questo atteggiamento in P. MIROWSKI, *The Political Movement that Dared not Speak its own Name: The Neoliberal Thought Collective Under Erasure*, Institute for new economic Thinking, WP 23/ 2014). Altri si limitano a giudicare la nozione troppo vaga (v. ad es. R. VENUGOPAL, *Neoliberalism as Concept*, 44 *Economy and Society*, 2015, 165) non univoca (T. FLEW, *Six theories of neoliberalism*, 122 *Thesis Eleven*, 2014, 49) suscettibile di evocare fenomeni e piani diversi (ad es. la politica economica, il potere politico, l'egemonia ideologica: M. CENTENO, J. COHEN, *The Arc of Neoliberalism*, 38 *Annual Review of Sociology*, 2012, 317) scivolosa e capace di significare cose diverse per diverse persone (S. SPRINGER, K. BIRCH, J. MAC LEAVY, *An Introduction to Neoliberalism*, in *The Handbook of Neoliberalism*, Routledge, 2016).

Resta il fatto che il riferimento al neoliberalismo ha sorretto, e continua a sorreggere, molte approfondite indagini relative a vari aspetti del mondo contemporaneo (senza alcuna pretesa di completezza: G. DUMÉNIL, D. LÉVY, *Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution*, Harvard University Press, Cambridge, 2004; D. HARVEY, *A Brief History of Neoliberalism*, Oxford University Press, Oxford, 2005; P. MIROWSKI, D. PLEHWE, *The Road From Mont Pelerin: The Making of the Neoliberal Thought Collective*, Harvard University Press, Cambridge, 2009; C. CROUCH, *The Strange Non-Death of Neoliberalism*, Polity Press, Cambridge, 2011; D. STEDMAN JONES, *Masters of the Universe: Hayek, Friedman and the Birth of Neoliberal Politics*, Princeton, 2012; P. MIROWSKI, *Never Let a Serious Crisis go to Waste: How Neoliberalism Survived the Financial Meltdown*, Verso Books, London, 2013; W. DAVIS, *The Limits of Neoliberalism*, Sage, 2014) e che il “New Liberal Speak” è stato autorevolmente qualificato come la nuova vulgata planetaria, cfr. P. BOURDIEU, L. WACQUANT, *New Liberal Speak, Notes on the new planetary vulgate*, *Radical Philosophy*, 105 (January/February, 2001).

A fronte di un realtà così complessa sembra opportuno precisare, con riferimento alla presente trattazione, che essa: a) riguarda esclusivamente i profili strettamente giuridici e prescinde perciò sia da questioni attinenti alla natura del neoliberalismo in generale (se sia una politica, una ideologia, una cultura, un insieme di prassi, ecc.) sia da questioni relative a quale possa esserne nella realtà complessiva il tratto caratterizzante (la globalizzazione, la finanziarizzazione, la deregolamentazione, ecc.); b) cerca di concentrare l'attenzione sui caratteri generali di un possibile “stile” giuridico, con la conseguenza che l'analisi dei contenuti della legislazione del periodo è svolta in maniera selettiva, soffermandosi più su quelli che

compiuta dimostrazione. Mi limiterò ad offrire qualche chiarimento e qualche spunto.

2. Il diritto neoliberale

Il tema dell'esistenza di un diritto qualificabile come neoliberale² deve ovviamente confrontarsi con la realtà della legislazione e del pensiero giuridico contemporaneo. Ora, chi osserva l'evoluzione verificatasi negli ultimi decenni in tutti gli ordinamenti occidentali non può non restare colpito da alcuni dati clamorosi³.

sembrano strettamente connessi alla forma del diritto neoliberale, che non su altri, che magari dal punto di vista economico sono ancora più importanti (ad es. si parlerà molto poco di alcuni temi centrali e scottanti come la deregolamentazione, la liberalizzazione, il ripiegamento dello stato, ecc.); c) non pretende di essere esaustiva di ogni particolare aspetto del diritto contemporaneo, ma solo di illustrare delle tendenze generali e va perciò valutata giudicando se nella *realtà* della legislazione e del pensiero giuridico contemporanei sono o non sono riscontrabili le tendenze qui indicate o se ve ne sono altre che danno di questa realtà una spiegazione migliore.

² Va notato che nella dottrina giuridica internazionale i riferimenti ad un diritto qualificabile come specificamente neoliberale non sembrano essere stati sinora né frequenti, né rilevanti. Qualche riferimento comincia ad essere presente nella dottrina più recente (v. ad es., il fascicolo n. 4 del vol. 77, 2014, di *Law and Contemporary Problems* dedicato a *Law and Neoliberalism*, o il volume *Neoliberal Legality*, H. Beabazon ed., Routledge, 2017, nella cui presentazione editoriale significativamente si legge "Neoliberalism has been studied as a political ideology, an historical moment, an economic programme, an institutional model, and a totalising political project. Yet the role of law in the neoliberal story has been relatively neglected, and the idea of neoliberalism as a *juridical* project has yet to be considered). Nel complesso, però, l'uso del neoliberalismo come categoria unificante ed esplicativa delle caratteristiche del diritto contemporaneo non appare né diffuso né, tantomeno, univoco (qualche maggior successo hanno forse avuto altri, in un certo senso più esotici, riferimenti, come quelli che qualificano il diritto contemporaneo di volta in volta quale postmoderno, autoriflessivo, debole, autopoietico, ecc.). Nell'interessante periodizzazione del diritto moderno elaborata da D. KENNEDY, *Three Globalizations of Law and Legal Thought: 1850–2000*, in D. TRUBEK, A. SANTOS (a cura di), *The New Law and Economic Development: A Critical Appraisal*, 2006, 63, il riferimento al neoliberalismo non gioca alcun ruolo rilevante (il punto è vigorosamente sottolineato anche da C. TOMLINS, *The presence and absence of legal mind: a comment on Duncan Kennedy's Three globalizations*, 78 *Law and Contemporary Problems*, 2015, 1). Non privo di significato può apparire anche il fatto che l'*Handbook of Neoliberalism* citato alla nota precedente contiene 53 articoli nessuno dei quali è dedicato al diritto.

³ Ho sviluppato riflessioni analoghe a quelle che seguono nel testo in F. DENOZZA, *La*

Il primo è che la tendenza, già da tempo affermatasi, alla **intensificazione della produzione di regole**, diventate sempre più numerose e minuziose, lungi dall'essersi capovolta in favore di una maggiore libertà dei singoli, sembra essersi ulteriormente sviluppata. La stessa deregolamentazione di alcuni mercati non si è in genere tradotta in una diminuzione delle regole, ma in un loro aumento. Per quanto giudizi di questo tipo siano particolarmente delicati⁴, sembra molto difficile sottrarsi all'impressione di una crescente complessità della regolazione e di una sua crescente instabilità, testimoniata tra l'altro dalla frequenza di iniziative di completamento o di correzione della legislazione man mano emanata. Da questo punto di vista, l'impressione immediata non sembra registrare nel sistema giuridico alcuna sostanziale inversione di tendenza rispetto al periodo precedente, e, meno che mai, una evoluzione coerente con i postulati liberali.

Oltre che sul piano della quantità, anche su quello della sistematicità (ordine interno e costruzione logica del sistema) non sembra registrabile alcuna inversione di tendenza. La **frammentazione** dell'ordinamento e la moltiplicazione di ambiti governati da regole specifiche, non solo non è stata ricompresa in direzione della ricostruzione di un sistema del tipo di quello costruito dai liberali classici, ma sembra essersi addirittura intensificata, giungendo a volte alla creazione di interi sottosistemi dotati di elevati gradi di autonomia. Esempio è la vicenda del contratto, scomposto, a livello teorico, nelle tre grandi categorie del contratto classico, neo-classico, relazionale⁵ e, a livello pratico, nelle varie categorie dei contratti tra professionisti e professionisti, tra professionisti e consumatori, tra imprese forti e imprese deboli, tra non professionisti e non professionisti, ecc.

Non meno articolata e penetrante la regolazione cui è stata sottoposta negli ultimi anni la società per azioni, regolazione accompagnata tra l'altro dal-

frammentazione del soggetto nel pensiero giuridico tardo-liberale, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 13 ss.

⁴ Dare un giudizio sull'aumento o la diminuzione della intensità della regolazione è ovviamente difficile. La sensazione diffusa è comunque nel senso che il proclamato obiettivo di una diminuzione delle regole non sia stato raggiunto. V. per tutti S. VOGEL, *Freer markets, more rules*, Cornell University Press, 1996. Così sinteticamente descrive la situazione un autorevole osservatore "Despite the talk of deregulation there has been extensive reregulation, or formalization of regulation, and the emergence of global regulatory networks, intermingling the public and the private", S. PICCIOTTO, *International Transformations of the Capitalist State*, 43 *Antipode* 2010, 87 (la citazione è tratta dall'abstract).

⁵ Cfr. F. DENOZZA, *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2012, 5.

la sempre più netta distinzione tra la disciplina applicabile alle società quotate e quella applicabile alle società non quotate. Non si sottrae a questa tendenza neppure il diritto *antitrust*, una volta regno di poche norme generali, e ora governato da densi e complicati regolamenti (nonché da interpretazioni ufficiali degli stessi, da documenti guida esplicativi, ecc.), ciascuno relativo a differenti insiemi di fattispecie, il tutto con una spiccata tendenza a creare differenti ambiti retti da autonomi principi (ad es., la disciplina delle intese verticali sembra oggi retta da regole e principi diversi rispetto a quelli che ispirano la disciplina delle intese orizzontali; l'abuso di posizione dominante c.d. "escludente" appare sempre più differenziato da quello c.d. "di sfruttamento", ecc.).

Più difficile appare una valutazione della **coerenza** dei contenuti, sia tra loro, che con ideali liberali. Anche qui, però, e pur limitandoci a valutazione per grandi aggregati, si possono registrare fenomeni decisamente problematici. Mentre il diritto contrattuale sembra mantenere e intensificare considerevoli aperture verso la protezione dei soggetti qualificati come più "deboli" (sia pure con notevoli novità nella identificazione degli stessi, ad es. dalla centralità dei lavoratori a quella dei consumatori) e mentre si moltiplica il ricorso a strumenti (la buona fede, l'abuso del diritto, ecc.) tradizionalmente considerati in grado di imprimere al sistema una maggiore spinta verso la "socialità", in altri ambiti si registrano fenomeni di segno opposto. Così, nel diritto della società per azioni, dove il predominio della teoria dello *shareholder value* ha sostanzialmente marginalizzato ogni aspirazione di responsabilizzazione sociale dell'impresa. O nel diritto *antitrust*, dove la teoria del *consumer welfare* ha espulso dalle finalità della disciplina ogni istanza legata ad obiettivi di natura sociale e politica, o anche solo di protezione di soggetti "deboli", come le imprese individuali o comunque piccole.

Ad un livello più generale, è almeno singolare che l'emanazione di norme apparentemente idonee ad accrescere la protezione di cui determinati soggetti, considerati più "deboli", godono nel traffico giuridico⁶, abbia coinciso e coincida con un generalizzato e impressionante aumento delle disuguaglianze, e quindi con un ulteriore indebolimento dei più deboli⁷. Così come

⁶ Penso ovviamente alle varie discipline che introducono speciali protezioni per i consumatori, i risparmiatori, le imprese di ridotte dimensioni o in situazione di dipendenza economica, ecc.

⁷ Sul tema e sulle sue molteplici implicazioni v. J. STIGLER, *The Price of Inequality*, W.W. Norton and Company, 2012; T. PIKETTY, *Le capital au XXI^e siècle*, Seuil, Paris, 2013; A. ATKINSON, *Inequality*, Harvard University Press, 2015.

è singolare che la promessa di maggior decentramento del potere, implicita nell'esaltazione del mercato, abbia portato ad un depotenziamento dell'applicazione del diritto antitrust alle concentrazioni e agli abusi di posizione dominante e in pratica ad una rilevante crescita delle concentrazioni di potere⁸, fino ai ben noti fenomeni (esaltati dalla crisi finanziaria) di creazione di imprese rivelatesi *too big to fail*⁹ (o come pure è stato detto, *too big to jail*).

Questa realtà si presenta non solo in aperto contrasto con la capacità, accreditata al diritto liberale classico, di costruire un sistema governato dal coerente sviluppo di pochi fondamentali principi, ma entra anche in rotta di collisione con la predicazione dei più noti profeti del neoliberalismo, tutta tesa a raccomandare, e auspicare, che il limitato governo delle iniziative individuali considerato assolutamente inevitabile, abbia comunque a concretizzarsi in poche regole molto generali e molto stabili, destinate non a strutturare la condotta dei destinatari, ma solo a fissare i confini delle azioni consentite¹⁰.

È sicuramente proseguita l'erosione della distinzione tra diritto pubblico e diritto privato, fondamento della concezione liberale classica e ricorrente bersaglio polemico dei critici di tale concezione. Basti pensare alla tutela dell'investitore dove la presenza di obblighi di natura comportamentale imposti da norme di diritto pubblico il cui *enforcement* è affidato alla cura di pubbliche Autorità, si intreccia con rimedi privatistici la cui efficacia è strettamente legata al modo in cui questi obblighi di comportamento entrano a fare parte del regolamento del rapporto tra privati.

Altrettanto sorprendente la sostanziale decadenza della *rule of law* che si manifesta tra l'altro nella invadenza di Autorità amministrative di vario tipo, i cui interventi regolatori hanno finito per apparire come normali a noi, ma tali sarebbero stati ben lungi dall'apparire ad un liberale del XIX secolo.

⁸In generale su entrambi i punti (depotenziamento del diritto antitrust e crescita del potere delle imprese transnazionali) cfr. S. PICCIOTTO, *Regulating Global Corporate Capitalism*, Cambridge University Press, 2011, 138 ss. V. anche D. KOTZ, *The Rise and Fall of Free-Market Capitalism*, Harvard University Press, 2015, Capitolo 2. V. anche F. DENOZZA, *The future of antitrust: concern for the real interests at stake, or etiquette for oligopolists?* *Orizzonti del Diritto Commerciale*, rivista telematica, 1/2017.

⁹Tutto ciò previene anche la possibilità di trovare qualche coerenza ricorrendo ad un modello di neo-liberalismo temperato, rispetto al tradizionale, da maggiore sensibilità per istanze sociali.

¹⁰Il riferimento è ovviamente a Milton Friedman e soprattutto a F. Hayek, sul cui pensiero al riguardo v. recentemente A. COHEN, *Governance Legalism: Hayek and Sabel on Reason and Rules*, *Organization and Law*, in *Wis. L. Rev.*, 2010, 357.

Anche sul piano più ristretto delle categorizzazioni tecniche, credo che nessuno riuscirebbe a riconoscere nel diritto attuale tracce significative di quel diritto (liberale) che aveva assunto come centrale il soggetto, la sua libertà e la sua volontà e gli aveva costruito intorno, e messo a sua disposizione, il diritto soggettivo come signoria del volere, il negozio giuridico, il contratto come incontro di volontà, e tutti gli altri strumenti necessari a fare sì che il diritto potesse svolgere la funzione di assicurare a ciascuno i maggiori spazi di libertà compatibili con la libertà altrui¹¹ e il minimo di interferenza diretta degli altri soggetti nella elaborazione e realizzazione dei suoi piani di vita.

3. In che senso il diritto attuale potrebbe dirsi caratterizzato da uno “stile” neoliberale?

La non corrispondenza del diritto attuale ai canoni di un diritto qualificabile come liberale spiega probabilmente la riluttanza, cui si è già accennato, ad utilizzare anche in ambito giuridico la categoria del neoliberalismo che tanto (pur controverso) successo ha avuto nell’ambito di altre discipline.

Eppure, nonostante tutto quello che si è detto pocanzi, il diritto attuale conserva un legame con il pensiero liberale in almeno tre punti fondamentali.

Il primo riguarda la centralità attribuita al soggetto, e cioè all’individuo costruito come autonomo, qui nel senso di un ente in possesso di caratteristiche non dipendenti dalla natura della società in cui vive e che arriva in società già formato e pronto ad interagire con gli altri in base a suoi propri codici di comportamento. Il secondo legame riguarda la comune convinzione circa la possibilità di immaginare che il sociale si riduca alla somma delle interazione tra gli individui e di pensare perciò la società semplicemente come il luogo dell’interazione tra tanti autonomi soggetti. Il terzo riguarda la comune convinzione circa la possibilità di costruire un ordine giuridico (o almeno un diritto privato) in qualche modo auto-fondato e tendenzialmente autonomo rispetto a contingenti valutazioni politiche.

¹¹ Secondo la famosa definizione di I. KANT, *Die Metaphysik der Sitten, – Rechtslehre, Einleitung in die Rechtslehre*, par. B “... der Inbegriff der Bedingungen, unter denen die Willkür des einen mit der Willkür des andern nach einem allgemeinen Gesetze der Freiheit zusammen vereinigt werden kann” su cui v. però già G. HEGEL, *Grundlinien der Philosophie des Recht*, par. 29.

Il pensiero giuridico neoliberale modifica (peraltro molto profondamente¹²) questi pilastri senza rinunziarvi del tutto. Dell'*autonomia* viene conservata la prospettiva dell'individuo che si presenta in società già completamente formato con le sue preferenze e con la capacità di metterle in ordine gerarchico. Si perde però completamente l'altro senso dell'autonomia, che invece era stato fondamentale in almeno un'importante parte del pensiero liberale classico (quello in qualche modo legato a Kant) e in quello giuridico in particolare¹³. Alludo all'autonomia come autogoverno, come capacità del soggetto di auto orientarsi nei confronti sia del contesto esterno sia del contesto interno (le passioni individuali). Viene invece enfatizzato il profilo della libertà di scelta, ricostruita su un modello di comportamento di mercato esteso a tutte le situazioni e a tutti i rapporti sociali.

Della *società* viene conservata l'immagine di insieme di relazioni create da autonomi e preesistenti soggetti, anche qui però con particolare enfasi sulle relazioni di tipo mercantile, e con una estremizzazione che vede tutte le istituzioni sociali, dalle più importanti alle più minute, come frutto della contrattazione (reale o ipotetica) di razionali egoisti che si danno e accettano quelle sole regole che appaiono loro in grado di assicurare un benessere maggiore di quello di cui godrebbero in assenza della regola.

Del diritto viene riproposta l'immagine di ordine potenzialmente *non politico*, anche se il fattore ordinante viene spostato dal fine della massimizzazione della libertà di tutti, a quello della massimizzazione del benessere complessivo. Con una conseguente spinta verso una estremizzazione del ruolo tecnico di tutto il sistema. Tecnicizzazione che peraltro non ha niente a che fare con una valorizzazione della tecnica giuridica (che anzi è accantonata e soppiantata da quella economica) ma ha invece a che fare con il fatto che il diritto (oggettivo) diventa esso stesso un puro strumento tecnico, un mezzo per favorire i comportamenti che aumentano il benessere complessivo e per disincentivare gli altri.

Delineati questi temi generali, cercherò adesso di esaminare più da vicino alcune caratteristiche di quello che chiamo lo stile giuridico neoliberale. Sosterrò che queste caratteristiche proprie del neoliberalismo, sono tali da differenziarlo profondamente sia dal liberalismo classico, sia da quello del periodo keynesiano-fordista. Si tratta di un fenomeno nuovo, e non di un

¹² Tanto che sarebbe a mio avviso preferibile, viste le enormi differenze rispetto a quello classico, chiamarlo tardoliberale.

¹³ Rinvio ancora al mio lavoro sulla frammentazione del soggetto citato alla nota 3.

semplice ritorno alle idee diffuse in un'epoca lontana, quasi che la storia avesse proceduto come un pendolo dalla fase del liberalismo classico a quella del "keynesismo" e del welfare state, per poi "tornare" al neo-liberalismo. Se si vuole adottare questa visione per fasi il neoliberalismo merita di essere considerato una nuova fase, la terza, e non un tentativo di ritorno alla prima.

4. Alle radici dello stile giuridico neoliberale: dalla centralità del sistema a quella della singola transazione

Tra i vari elementi complessivamente presenti nel pensiero neoliberale, almeno due mi sembrano essere stati particolarmente incisivi nel definire i caratteri principali del relativo "stile" giuridico¹⁴.

Il primo attiene ad uno spostamento di baricentro che ha sostituito all'attenzione per il funzionamento complessivo del sistema quella per le sorti della singola transazione.

La mia tesi è che il pensiero neoliberale, a differenza di quello liberale classico e in continuità invece con quello del periodo keynesiano-fordista, non ha difficoltà a prendere atto della necessità di un intervento statale volto a sostenere e indirizzare il mercato. La famosa invocazione di Williamson (in principio furono i mercati)¹⁵ che farebbe pensare ad un culto quasi religioso del mercato, è in realtà poco più che uno slogan. Tutto il pensiero neoliberale (e in particolare proprio nelle più acute elaborazioni di Coase e di Williamson) riconosce l'esistenza di fenomeni che il mercato non è in grado di gestire e correggere da solo. Si faccia riferimento ai costi di transazione, alle c.d. *market failures* o ad altro, il fatto è che l'elenco dei fenomeni in questione è molto lungo, e molto ampio è, conseguentemente, il ventaglio delle situazioni in cui si riconosce che il mercato ha bisogno di sostegno.

¹⁴ Non è dubbio che l'evoluzione del sistema verificatasi negli ultimi decenni ha registrato cambiamenti che sono politicamente ed economicamente molto più rilevanti di quelli di cui si darà conto nel testo. Ribadisco qui quanto già osservato all'inizio e in particolare che le osservazioni svolte nel testo non hanno alcuna pretesa di cogliere l'essenza complessiva del fenomeno neoliberale, ma solo quella di identificare dei fili conduttori interni allo sviluppo del pensiero giuridico e alla struttura generale, più ancora che ai contenuti specifici, della relativa legislazione.

¹⁵ "In the beginning there were markets" O. WILLIAMSON, *Markets and Hierarchies*, Free Press, New York, 1975, 20.

La differenza di impostazione rispetto al periodo immediatamente precedente (quello keynesiano-fordista) sembra su questo piano (valutazione dell'autonoma capacità del mercato di realizzare un equilibrato ordine sociale) più formale che sostanziale. La differenza è che anziché partire dalla incapacità del mercato reale di uscire da solo da situazioni di equilibrio subottimale (Keynes), si riparte dalla esaltazione delle positive qualità del mercato ideale (come nei modelli di Arrow e Debreu o nella rarefatta, e del tutto irrealistica, situazione in cui si svolgono le contrattazioni Coaseane) per poi riconoscere però che la realtà è spesso molto diversa dal modello.

Ovviamente non si tratta di un semplice cambiamento di accento, che possa rivelarsi in definitiva innocente. Si tratta invece di un rilevante cambiamento di prospettiva nei rapporti tra stato e mercato, cambiamento ben colto da Foucault¹⁶ là dove nota che per i neoliberali lo stato deve fare propria la logica del mercato e intervenire in conseguenza, in funzione sostanzialmente servente (quindi, né la separazione delle sfere, caratteristica dei liberali classici, né le velleità correttive degli esiti complessivi di mercato, caratteristica dei liberali keynesiani).

Dal punto di vista dello stile giuridico credo però che la differenza rispetto all'epoca precedente non sta solo e tanto nel diverso rapporto tra stato e mercato¹⁷, o nella deregolamentazione di quest'ultimo, quanto, e soprattutto, nel mutamento della prospettiva che ispira il sistema di governo del mercato stesso. Detta in estrema sintesi, mentre i liberali del periodo Keynesiano-fordista pensavano (con ovvie e clamorose differenze a seconda dei periodi e delle diverse correnti di pensiero) che i limiti del mercato dovessero essere affrontati e superati partendo dal governo dei grandi aggregati, il neoliberalismo si caratterizza per il fatto di affrontare i problemi partendo dall'analisi delle singole transazioni.

Non più il controllo della massa monetaria e creditizia, ma la minuziosa regolazione dei contratti tra risparmiatori e intermediari. Non più il controllo del monte salari e della grandezza del consumo complessivo, ma la protezione del consumatore colto soprattutto nel momento in cui seleziona i pro-

¹⁶ M. FOUCAULT, *Naissance de la biopolitique, Cours au Collège de France 1978-1979*, Paris, 2004.

¹⁷ Rapporto tra stato e mercato che è peraltro uno dei temi più controversi di tutto il dibattito sul neoliberalismo, anche se oggi la tesi della ritirata dello stato sembra avere ceduto terreno, (di fronte all'evidenza di una presenza tuttora massiccia) in favore della tesi del riposizionamento. In argomento v. tra i tantissimi, M. HILGERS, *The historicity of the neoliberal state*, 20 *Social Anthropology*, 2012, 80.

dotti che intende consumare. Non più politica industriale, ma articolazione settoriale della disciplina dei contratti tra imprese (filiera alimentare, micro-imprese, protezione contro l'abuso per terzisti, distributori monomarca, altre imprese in situazione di dipendenza economica, ecc.).

Sintetizzando la filosofia complessiva, e sempre procedendo con semplici contrapposizioni: mentre i liberali del periodo precedente ritenevano che un mercato spontaneamente funzionante, o opportunamente corretto e guidato da un saggio intervento pubblico, fosse la base per assicurare lo svolgimento di corrette contrattazioni e la realizzazione di eque transazioni, i neoliberali rovesciano questo rapporto e sostengono invece che l'importante è facilitare la contrattazione e la realizzazione di ogni transazione che possa essere considerata singolarmente efficiente. L'idea è che da una somma di efficienze non possa che nascere un mercato pur esso necessariamente efficiente. Lo scambio (la transazione direbbe il cultore dell'EAL) non è più lo strumento con cui un soggetto converte un bene che gli serve di meno in un altro che gli serve di più. Esso è oggi concepito, ed è in effetti per molti diventato, un'occasione di massimizzazione.

I due cardini del pensiero neoliberale possono essere allora sintetizzati, da una parte, nello spostamento dell'attenzione dal mercato nel suo complesso alle singole transazioni, e, dall'altra, nell'idea che il risultato ottimale da perseguire coincida con la stipulazione del maggior numero possibile di transazioni massimizzanti. La transazione è l'unità elementare di analisi e i c.d. costi di transazione sono lo strumento teorico operativo che consente di classificare, distinguere, aggregare i vari tipi di transazioni e poi di progettare interventi relativi alle varie tipologie di transazioni, afflitte dall'uno o dall'altro tipo di costi.

Volendo ricorrere ad uno schema si può dire che i liberali classici predicavano il *laissez faire* e perseguivano l'equilibrio economico; i liberali keynesiano-fordisti predicavano il controllo della struttura del mercato (delle sue variabili fondamentali) e perseguivano l'equilibrio sociale; i neoliberali predicano il governo delle transazioni e perseguono la massimizzazione dello sviluppo. E siccome lo sviluppo è concepito come l'aumento del benessere complessivo generato dalla moltiplicazione di transazioni efficienti, ecco che, per la prima volta, invece di essere le singole transazioni a doversi modellare in funzione del *public good* (sottomettendosi all'operare della mano invisibile; adattandosi agli interventi correttivi macroeconomici, ecc.) è invece la realizzazione del *public good* che viene a dipendere dal successo delle singole transazioni massimizzanti. La riuscita di queste ultime non è più concepita come

un fatto privato, ma come lo strumento per la realizzazione di un beneficio pubblico. La transazione è, da ogni punto di vista, il centro di questo universo.

Credo che questa prospettiva, valutata nel suo complesso, consenta di riportare ad una stessa matrice una serie di trasformazioni che hanno riguardato diversi ambiti giuridici: fenomeni apparentemente lontani possono essere allora interpretati come concretizzazioni di una logica comune.

La diffusione di questo orientamento spiega anzitutto la già segnalata sensazione di progressiva frammentazione dell'ordinamento e il moltiplicarsi di discipline sempre più speciali. In fondo ogni transazione presenta a suo modo qualche peculiarità e il gioco delle suddivisioni può svilupparsi praticamente all'infinito¹⁸.

Lo stesso dilagare del c.d. *short-termism*, che tanto preoccupa le istituzioni europee, sembra una più che naturale conseguenza dell'atteggiamento sinora descritto. Se l'attenzione viene concentrata sulla riuscita delle singole transazioni, è inevitabile che sfumi quella visione del quadro di insieme, in cui soltanto, la distinzione tra breve e lungo periodo può avere un senso preciso e può essere adeguatamente gestita¹⁹.

Analogo discorso può riguardare la perdita di interesse per la giustizia distributiva, che presuppone anch'essa il riferimento ad un quadro complessivo.

L'uguaglianza, infine, non è più valutata come un valore complessivo, ma è restrittivamente interpretata come l'uguale possibilità di realizzare transazioni senza dover subire imbrogli e prepotenze.

¹⁸ Ho già ricordato il clamoroso esempio dei contratti. La tendenza alla continua differenziazione della disciplina è peraltro diffusissima e alcuni tra i rapporti presentati ne forniscono una variegata esemplificazione. V. ad es. A. PACIELLO, *Disciplina contabile e informazione al mercato; di consulenza finanziaria* in materia di bilancio (non più interesse generale all'informazione ma bilanciamento di diverse esigenze in rapporto alle diverse transazioni: con imprese quotate, non quotate, piccole, micro, ecc.) o V. SANTORO, *I servizi di investimento: dalla trasparenza alla cura dell'investitore*, in materia consulenza finanziaria.

¹⁹ Sul tema breve-lungo periodo mi permetto rinviare ad alcune osservazioni che ho svolto in F. DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della Corporate Governance?*, *Orizzonti del Diritto Commerciale*, rivista telematica, 2015, 1, p. 7.

5. Alle radici dello stile giuridico neoliberale: dalla “concorrenza” alla “competizione”

Altro elemento caratterizzante (peraltro strettamente connesso con quello già esaminato) è costituito dal fatto che il pensiero neoliberale è dominato dalla centralità dell'idea di *competizione*, molto più che da quella di *concorrenza*.

Questa contrapposizione (che ovviamente sorprenderà chi identifica la concorrenza con la competizione in ambito economico-commerciale) valorizza l'idea di concorrenza come un *processo* che conduce ad uno *stato*. Un processo la cui valenza positiva deriva dai pregi propri dello stato che esso (processo) è in grado di produrre.

Nella teoria classica e neoclassica questo stato coincide con un *equilibrio* di *mercato* cui sono attribuite una serie di qualità positive, prima tra tutte, quella di realizzare la massima possibile utilizzazione delle risorse esistenti, ma anche, almeno da parte di alcuni, quella di realizzare una remunerazione degli agenti che può essere considerata giusta (da coloro che credono che il mercato remunererà ciascuno secondo un criterio di proporzionalità rispetto al contributo che ha dato alla ricchezza collettiva) o ingiusta (da coloro che, come lo scrivente, ritengono che ciò non sia vero e che il criterio sia comunque ingiusto), ma che comunque si configura come definita e imparziale.

La contrapposizione che qui propongo tra *competizione* e *concorrenza* assume come elemento distintivo centrale proprio questo aspetto, e cioè il fatto che nella seconda nozione il processo è apprezzato per i risultati che produce e che possono essere per così dire fissati, contemplati e valutati in un momento di equilibrio (che non deve essere necessariamente permanente ma ben può essere anche solo tendenziale e ricorrente). La nozione di *competizione* evoca invece una concezione della concorrenza intesa semplicemente come una gara in cui ciascun partecipante cerca con ogni mezzo di massimizzare i suoi risultati. Un processo che quindi non ha un luogo di elezione esclusivo (il mercato)²⁰, né un fine ulteriore rispetto a quello di costringere i

²⁰ La competizione è fenomeno che non riguarda solo l'ambito economico, ma può riguardare ciascuno di noi in quasi tutti i contesti in cui ci capita di interagire con altri. Questo giustifica la dilatazione del metodo economico e le elucubrazioni di Becker, proprio a proposito delle quali Foucault notava che la visione competitiva del mondo, dominante nel pensiero neoliberale, finisce per trasformarci tutti in *imprenditori di noi stessi*, attenti a ricavare il massimo di utilità dalle nostre scelte, a cominciare da quelle che facciamo investendo sul nostro futuro, proseguendo con quelle che facciamo come lavoratori e come consumatori.

partecipanti alla gara a migliorare continuamente le proprie prestazioni²¹.

Sia chiaro che la distinzione proposta ha una valenza puramente analitica (non implica cioè alcun giudizio di merito su quale sia la concezione migliore) e si riferisce ad una diversità di tipo *ideologico* (il diverso modo di auto-presentarsi delle due impostazioni) e non al fatto che ciascuna delle due effettivamente realizzi quanto promette (efficienza e magari giustizia l'una, continuo miglioramento delle prestazioni, l'altra).

Si tratta perciò solo di prendere atto che un mutamento di prospettiva è effettivamente avvenuto, mutamento che del resto appare strettamente connesso a quello in precedenza evocato, e cioè alla centralità acquisita dall'analisi delle singole transazioni. In entrambe le prospettive va, per ragioni diverse, definitivamente perduta ogni visione dell'insieme e dei suoi problemi ed esigenze (come ampiamente dimostrato dalla crisi finanziaria e dalla susseguente grande depressione). Va anche perduto il riferimento (fondamentale nel pensiero dei liberali classici a partire da Adam Smith) alla morale, alla simpatia, alle tendenze della specie umana e, soprattutto, alla possibilità di raggiungere equilibri naturali.

Si tratta di un dato che non va considerato un progresso, quasi una forma di emancipazione da una sorta di naturalismo primitivo presente nei vecchi teorici della concorrenza. Il riferimento all'equilibrio non era un elemento accidentale o un residuo del passato. Esso aveva invece un ruolo a mio avviso fondamentale nel pensiero liberale classico, dominato, come è noto, dal mito della sicurezza individuale. In questa visione la sicurezza parte ovviamente dalla protezione dell'individuo contro oppressioni, arbitrii e prepotenze del sovrano, o dell'autorità politica, ma avrebbe però poco senso se si tollerasse che all'insicurezza derivante dall'arbitrio politico avesse a sostituirsi l'insicurezza propria di una società civile squilibrata ed instabile. Il riferimento all'equilibrio non è perciò il cascame di un giusnaturalismo utopico, ma è a mio avviso una componente importante del quadro. Tanto è vero che nel pensiero neoliberale con il riferimento all'equilibrio va perduto anche quello alla sicurezza. La parola d'ordine attuale non sembra più essere “*security*”, ma “*resilience*”²².

²¹ La diffusa ossessione per la crescita e per i relativi tassi è una manifestazione di questa tendenza tanto più se si considera che il discorso relativo alla crescita viene inquadrato più in una prospettiva di c.d. sviluppo *sostenibile* (nozione evocatrice di una massimizzazione sotto vincolo) che in una di sviluppo *equilibrato*.

²² In argomento v., tra i tanti, B. ANDERSON, *What Kind of Thing is Resilience?*, 35 *Politics*, 2015, 60.

L'assenza del riferimento all'equilibrio non significa che il neoliberalismo possa o voglia rinunciare ad imporre un ordine ed a normalizzare la società. Ordine e normalità, che sono il presupposto della quantificazione e della funzione di misurazione che esplicano i prezzi di mercato, sono essenziali al funzionamento del sistema, così come lo sono anarchia e originalità, che sono il presupposto della sua capacità innovativa e trasformativa. Il fatto piuttosto è che l'ordine viene oggi imposto molto più per ottenere quello che possiamo chiamare livellamento del campo da gioco, che non per raggiungere equilibri giusti o comunque apprezzabili.

Ciò spiega, sul piano dell'intervento legislativo, il molto poco liberale diluvio di norme prodotto dall'ossessiva concentrazione sulle modalità della competizione, diluvio che molto spesso si traduce nella minuta regolazione di certe pratiche, con conseguenze talora addirittura soffocanti sulla libertà di azione dei singoli soggetti.

Questo fenomeno suggerisce anche un tentativo di riflessione più generale. Il fatto è che il neoliberalismo non ha più come valore portante la difesa dell'autonomia dei soggetti che si offrono alla saggia guida della mano invisibile. La fiducia nelle capacità di autonomia del soggetto – intesa come capacità di scegliere razionalmente dei fini e di razionalmente perseguirli – è grandemente scemata (come vedremo ancor più diffusamente tra breve). In sostanza, nel pensiero neoliberale non si tratta più di sfruttare la libera creatività dei soggetti, ma di incanalarne la competitività.

L'idea guida diventa quella per cui il soggetto, lungi dal dover essere lasciato in pace (come nel vecchio *laissez-faire*) deve essere sollecitato e incentivato (è la c.d. *governmentality* neoliberale di cui parla ampiamente una notevole letteratura di derivazione foucauldiana²³). Deve, in particolare, essere indotto a comportarsi da imprenditore di se stesso e quindi a investire e a competere con gli altri secondo regole molto precise, atte a far sì che la competizione si traduca in una continua massimizzazione degli sforzi e, in definitiva, dell'accumulazione. Il che vuol dire sì livellamento del campo da gioco, ma più in generale vuole dire anche normalizzazione, standardizzazione, ordine, ecc., ovvio essendo che in tanto ci può essere competizione in quanto si creano aspetti di diversità, ma anche aspetti di somiglianza. Non è in-

²³ M. FOUCAULT, G. BURCHELL, C. GORDON, P. MILLER, *The Foucault effect: Studies in Governmentality*, University of Chicago Press, 1991; A. BARRY, T. OSBORNE, N. ROSE, *Foucault and Political Reason: Liberalism, Neo-Liberalism, and Rationalities of Government*, UCL Press, London, 1996.

fatti concepibile competizione né tra due entità assolutamente identiche, né tra due entità così diverse da risultare incommensurabili tra loro.

È in funzione di questo obiettivo che va allora letta l'enorme diffusione dei vari, minuti, regolamenti e codici di condotta, che sembrano così contrari alla tradizionale idea di libero mercato. Si tratta di realizzare una normalizzazione che serve sia ai giocatori, sia a chi (investitori, consumatori, ecc.) scommette sull'uno o sull'altro di loro. Se ciascuno giocasse a modo suo, e con le sue regole, nessuna gara sarebbe possibile.

Che la valorizzazione dell'autonomia e della libertà di azione dei soggetti non sia più un obiettivo centrale appare allora naturalmente coerente con una visione del sistema come un gigantesco gioco in cui l'ottimale sviluppo della competitività interna al sistema conta molto più degli interessi e della libertà dei singoli²⁴.

Si spiega così anche il fatto che in tutto il processo di liberalizzazione mercati veri (o, almeno, simili a quelli che una volta erano considerati i soli veri mercati) ne sono stati creati pochissimi. Tutti quelli dei vecchi servizi sono regolamentatissimi: sono luoghi di competizione, ma non di nascita di spontanei equilibri concorrenziali. Ciò che interessa è imporre una logica di competizione, non creare un vero mercato²⁵.

Sul piano giuridico si spiega anche l'impressionante diffusione di rapporti in cui almeno uno dei soggetti è assoggettato ad obblighi genericamente definibili come fiduciari. Si pensi ai rapporti tra i soci e gli amministratori, o, secondo alcuni, addirittura a quelli tra soci di comando e soci minoritari, agli intermediari finanziari, alle numerose attività di consulenza e certificazione che sono oggi esercitate in forma imprenditoriale, ma con precisi vincoli di comportamento stabiliti nell'interesse dei clienti e/o dei fruitori, ecc. A rigore la presenza di obblighi di tipo fiduciario è una caratteristica che mal si concilia con la presenza di un mercato "duro e puro" in cui ognuno è tenuto ad occuparsi solo degli interessi suoi²⁶. In quest'ultimo modello di mercato non esistono conflitti di interessi, nel senso di rapporti che creino fe-

²⁴ Nello stabilire le regole del gioco del calcio nessuno assume come un valore centrale quello della difesa della libertà dei calciatori.

²⁵ W. DAVIS, *The Limits of Neoliberalism*, Sage, 2014, 21: "... the key institution of neoliberalism is not a market as such, but particular market-based (or market-derived) forms of economization, calculation, measurement and valuation".

²⁶ Basti pensare al modello costruito e confrontato con la realtà allora attuale da H. MANNE, *A Free Market Model of a Large Corporation System*, 52 *Emory L. J.*, 2003, 1381.

nomeni di “*divided loyalty*”: ognuno deve essere leale soltanto a se stesso. La prospettiva cambia completamente se l’obiettivo non è il mercato con i suoi equilibri, ma quello di garantire che la competizione, la specializzazione e la divisione del lavoro non creino ostacoli alla realizzazione di transazioni efficienti e allo sviluppo²⁷.

Questa attitudine (lo scopo non è ricostituire effettivamente dei mercati ordinati, ma solo ordinare una qualche competizione) spiega infine anche perché non si tenta più di eliminare i fallimenti di mercato (non si elimina cioè la condizione che rende possibile l’abuso, ma si interviene sull’abuso stesso, il che non riproduce mai esattamente un modello di mercato funzionante) ma solo di neutralizzarne qualche effetto.

Due ultime notazioni per finire su questo punto. Il funzionamento di un mercato concorrenziale (nel senso che ho chiarito prima) richiede una visione di insieme e regole relativamente uniformi. Se si ha di mira solo la competitività, le regole ben possono essere invece molto diverse. Ogni gioco ha le sue regole e non c’è ragione di inventare regole e principi che vadano bene per tutti i contratti, per tutte le società per azioni, per tutte le imprese, ecc.

Infine, caratteristica della competitività è che si parte in posizioni di relativa uguaglianza (tutti dalla stessa linea di partenza) ma si arriva in posizioni necessariamente differenziate²⁸. Il che spiega come mai tutte le molte regole a protezione delle parti deboli, a compensazione delle *market failures*, a livellamento del terreno di gioco, ecc. lungi dall’avvicinare le condizioni delle persone le une alle altre, hanno invece prodotto un enorme aumento della disuguaglianza complessiva.

²⁷ Per illustrare il punto con un esempio semplificato ed estremo, basta pensare che se gli amministratori di s.p.a. e gli intermediari finanziari potessero liberamente approfittare, rispettivamente, dei soci e degli investitori, salterebbe tutto il meccanismo di divisione del lavoro tra risparmiatori e gestori che è alla base dell’impresa moderna e si dovrebbe tornare ad un mercato in cui ciascun imprenditore gestisce esclusivamente le proprie sostanze (più, al massimo, quello che qualche altro imprenditore, in particolare qualche banchiere, fosse disposto a prestargli).

²⁸ Se un rapporto di scambio può anche riuscire a presentarsi come un rapporto in cui entrambe le parti guadagnano, un rapporto competitivo incontra qualche evidente difficoltà a presentarsi così. V. ad es. B. AMABLE, *Morals and politics in the ideology of neo-liberalism*, 9 *Socio-Economic Review*, 2011, 3, 9.

6. L'evoluzione neoliberale delle nozioni giuridiche fondamentali

Vorrei adesso indicare, sia pur molto sommariamente, quali sono le modifiche che il cambio di impostazione descritto nei due paragrafi precedenti ha comportato con riferimento ad alcune nozioni giuridiche fondamentali. Userò come filo conduttore di queste brevi riflessioni la categoria del soggetto.

a) La costruzione del soggetto neoliberale

Nel diritto moderno un individuo non può essere agente di una pratica se non assume la *forma* del soggetto. Il modo in cui l'individuo è trasformato in soggetto (quali capacità gli sono attribuite, quali necessità gli sono riconosciute) definisce in maniera decisiva l'orizzonte di senso delle norme (banalmente: le norme "adatte" a soggetti "forti", pienamente razionali, capaci di autogoverno, di soddisfare da sé le proprie necessità, ecc. non sono altrettanto adatte a soggetti "deboli", limitatamente razionali, schiavi delle loro passioni, economicamente dipendenti, vulnerabili, ecc.).

La mia tesi è che il soggetto liberale era un soggetto comunque "denso", era, più o meno, il governatore kantiano dei suoi spazi di libertà, tendenzialmente autonomo dall'ambiente esterno e interno (passioni). Il soggetto neoliberale è un soggetto "sottile". Tutto quello che gli si richiede è di sapere mettere i suoi appetiti in un ordine gerarchico. È un soggetto la cui libertà *in sé* sembra interessare poco sia il sistema, sia lui medesimo.

Nel neoliberalismo l'obiettivo non è di consentire la realizzazione dei piani individuali di soddisfazione degli interessi di ciascuno (prospettiva in cui, come insisteva Bentham, uno conta per uno) ma quella di massimizzare il benessere complessivo, prospettiva in cui l'individuo non è più un fine, ma conta come un semplice addendo, una specie di fattore produttivo della soddisfazione complessiva.

La libertà di questo soggetto non ha un valore in sé, come condizione per l'arricchimento della sua personalità, ma è solo uno strumento per rivelare al mondo le sue preferenze.

È un puro strumento di selezione dei benessere rilevanti. Quando alla selezione dei soggetti interessati si può sostituire una selezione esterna, la libertà di scelta diventa inutile e può essere tranquillamente soppressa²⁹.

²⁹ Come è avvenuto nel diritto antitrust, dove i ragionamenti del tecnico (l'economista che ricostruisce gli effetti della fattispecie) hanno sostituito la libertà di scelta degli agenti.

b) La struttura delle norme

Il soggetto liberale ha una fortissima razionalità e capacità di autonomia (Kant) e si muove in un contesto sociale che egli è in grado di analizzare e razionalizzare (Weber).

Cosa deve fare il diritto per simili soggetti? Una risposta naturale è: mettere a loro disposizione prima di tutto, sfere di azione protette, veri e propri “piccoli regni” (zone di autonomia nel senso etimologico di autogoverno) e poi gli strumenti giuridici necessari per dominare l’ambiente, per calcolare in anticipo le conseguenze delle loro azioni, per assicurare la realizzazione dei piani concordati. Perciò norme “a fattispecie”³⁰ generali, rigide, astratte, inserite in un sistema formale in grado di colmare le lacune con semplici ragionamenti “interni” al sistema stesso. Si tratta di dare al soggetto la possibilità di fare scelte importanti e di suggerire adeguatamente queste scelte.

In sostanza: un soggetto forte che si muove in un ambiente calcolabile (Weber) e nel complesso razionale (nel senso di tendente all’equilibrio: la “mano invisibile” di Smith, l’equilibrio di Walras)³¹.

Adesso non solo il soggetto ha subito le modificazioni di cui si è detto, ma anche l’ambiente è diventato infinitamente più imprevedibile³². Si tratta

Segnalavo l’implicita svalutazione dell’importanza della libertà di scelta del consumatore, latente nell’impostazione della scuola di Chicago, già in F. DENOZZA, *Antitrust*, il Mulino, Bologna, 1988, 141 ss.

³⁰ Sul tema della fattispecie v., di recente, N. IRTI *La crisi della fattispecie*, in *Riv. dir. proc. civ.*, 2014, 36 ss., e in una serie di altri saggi ora raccolti in ID., *Un diritto incalcolabile*, Giappichelli, Torino, 2016. L’intervento di Irti, che constata e stigmatizza l’allontanamento del diritto contemporaneo dalla razionalità formale assicurata dal ricorso alla fattispecie e al ragionamento per sussunzione, ha generato un’intensa dibattito. Cfr., diversamente orientati su questo tema e su quello strettamente connesso della certezza del diritto, A. CATAUDELLA, *Nota breve sulla “fattispecie”*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, II, 10245; N. LIPARI, *I civilisti e la certezza del diritto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2015, 1115; G. BENEDETTI, *Fattispecie e altre figure di certezza*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2015, 1103; G. ZACCARIA, *L’abuso del diritto nella filosofia del diritto*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 744; F. DENOZZA, *In viaggio verso un mondo re-incantato? L’eclisse della razionalità formale nel diritto neoliberale*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2016, in corso di pubblicazione.

³¹ A mio avviso il modo in cui vengono concepiti, da una parte, il soggetto e, dall’altra, il contesto in cui è chiamato ad agire (quindi, qui, essenzialmente il mercato) determina in ultima istanza l’evoluzione degli aspetti fondamentali del sistema giuridico. Ho cercato di applicare questo modello allo studio della specialità del diritto commerciale in F. DENOZZA, *Sulle tracce di una vecchia talpa: il diritto commerciale nel sistema neoliberale*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, rivista telematica, n. 3/2015.

³² “Liquido”, per usare la nota terminologia di Z. BAUMAN, *Liquid Modernity*, Polity Press, 2000.

di un ambiente “intriso” di costi di transazione, espressione che rimanda, come si sa, a una vasta quantità e varietà di fenomeni, peraltro quasi integralmente riducibili a conseguenze dell’incertezza e della imprevedibilità.

È ovvio allora che la qualità delle norme non può restare la stessa. Norme a “fattispecie” possono rivelarsi sono troppo rigide e rischiose per un soggetto debole che si muove in un universo complesso. Clausole generali di vario tipo aumentano, forse, l’incertezza sul piano strettamente giuridico, ma diminuiscono il rischio pratico, il rischio cioè di finire, a causa di un proprio atto o di un evento esterno, in una situazione disperata da cui una rigida norma non consentirebbe alcuna possibilità di uscita³³.

c) Le tutele delle situazioni soggettive

Nel pensiero neoliberale la tutela dei diritti, e delle situazioni soggettive in generale, non è concepita come strumento al servizio del soggetto (creazione di ambiti per lo sviluppo della sua personalità e l’esercizio della sua autonomia) ma come funzionale alla massimizzazione del benessere complessivo. I diritti devono essere assegnati a chi li valuta di più, perché in grado di farne l’uso migliore, e tutta l’articolazione della protezione è pensata come dipendente da questa finalità, e non dall’importanza che il singolo diritto riveste per la persona del titolare³⁴.

³³ Si pensi al famosissimo caso verificatosi alcuni anni orsono e diventato quasi paradigmatico, del contratto di acquisto *take or pay* di elettricità pagata in dollari a due fornitori americani da un’impresa indonesiana che la rivendeva sul mercato interno in rupie indonesiane. Qui è evidente che la certezza nell’interpretazione e applicazione del contratto si scontra con l’incertezza della realtà, incertezza che in quel caso assunse le sembianze di una terribile e imprevedibile crisi finanziaria che ebbe a comportare una enorme svalutazione della rupia. I principi affermati dagli arbitri internazionali che si occuparono del caso, e che limitarono, in applicazione della teoria dell’abuso del diritto, i danni risarcibili ad una minima frazione di quanto rivendicato in base alla lettera dei contratti dalle compagnie americane, diminuiscono ovviamente la “prevedibilità” del regolamento contrattuale, ma diminuiscono al contempo l’imprevedibilità dell’esito economico, evitando che un evento imprevisto possa trasformare un normale affare in un totale disastro. Cfr. *Himpurna Cal. Energy Ltd. (Bermuda) v. PT. (Persero) Perusahaan Listrik Negara (Indonesia)*, 14 *Mealey’s Int’l Arb. Rep.* A-1, A-53 (Dec. 1999) e *Patuha Power Ltd. (Bermuda) v. PT. (Persero) Perusahaan Listrik Negara (Indonesia)*, 14 *Mealey’s Int’l Arb. Rep.* B-1, B-44 (Dec. 1999) su cui v. diffusamente I. PETROVA, “Stepping on the Shoulders of a Drowning Man” *the Doctrine of Abuse of Right as a Tool for reducing Damages for Lost profits: Troubling Lessons from the Patuha and Himpurna Arbitrations*, in 35 *Geo. J. Int’l Law*, 455 (2003).

³⁴ Mi sono occupato di alcuni aspetti del difficile problema della tutela delle posizioni soggettive nelle concezioni strumentali del diritto in F. DENOZZA, *Le situazioni soggettive*

In questa visione del diritto (oggettivo) come distributore di risorse e incentivi, si crea una tensione tra due obiettivi che si riflette in particolare nella definizione del ruolo e della conseguente disciplina dei diritti (soggettivi).

Da una parte, c'è l'obiettivo di favorire gli investimenti e prevenire le esternalità, obiettivo che richiede una definizione dei diritti soggettivi precisa, rigida e stabile (chi investe deve sapere con esattezza quali pretese i terzi potranno eventualmente avanzare nei suoi confronti). Dall'altra parte, il costante perseguimento dell'efficienza richiede invece capacità di seguire l'evoluzione e di procedere perciò alla riassegnazione di un diritto *o di una parte di esso* quando la titolarità di una certa posizione soggettiva sia diventata inefficiente.

In questa prospettiva si spiegano due fenomeni caratteristici del diritto (oggettivo) attuale che sono difficilmente conciliabili con un'impostazione liberale classica. Alludo alla facilità con cui le tutele soggettive sono spesso sacrificate ad obiettivi di presunta efficienza (si pensi tra i casi più recenti alla disciplina delle società bancarie e delle loro crisi³⁵) e soprattutto alla costante minaccia di compressione che grava sui poteri soggettivi in connessione alla valutazione del loro esercizio in termini di abuso, di contrarietà a buona fede, di necessario bilanciamento, ecc.

È forse vero che i diritti (soggettivi) diventano sempre più numerosi³⁶, ma forse è altrettanto vero che diventano sempre più instabili, soggetti (come il fondo in cui si svolge la tragedia coaseana dell'allevatore e del coltivatore) ad essere frazionati in tante piccole facoltà di ciascuna delle quali si può discutere se deve essere assegnata al titolare del diritto o ad altri.

d) Il soggetto e la depoliticizzazione neoliberale del diritto privato

Questa concezione in cui il soggetto è in definitiva concepito come una macchina massimizzante introduce nuovi e più incisivi elementi di ulteriore depoliticizzazione del diritto privato.

nelle concezioni strumentali del diritto: un'incursione teorica tra Jhering e l'Economic Analysis of Law, in *Notizie di Politeia*, 2016, 1128.

³⁵ Il fenomeno è sottolineato in almeno due dei rapporti presentati, v. O. CAPOLINO, *Banking Recovery and Resolution: riparto delle funzioni, compiti e responsabilità* e C. FRIGENI, *La Governance delle società bancarie*, 27.

³⁶ Un rilevante fenomeno considerato, almeno cronologicamente, connesso con lo sviluppo del neoliberalismo, e di cui non si dà qui conto, è la moltiplicazione dei diritti umani. L'argomento meriterebbe una trattazione a parte data anche la ricchezza di specificità (a cominciare dal problema rappresentato dall'alto grado di "inattuazione" che caratterizza l'ultima generazione di questi diritti) che lo caratterizza.

L'autonomia del diritto privato dalla politica può essere sostenuta da diverse prospettive. Si può anzitutto sostenere che il diritto privato è autosufficiente, nel senso che il suo funzionamento è assicurato pochi istituti "naturalisti" (il contratto, la proprietà, ecc.) sulla cui configurazione la politica, nel senso del luogo di composizione di conflitti di interessi e di elaborazione di scelte collettive, non avrebbe nulla da dire e non dovrebbe interferire.

Su un altro piano si può sostenere che il diritto privato è autonomo nel senso che persegue dei fini suoi propri³⁷, non suscettibili di essere ridefiniti sulla base di una discussione di tipo politico.

La critica di queste concezioni del diritto privato è ormai ben risalente e raggiunse la sua punta probabilmente più alta con l'elaborazione dei realisti americani³⁸.

Lo stile neoliberale propone però una concezione a mio avviso per molti aspetti nuova della depoliticizzazione del diritto privato (anzi, in verità, di quasi tutto il diritto). La depoliticizzazione deriva qui non dalla corrispondenza del diritto ad un ordine naturale o dalla presenza di una forte e autonoma guida ideale, ma dal fatto che i problemi che esso è chiamato a risolvere sono concepiti come problemi strettamente tecnici³⁹. Il compito del diritto non è perciò quello di realizzare (più o meno opinabili) sintesi tra interessi confliggenti, ma quello di trovare le soluzioni meglio in grado di massimizzare la soddisfazione di un interesse supposto comune.

La combinazione dei due aspetti (l'indebolimento del soggetto, di cui si è detto pocanzi, e la tecnicizzazione massimizzante) dà così origine ad un'ulte-

³⁷ Ad es., la kantiana massimizzazione delle libertà di tutti, già poco fa ricordata, o una sorta di giustizia commutativa, (come nella nota elaborazione di E. WEINRIB, *The Idea of Private Law*, Harvard, 1995), ecc.

³⁸ E vedi già il famosissimo R. HALE, *Coercion and Distribution in a Supposedly Non – Coercive State*, 38 *Political Science Quarterly*, 1923, 470, in cui si smonta l'idea di un diritto privato apolitico in quanto luogo di libera interazione tra liberi individui.

³⁹ Beninteso, il riferimento non è alla tecnica interna del diritto (come poteva essere all'epoca del diritto liberale classico e della pandettistica che incantava e ispirava Max Weber) ma all'uso strumentale del diritto stesso, ridotto al rango di un utensile tecnico, come un cacciavite o un martello (ho cercato di cominciare ad affrontare il tema molto complesso della precisa collocazione dell'EAL all'interno della famiglia delle concezioni strumentali del diritto in F. DENOZZA, *Le situazioni soggettive nelle concezioni strumentali del diritto*, cit.). Utensile tecnico cui è assegnato uno scopo ben preciso, che è quello di rimuovere gli ostacoli al raggiungimento dell'obiettivo che nel linguaggio politico viene chiamato sviluppo e nel linguaggio tecnico dell'EAL viene chiamata la massimizzazione del benessere complessivo.

riore forma di depoliticizzazione. Rilevante preoccupazione dello stile neoliberale sembra essere infatti quella di ridurre al minimo gli spazi in cui i soggetti possono collettivamente e attivamente incidere sulle caratteristiche del contesto. L'idea è quella di evitare il più possibile che il soggetto si trovi direttamente coinvolto nel compimento di scelte che, collettivamente considerate, possano rivelarsi basilari. Lo strumento per raggiungere questo risultato è la costruzione di astrazioni in grado di definire interessi supposti comuni a vaste categorie, categorie considerate a loro volta in qualche modo rappresentative dell'interesse più generale alla massimizzazione. Vengono in tal modo creati punti di riferimento fissi che prescindono dai conflitti tra le diverse categorie dei concreti soci, consumatori, investitori, creditori, ecc. e da quello che essi possono effettivamente volere. Obiettivi fissi che possono essere perciò perseguiti attivando meccanismi automatici apolitici o comunque prescindendo da un attivo intervento degli interessati.

La bussola della disciplina societaria diventa così lo *shareholder value*, considerato rappresentativo dell'interesse generale a massimizzare l'efficienza delle s.p.a., e che ben può svolgere la sua funzione di indirizzo a prescindere dal concreto ed effettivo intervento dei soci (il che spiega l'apparente paradosso di una teoria che pone al centro l'interesse dei soci mentre degrada la funzione del loro organo rappresentativo, l'assemblea). Analogo fenomeno si verifica nel diritto *antitrust*, in cui il riferimento al *consumer welfare*, considerato rappresentativo dell'interesse generale a massimizzare la soddisfazione ricavabile dal consumo, consente di ritenere lecite pratiche che si ritengono non diminuire il benessere dei consumatori anche quando ne diminuiscono però la libertà di scelta.

Più in generale, appare significativa la moltiplicazione dei condizionamenti oggettivi imposti all'esercizio dell'autonomia: il merito di credito dipende non da una saggia valutazione di chi deve concederlo, ma dai parametri "oggettivi" fissati a Basilea; la validità di derivati – e altri contratti – non dipende dalla volontà della parte e dagli scopi soggettivi perseguiti, ma dal fatto di poter configurare una "causa in concreto" che appaia al giudice accettabile (o non accettabile); le "aspettative razionali" – oggettive – sostituiscono l'affidamento – soggettivo – come parametro di riferimento della tutela contro immeritate delusioni; il consumatore medio sostituisce una analisi delle capacità, dei desideri e dei confliggenti interessi dei vari consumatori, ecc.

7. Transazioni ed esternalità: i limiti della regolazione neoliberale

Le osservazioni che precedono meriterebbero di essere verificate e sviluppate in una quantità di direzioni e prospettive che qui non è possibile neppure esplorare. Mi limiterò, per concludere, a segnalare quella che secondo me è una delle più gravi implicazioni dell'orientamento neoliberale (almeno, di quello che è stato qui ricostruito come tale).

Se si deve indicare una pietra fondante di tutta l'elaborazione teorica neoliberale non c'è dubbio che il pensiero volge immediatamente al famosissimo lavoro di Coase sui costi sociali⁴⁰. La dimostrazione della teorica possibilità di affrontare in via mercantile e privata (senza interventi pubblici) i fenomeni che ingenerano costi per l'intera società, e che prima erano considerati uno dei più sicuri terreni di necessario intervento dello stato, ha rappresentato, a livello teorico, il contributo e l'innovazione probabilmente principale apportata dal pensiero neoliberale alle classiche e tradizionali esaltazioni delle virtù del mercato.

La mia tesi è che questa innovazione ha comportato il pagamento di un prezzo enorme.

L'idea che sta alla base del ragionamento di Coase, e che è perfettamente coerente con quella che ho individuato come una delle principali caratteristiche del diritto neoliberale, è quella di scomporre i costi sociali complessivi in tante frazioni, separatamente afferenti a ciascuna delle singole transazioni in cui si producono le interferenze che sono all'origine dei costi stessi. Questa operazione teorica, e la conseguente focalizzazione sull'analisi degli effetti di ogni singola transazione, hanno a mio avviso comportato una pericolosissima distorsione nella osservazione della rilevanza sociale delle interazioni tra i vari agenti e, in particolare, dei costi sociali che la realizzazione di determinate interazioni può comportare. L'attenzione è stata inevitabilmente focalizzata *esclusivamente* sugli effetti che una singola transazione può avere sul benessere (oltre che) delle parti, di specifici soggetti (o gruppi di soggetti) terzi, facilmente isolabili ed identificabili.

Il quadro teorico di riferimento in cui si svolge questa analisi degli effetti è quello fornito dalla nozione economica di esternalità, nozione che tende appunto ad inquadrare tutti i casi in cui un'azione produce su soggetti terzi (diversi dagli o dall'agente) effetti di cui l'agente non tiene conto (perché

⁴⁰ R. COASE, *The Problem of Social Cost*, in *The Firm, the Market and the Law*, The University of Chicago Press, 1988, 95.

non si riflettono nei costi e benefici che l'azione produce per lui).

Il quadro teorico offerto dal riferimento a questa nozione è però, dal punto di vista del giurista, gravemente lacunoso. Senza poter qui approfondire un discorso che è piuttosto complesso, può non essere inutile ricordare qui, anzitutto, che gli economisti, grazie ad una distinzione tra due tipi di esternalità (quelle c.d. pecuniarie e quelle c.d. non pecuniarie o tecniche⁴¹) tendono ad escludere dall'ambito di rilevanza delle esternalità tutti i casi in cui gli effetti che un certo comportamento produce sul benessere di terzi sono mediati dal mercato⁴². La ragione addotta a giustificazione della irrilevanza di queste esternalità, dette pecuniarie, che sono onnipresenti e, in un certo senso, coesenziali al funzionamento del mercato stesso, è che esse non inciderebbero sull'efficienza del (sul benessere complessivo totale presente nel) sistema. Ragione discutibile⁴³ e comunque del tutto inaccettabile agli occhi di un giurista che non sia un seguace fanatico dell'analisi economica e della propagandata necessità di concentrare l'attenzione sulle questioni allocative, ignorando totalmente (almeno in prima battuta) tutte quelle distributive.

C'è però, a mio avviso, un problema più profondo e più grave, ed è il fat-

⁴¹ E. MISHAN, *The Postwar Literature on Externalities: An Interpretative Essay*, 9 *J. Econ. Lit.*, 1971, 1-28.

⁴² Per fare un esempio, chi pianta crisantemi nel suo giardino, visibile dai passanti, provoca conseguenze negative per coloro che sono intristiti dalla vista di questi fiori, e positive per quelli che invece li amano. In assenza di un mercato per la "vista" dei fiori, queste possono essere rubricate come esternalità non pecuniarie o tecniche. Se però immaginiamo che il padrone del giardino mette in vendita i crisantemi da lui prodotti, determinando così un aumento dell'offerta e una diminuzione del prezzo, vediamo che altri terzi subiscono altre conseguenze: il benessere dei consumatori di crisantemi aumenta, mentre quello dei produttori preesistenti diminuisce. Queste (ultime) conseguenze sono rubricate come esternalità pecuniarie e sono considerate, come ricordo nel testo, irrilevanti.

⁴³ "But why should only non pecuniary externalities be of moral concern? For pecuniary externalities can totally transform people's lives." Così D. HAUSMAN, *When Jack and Jill Make a Deal*, 9 *Soc. Phil. & Pol'y*, 1992, 95. Disponibile a <http://philosophy.wisc.edu/hausman/papers/jack-and-jill.htm#23return>. Lo stesso R. POSNER, *Overcoming Law*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1995, 24, nota l'arbitrarietà dell'esclusione dalla nozione di danno delle esternalità pecuniarie e mentali (quelle che derivano da invidia, antipatia, ecc.). V. anche 305 dove viene giustamente notato che "Each of us is harmed every day by the actions of unknown others and harms unknown others by our own actions, if only through the operation of competition in economic and other marketplaces". Mi sono occupato della questione più diffusamente in F. DENOZZA, *Fallimenti del mercato: i limiti della giustizia mercantile e la vuota nozione di "parte debole"*, *Orizzonti del diritto commerciale*, rivista telematica, 2013, fasc. 3.

to che la prospettiva individualistica che caratterizza il pensiero neoliberale (ma, se è per questo, anche il pensiero liberale classico) tende ad ignorare i legami sociali che esistono tra i singoli soggetti prima, e al di fuori, della singola transazione. Si tratta di legami sociali che la transazione in questione non può modificare e che sono però decisivi nel definire le implicazioni sociali della transazione stessa.

E ciò in un duplice senso. Da una parte, l'insieme di questi legami sociali definisce le transazioni possibili, e la potenziale maggior o minore convenienza di ciascuna di esse, dall'altra, gli effetti delle transazioni effettivamente concluse rifluiscono attraverso questo insieme di legami, in un processo che può modificare sia il senso di questi legami, sia quello delle transazioni stesse. Prendendo come riferimento la transazione tra allevatore e coltivatore del famoso esempio di Coase, è facile anzitutto rilevare che il fatto che i due vicini si diano, o non si diano, fastidio, è il frutto di un legame sociale (il modo in cui i terreni sono stati divisi e assegnati, o non assegnati, o mantenuti in comune, ecc.) che è un presupposto (per molti aspetti non modificabile dai due soggetti coinvolti) condizionante modalità e possibili esiti della transazione.

La convenienza delle singole transazioni possibili, e la portata complessiva dei loro effetti, dipendono poi da un insieme di legami sociali molto complessi, che collega la transazione tra allevatore e coltivatore ai destini di tutta un'altra serie di soggetti potenzialmente interessati: i consumatori di carne, i consumatori di grano, i produttori di sementi e mangimi, i macellai, i panettieri, gli ecologisti preoccupati del costo ambientale della carne, gli estimatori della civiltà contadina, i nostalgici della libera attività pastorale, ecc. Tutti questi soggetti, e le loro preferenze e interessi, possono essere immaginati come incardinati in un *network* attraverso il quale gli effetti di ciò che succede in un nodo si irradiano in vario modo, provocando modifiche nella situazione di tutti coloro che occupano gli altri nodi dello stesso *network*.

Di fronte a questo gigantesco fenomeno, inevitabilmente inscritto nella complessità dei legami sociali che vincolano gli uni agli altri i componenti di una qualsiasi società (e tanto più quelli di una società moderna in cui è praticamente impossibile uscire o anche solo isolarsi), è evidente che l'analisi in termini di effetti immediati di ogni singola transazione è assolutamente inadatta a fornire un quadro che consenta consapevoli e lungimiranti giudizi.

Un paio di esempi potrà aiutare a chiarire meglio il punto. Un primo esempio è molto semplice e però ci rimanda ad un problema molto rilevante e ad una delle principali cause della recente crisi finanziaria. Si pensi alla decisio-

ne relativa al consentire, oppure no, la possibilità di stipulare derivati senza vincoli e limiti di sorta. In caso di decisione positiva, i derivati possono essere sganciati da quei legami con esigenze reali che esistono nei derivati c.d. di copertura, e possono diventare, dal punto di vista del soggetto che li stipula, decisamente simili a scommesse.

Se si osserva il fenomeno dal punto di vista della singola transazione e dei suoi effetti immediati, si può essere indotti a pensare che qui vengono in rilievo esclusivamente gli interessi delle parti e forse, sullo sfondo, il, peraltro dubbio, interesse del mercato a ricevere quelle informazioni sulle aspettative degli speculatori che la stipulazione dei derivati, e in particolare il loro prezzo, gli possono fornire. Questo è il punto di vista che ha sostanzialmente prevalso, almeno sino alla crisi finanziaria del 2007-2008.

Quest'ultima ha invece insegnato che i derivati sono in grado di avere effetti sociali molto più estesi di quanto possa apparire a chi focalizzi l'attenzione sulle singole transazioni. Il fatto è che un operatore finanziario che abbia stipulato molti derivati di pura scommessa diventa l'analogo mercantile di un soggetto che nella realtà vada in giro carico di bombe⁴⁴. La prima vittima delle sue scelte sarà ovviamente lui stesso, ma è certo che anche molti altri soggetti (creditori, investitori, ecc.) potrebbero essere danneggiati. È ben vero che costoro potrebbero evitare i rischi di insolvenza dei portatori di derivati semplicemente tenendosi ad opportuna distanza dagli stessi (evitando cioè di fare credito o di investire in imprese che fanno massiccio ricorso ai derivati). Al di là, però, di ogni discussione sulla realistica possibilità di individuare i soggetti pericolosi, e di misurarne la pericolosità, la domanda che l'esempio induce a porsi è decisamente più radicale e riguarda la possibilità di tollerare che i soggetti possano porre in essere qualsiasi comportamento ritengano vantaggioso per loro stessi, anche quando ciò possa creare pericoli per altri, con conseguente aumento, per costoro, dei necessari costi di informazione, attenzione, ecc. Non so quanti economisti sarebbero disposti a considerare questi costi come una esternalità. Quello che è certo è che non c'è nessuna valida ragione per escludere a priori la rilevanza di questi costi e tanto meno per farli sparire dall'orizzonte del discorso come di fatto è avvenuto, nel caso dei derivati, con la focalizzazione esclusiva sulla singola transazione e sui suoi effetti immediati.

⁴⁴ F. DENOZZA, *La funzione dei derivati nel mercato: tra disciplina del contratto e disciplina dell'impresa*, in A. GUACCERO, M. MAUGERI (a cura di), *Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?*, Giuffrè, Milano, 2011, 147.

Un altro esempio, molto più complesso, ma, se possibile, ancora più rilevante e significativo, può essere offerto da un altro tipo di (apparentemente molto più innocua) transazione. Penso alla semplice transazione con cui un risparmiatore affida ad un professionista (un fondo indicizzato, un fondo pensione, un *hedge fund*, ecc.) la gestione dei suoi risparmi. A prima vista i soli problemi di disciplina che questa transazione sembra porre riguardano gli interessi dei due contraenti e, magari, quelli degli altri potenziali intermediari finanziari che potrebbero essere indirettamente danneggiati dal comportamento scorretto di uno di loro. In questa prospettiva, i problemi appaiono facilmente solubili con una disciplina che tuteli il risparmiatore investitore da eventuali abusi, in tal modo evitando sia la spoliazione dei risparmiatori più sprovveduti, sia la rovina della reputazione della categoria degli intermediari.

Questo è in effetti quello che è stato più o meno realizzato con gli interventi legislativi degli ultimi decenni in materia. Il legislatore neoliberale si è sforzato di creare le condizioni istituzionali in grado di facilitare al massimo la realizzazione di transazioni efficienti, in grado cioè di giovare ad entrambe le parti e di essere innocue per gli altri soggetti direttamente interessati.

In tutto ciò è però sfuggito un profilo che è stato completamente ignorato, e cioè che la diffusione di transazioni con cui il risparmio privato viene affidato ad investitori professionali che operano in concorrenza tra loro può avere (come in effetti ha avuto) conseguenze dirompenti sul funzionamento dei mercati finanziari. Investitori professionali, che competono per accaparrarsi la maggior quantità possibile del risparmio privato, hanno prospettive, nonché propensioni e capacità di tenere comportamenti, che sono inevitabilmente diverse da quelle dei risparmiatori che investono direttamente i loro risparmi.

Per questi ultimi la difesa del valore dei loro risparmi, e la eventuale realizzazione di un qualche guadagno, possono essere obiettivi più che ragionevoli. Gli investitori professionali sono invece inseriti in un meccanismo concorrenziale in cui l'unico obiettivo "sensato" diventa quello di fare meglio dei concorrenti, in una spirale destinata ad auto-alimentarsi, verso traguardi sempre più elevati, in ossequio alla logica che domina ogni mercato competitivo.

Di qui la pressione sui *managers* delle imprese che raccolgono risparmio allo scopo di investirlo, e quella che questi a loro volta esercitano sui *managers* delle imprese in cui investono, con una complessiva modifica degli orizzonti temporali, della propensione al rischio⁴⁵, dell'orientamento dei flussi

⁴⁵ Già diversi anni prima dell'esplosione della crisi finanziaria, che avrebbe reso il fe-

finanziari, ecc. Fenomeni tutti che hanno giocato un ruolo determinante nell'innescare e nello sviluppo della recente crisi finanziaria.

Emblematica del problema che sto cercando di illustrare è la vicenda della disciplina della *corporate governance* che, come è ben noto, è uno dei principali imputati della recente crisi⁴⁶.

La verità però è che, se valutati dal punto di vista del raggiungimento dei loro propri obiettivi, i vari sistemi di *governance* non hanno affatto demeritato. Posto che la *governance* societaria non è più concepita come un sistema volto ad assicurare che le strutture di potere interne alle imprese presentino requisiti di equilibrio e di democraticità, ma come un meccanismo per allineare gli interessi dei *managers* a quello degli azionisti, non si può negare che i sistemi di *governance* hanno operato in maniera irreprensibile. Hanno infatti indotto, o costretto, i *managers* ad assumere proprio tutti quei rischi che al momento in cui sono stati assunti sembravano lo strumento migliore per garantire la massimizzazione del benessere degli azionisti⁴⁷.

L'effetto disastroso non è stato prodotto da intrinseci difetti della *governance*, ma dalla interazione tra un certo tipo di *governance* (che funzionava nel modo in cui era stata consapevolmente costruita) e modifiche intervenute

nomeno ancora più drammaticamente evidente, M. AGLIETTA, *Shareholder Value and Corporate Governance: Some Tricky Questions*, 29 *Economy and Society*, 2000, 146, 152, osservava "... institutional investors are less risk averse than individuals for a variety of reasons: the size and liquidity of their funds, their professional expertise and, above all, the competitive structure of delegated portfolio management industry".

⁴⁶ Sul tema del contributo che difettosi strumenti di corporate governance possono aver dato alla crisi, v. OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*, June, 2009; G. KIRKPATRICK, *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, *Financial Market Trends*, 2009/1, Oecd. VAN DEN BERGHE, *To What Extent is the Financial Crisis a Governance Crisis? From Diagnosis to Possible Remedies* (May 27, 2009) disponibile sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1410455>; M. BECHT, *Corporate Governance and the Credit Crisis in Macroeconomic stability and Financial regulation: Key Issues for the G20*, disponibile a http://www.voxeu.org/reports/G20_ebook.pdf.

⁴⁷ Certo si può obiettare che molte delle società che avevano realizzato straordinari guadagni durante lo sviluppo della bolla sono poi finite sull'orlo del fallimento e anche oltre. Questo è vero, ma non credo che questo dato possa mettere in discussione la tesi del sostanziale (buon) funzionamento della *governance*, in conformità con i suoi propri scopi.

La teoria dello *shareholder value* ritiene infatti che la *governance* debba proteggere gli interessi degli azionisti non quelli dell'impresa in sé. L'impresa è puramente strumentale all'arricchimento degli azionisti, quindi se per fare arricchire un gran numero di azionisti bisogna mettere a rischio l'impresa in quanto tale, magari insieme a quel gruppo di azionisti che nel momento in cui la musica smetterà di suonare, si troveranno col cerino acceso in mano, è lecito e anzi doveroso farlo.

te nel funzionamento dei mercati finanziari, oramai dominati da operatori professionali in aspra concorrenza tra loro. La dominante presenza di questi operatori ha infatti determinato, oltre che la già segnalata modifica nell'attitudine nei confronti dei rischi, anche il dilagare del fenomeno c.d. di *herding behavior*, e cioè di imitazione dei comportamenti altrui non sostenuta da un giudizio sulla razionalità di tali comportamenti. Fenomeno che trova qui la sua causa nel fatto che per i *managers* che operano sui mercati finanziari è vitale tenere conto del modo in cui si comportano gli altri operatori, fino alla conseguenza estrema per cui l'opinione che l'agente si forma sulle opinioni altrui influisce sui suoi comportamenti molto più delle sue personali convinzioni⁴⁸.

Questo meccanismo ha pesantemente concorso a determinare la recente crisi là dove ha indotto anche i *managers* in ipotesi più scettici a non ridurre i rischi che andavano assumendo. Una riduzione dei rischi assunti avrebbe determinato, infatti, nell'immediato, una riduzione dei profitti che avrebbe posto l'impresa in questione in posizione di svantaggio rispetto a tutte le altre imprese concorrenti e ciò almeno per tutto l'indeterminabile periodo precedente la trasformazione dei rischi in perdite. Con conseguente più che verosimile licenziamento dei *managers* lungimiranti e prudenti e temporaneo trionfo delle politiche più disposte al rischio e più redditizie.

La morale di questa storia è semplice ed evidente. Il modo in cui funziona un sottosistema di transazioni, lungi dall'interessare esclusivamente i partecipanti e quei terzi i cui interessi siano immediatamente incisi dalle transazioni in questione, irradia in realtà i suoi effetti sull'intero sistema, provocando modifiche di cui dovrebbero tenere adeguato e complessivo conto sia la disciplina del sottosistema in questione, sia quella di altri sottosistemi

⁴⁸ Come osservava già J.M. KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Capitolo 12, V, 4 in fondo, proprio con riferimento al comportamento degli investitori professionali, "Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally", oppure con le parole di un recente premio Nobel, J. TIROLE, *Theory of Corporate Finance*, p. 22, n. 34: "it is sometimes better to be wrong with the rest of the pack than to be right alone". Nel caso dei *managers* degli enti che investono professionalmente, la ragione per preferire un errore condiviso ad una iniziativa giusta, ma solitaria, è molto semplice ed evidente. Poiché nessuno conosce il momento esatto in cui la bolla scoppierà (quando tutti quelli che hanno continuato a scommettere al rialzo dovranno pagare) e poiché uscire dal giro delle scommesse al rialzo può nell'immediato diminuire i profitti, una solitaria strategia di prudenza può risultare fatale alla carriera del manager che abbia ad adottarla con eccessivo anticipo.

coinvolti⁴⁹. Le implicazioni di questa osservazione meriterebbero adeguati approfondimenti che qui non è possibile fare. Si può solo osservare, in generale, che essa porta forti argomenti in favore della tesi che rifiuta la “depoliticizzazione”, in tutte le sue forme, del diritto privato. Se gli atti tra privati hanno (sempre) implicazioni sistemiche che possono (talvolta) risultare di grande rilevanza, è ovvio che la disciplina di questi atti dovrebbe tenere conto di questi effetti o, quanto meno, dovrebbe raccordarsi con la disciplina complessiva del sistema in cui gli effetti stessi si producono.

In questa prospettiva è facile però immaginare che il dominio di uno stile giuridico che, come quello neoliberale, è focalizzato sull’analisi delle caratteristiche delle singole transazioni, non solo non favorisce l’apertura di una discussione, tipicamente politica, sulla valutazione degli effetti complessivi, ma spesso non è neppure in grado di rilevare l’aspetto sociale complessivo dei problemi, prima che questi esplodano.

⁴⁹ F. DENOZZA, *Mercati concorrenziali e rischi sistemici: uscire dalla “Governance” per tornare al “Governo”*, in *Dopo la crisi: conseguenze economiche, finanziarie e sociali*, Giuffrè, Milano, 105.

SEZIONE 1

REGOLE E CRISI BANCARIE

CAPITOLO 1

LA DISCIPLINA EUROPEA DI SOLUZIONE DELLE CRISI BANCARIE. L'ATTUAZIONE NELL'ORDINAMENTO ITALIANO. PROFILI PROBLEMATICI

di *Marilena Rispoli Farina*

1. Premessa. – 2. Il quadro di risoluzione delle crisi tra *going* e *gone concern situations*. – 3. La vendita delle attività d'impresa della banca. – 3.1. (*Segue*). Obblighi procedurali e poteri derogatori. – 3.2. (*Segue*). Taluni problemi legati all'introduzione degli interventi autoritativi sui diritti degli azionisti. – 3.3. (*Segue*). ... e dei creditori. – 4. La *bridge bank*. – 4.1. (*Segue*). Struttura, oggetto e finalità dell'ente-ponte. – 5. La *bad bank*. – 5.1. Le esperienze del passato e il paradigma disegnato dalla BRRD: il binomio *bad bank-bridge bank* (o *good bank*). – 6. Il "caso" italiano.

1. Premessa

Il nuovo quadro normativo europeo per la gestione delle crisi bancarie disciplinato dalla direttiva BRRD offre strumenti e procedure di intervento particolarmente incisivi, e ha il merito di aver introdotto in alcuni ordinamenti, per la prima volta in siffatta materia, una compiuta disciplina. La BRRD si prefigge di armonizzare le ipotesi applicative dei poteri e degli strumenti di risoluzione per fini di stabilità finanziaria, per assicurare che le autorità siano in grado di avvalersene prima e indipendentemente dalla dichiarazione di insolvenza dell'intermediario. Rinviare l'intervento a tale momento, infatti, potrebbe limitare la scelta delle alternative più efficaci per la risoluzione o aumentarne i costi e le perdite per i creditori. La BRRD articola la gestione della crisi bancaria in tre fasi, con una graduazione dei poteri di intervento dell'Autorità (di vigilanza e di risoluzione) a seconda della gravità della crisi stessa: a) quella della pianificazione, b) quella della prevenzione e degli in-

terventi precoci (*early intervention*) e c) quella della *resolution* vera e propria, la quale a sua volta si articola negli strumenti della cessione di beni e rapporti giuridici a un terzo ovvero a un ente-ponte o ancora a una società veicolo, nonché nello strumento del *bail-in*¹.

¹La direttiva in questione – recependo in parte soluzioni già sperimentate in alcuni ordinamenti anglosassoni a partire dalla crisi del 2008, in particolare col *Banking Act* inglese e con il *Dodd-Frank Act* statunitense e recepite nei “*Key Attributes*” elaborati dal *Financial Stability Board* ha inteso, da un lato, dotare gli Stati Membri di una legislazione sostanziale armonizzata per affrontare tempestivamente ed efficacemente le situazioni di “crisi” delle banche e delle *sim*, affinché non si determinino effetti sistemici e, dall’altro, evitare soluzioni troppo diversificate nei vari ordinamenti nazionali, che alterino la concorrenza all’interno dell’Unione. A tali fini le autorità di vigilanza preposte hanno la possibilità di utilizzare uno strumentario assai variegato che dovrebbe consentir loro di prevenire e gestire tali situazioni con massima tempestività e flessibilità. In particolare, viene introdotto (con effetto dallo scorso 1° gennaio 2016) il sistema del *bail-in* che dovrebbe consistere sostanzialmente in una “filosofia” di salvataggio basata non (più) sul ricorso a fonti esterne (il “*bail-out*” cioè, con interventi a carico della collettività, come avvenuto con le generose ricapitalizzazioni o prestiti d’emergenza da parte dei governi a cui si è assistito negli anni passati, ad es. nel caso *Northern Rock*, sotto la pressione psicologica del *refrain* “*too big to fail*”) ma secondo un *burden sharing* in via prioritaria, a carico di azionisti e creditori della banca in crisi, di chi cioè ha (o dovrebbe aver) già consapevolmente accettato una qualche dose di rischio (seppur diversificata a seconda delle varie posizioni), e in via residuale sul sistema bancario. Cfr. T. ARIANI, L. GIANI, *La tutela degli azionisti nelle crisi bancarie*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 721 ss.; R. TOMASIC, *Shareholder Litigation and the Financial Crisis – the Northern Rock Shareholder Appeal*, in www.ssrn.com; ID., *The rescue of Northern Rock; Nationalisation in the Shadow of Insolvency*, in *Corporate Rescue and Insolvency*, 2008, 109. Per una ricostruzione del dibattito a livello europeo sui meccanismi di gestione delle crisi bancarie si rinvia a G. BOCCUZZI, *Towards a new framework for banking crisis management. The international debate and the Italian model*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n. 71, ottobre 2011; E. GALANTI (a cura di), *Cronologia della crisi 2007-2012*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n. 72, maggio 2013; A. ENRIA, *La crisi in Europa, l’impatto sulle banche e la risposta delle autorità*, in <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/310352/Andrea-Enria---Lectio-Magistralis>; S. MICOSI, G. BRUZZONE, J. CARMASSI, *The New European Framework for Managing Bank Crises*, in *Economic Policy*, CEPS Policy Briefs, 21 novembre 2013, in <http://www.ceps.be/book/new-european-framework-managingbank-crises>, e ancora, C. BRESCIA MORRA, G. MELE, *Una vera rivoluzione: il Single Resolution Mechanism*, in *FinRiskAlert*, 12 marzo 2014, in <https://www.finriskalert.it/?p=530>. Per i primi commenti alla nuova disciplina può rinviarsi a S. CAPPIELLO, A. CAPIZZI, *Prime considerazioni sullo strumento del bail-in: la conversione forzosa di debito in capitale*, in *Atti del convegno Orizzonti del diritto commerciale*, Roma, 21-22 febbraio 2014, in http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24571/cappiello_s_capizzi_a; S. GLEESON, *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, LSE Financial Market Group Paper Series (gennaio 2012), in <http://www.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/specialPapers/PDF/SP205.pdf>; M. MARCUCCI, *Crisi bancarie e diritti degli azionisti*, in *atti del convegno CESIFIN*, in *Diritto societario e crisi d’impresa*, Firenze, 12 aprile 2013. Per una approfondita ricostruzione del meccanismo del *bail-in* si rinvia al documentato contributo pubblicato

Si tratta, in ogni caso, di dispositivi integrabili con gli altri strumenti e misure previsti dalle legislazioni nazionali e che danno contenuto al SRM, preordinato, secondo l'intento del regolamento n. 806 del 2014 e della stessa BRRD, ad assicurare l'efficacia e l'uniformità delle norme in materia di risoluzione delle crisi bancarie e la parità di condizioni nel finanziamento della *resolution* nei diversi Stati membri.

Alle misure adottate nell'ambito di una procedura di *resolution* si vorrebbe attribuire un rigoroso parallelismo, esteso fino alla sostanziale equipollenza, con le procedure concorsuali di crisi. Orbene, la "procedura di risoluzione", non è una procedura concorsuale in senso stretto; tant'è che il portato normativo introdotto dalla BRRD sostituisce l'ordinario sistema "per procedure" con un meccanismo "per strumenti". Sembra più corretto, pertanto, parlare di una procedura "paraconcorsuale", interamente affidata all'autorità amministrativa (ANR o BCE), la quale identifica i presupposti per la sua applicazione, individua la procedura di crisi, procede alla redazione di una valutazione delle attività e passività, dispone la riduzione o la conversione dei diritti di partecipazione e degli "strumenti di capitale" nonché degli altri crediti soggetti al *bail-in*.

Tuttavia, impostare il discorso in termini binari *resolution/procedure* di insolvenza ordinarie può essere fuorviante. In altri termini, ritenere che la BRRD, nel contrapporre la *resolution* alle procedure "ordinarie", presupporrebbe che queste mirino necessariamente alla liquidazione, e che dunque la *resolution* sottragga l'intermediario, o parte del suo patrimonio, al suo altrimenti inevitabile destino di essere liquidato, sarebbe erroneo. Del resto, «come già dimostra l'ordinamento italiano, possono essere previste procedure, anche speciali per gli intermediari, che non mirano necessariamente alla liquidazione disaggregata e che, al contrario, sono già allo stato dotate di alcuni degli strumenti di *resolution*, primo fra tutti la vendita dell'azienda in blocco con attivi selezionati di cui all'art. 90 Tub, che è certamente rispondente ad una delle forme della "vendita dell'attività d'impresa" o *sale of business*»² previste dalla BRRD.

sul sito www.dirittobancario.it da C. DI FALCO, M.G. MAMONE, *Capire lo strumento del bail-in attraverso le linee guida e i regulatory technical standards della European Banking Authority (EBA)*, 2 febbraio 2016, laddove l'analisi si conclude osservando come "lo strumento del bail-in si contraddistingue per essere uno strumento innovativo ma molto complesso e di difficile applicazione perché potenzialmente soggetto ad ampia discrezionalità delle autorità di risoluzione nazionali". G. PRESTI, *Il bail-in*, in *Banca, Impresa, Società*, 3, 2015, 339, in part. 340 ss.

²L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in AA.VV., *Dal testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione dei poteri*, in Qua-

La procedura per decidere sulla risoluzione di una banca indica chiaramente che il passaggio dalla fase di precrisi a quello della risoluzione è individuato nella decisione della AR di dichiarare la *non viability* della banca e, quindi, di attivare il processo di risoluzione, come previsto dal regolamento n. 804 del 2014 sul SRM.

Secondo l'approccio adottato, le autorità devono ristrutturare le banche in gravi situazioni di crisi allo scopo di preservare le funzioni critiche essenziali mettendo in atto una serie di misure in grado di incidere profondamente sulla struttura patrimoniale, organizzativa e gestionale.

Ne dà conferma evidente l'art. 31 BRRD che enuncia tali obiettivi nella loro complessità e interrelazione: assicurare la continuità delle funzioni critiche dell'intermediario, prevenire il contagio dei mercati e la disfunzione delle infrastrutture di mercato, ridurre al minimo i costi a carico dei fondi pubblici, proteggere i depositanti e gli investitori garantiti secondo le direttive applicabili e, in generale, i fondi e i beni dei clienti.

Va altresì precisato che gli obiettivi della *resolution* sono in astratto posti su un piano di uguale importanza fra loro; ragion per cui la *resolution* non mira necessariamente al salvataggio degli intermediari in crisi. Spetta all'autorità individuare l'obiettivo che più degli altri viene in rilievo nel caso di specie, secondo un'impostazione che tende a ridurre al minimo costi e perdite della procedura, ma che implica anche scelte di carattere non meramente tecnico (non può escludersi, infatti, *ab origine* che fra gli obiettivi indicati possa sorgere un conflitto, in particolare fra quello di minimizzare l'utilizzo dei fondi pubblici e tutti gli altri). Beninteso, la "risolvibilità" è pur sempre un giudizio prognostico, fornito discrezionalmente dalla medesima autorità, la quale analizza, in una prospettiva di lungo periodo, i profili patrimoniali della banca, per valutare se essa, anche in presenza di situazioni di instabilità finanziaria generalizzata o di eventi sistemici, possa essere assoggettata a liquidazione ovvero a risoluzione. Al tempo stesso, però, è necessario garantire che l'utilizzo di misure invasive come quelle di risoluzione avvenga solo in presenza di rilevanti interessi generali, dato che il meccanismo di risoluzione viola diritti di proprietà la cui tutela è assicurata dalla Carta europea dei diritti fondamentali³.

derni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia, n. 75, Banca d'Italia, Roma, 2014, 147, in part. 164 s., 168 s., 172.

³V. SANTORO, *Prevenzione e "risoluzione" della crisi delle banche*, 15 aprile 2014, in www.regolazioneideimercati.it, 1, in part. 12.

2. Il quadro di risoluzione delle crisi tra *going* e *gone concern situations*

Per individuare “*le azioni di risoluzione più appropriate*”, anche in combinazione tra loro, la valutazione delle attività e passività della banca in *resolution* deve essere “*equa, prudente e realistica*” e demandata a «*una persona indipendente da qualsiasi autorità pubblica, compresa l'autorità di risoluzione*» (art. 36, § 1, BRRD). Al ricorrere delle ipotesi applicative, le AR dispongono, pertanto, dei poteri adeguati per prendere il controllo dell'intermediario in crisi, assumere il ruolo degli azionisti e degli amministratori, trasferire attività e passività e dare esecuzione ai contratti (art. 37, § 1, BRRD). In particolare, ove l'applicazione di uno strumento di risoluzione comporti che i creditori subiscano le perdite o la conversione dei loro crediti, l'AR eserciterà «*il potere di svalutare o di convertire gli strumenti di capitale conformemente all'articolo 59 immediatamente prima o al momento dell'applicazione dello strumento di risoluzione*» (art. 37, § 2, BRRD). Per i gruppi, poi, le autorità possono richiedere azioni correttive relative alla struttura e operatività del gruppo per migliorarne la risolvibilità tenendo conto degli effetti sulla stabilità e sull'operatività *on going*.

Nel dettaglio, la procedura di *resolution* prevede preliminarmente:

a) una valutazione delle attività e delle passività, effettuata da una «*persona indipendente da qualsiasi autorità pubblica*», in base al principio del valore di mercato, salvo che situazioni di urgenza non pongano l'autorità di risoluzione nelle condizioni di dover procedere direttamente a una valutazione provvisoria, da completare in un momento successivo con il coinvolgimento dell'esperto (art. 36 BRRD); qualora si verifichino le circostanze di cui all'art. 57, § 1, BRRD, il tempestivo esercizio, da parte delle autorità di risoluzione delle crisi, del potere di riduzione degli strumenti di capitale emessi (artt. 57-62 BRRD); l'adempimento degli obblighi di notifica, informazione e procedurali descritti nel Capo VII (artt. 81-84 BRRD) nonché il diritto di impugnazione ed esclusione di altre azioni (artt. 85-86 BRRD). Prima di addentrarci nella disamina dei singoli strumenti di *resolution* è bene distinguere a monte gli interventi miranti a lasciare in vita la banca insolvente come entità giuridica autonoma (*going concern*) da quelli che comportano il venir meno della banca come entità giuridica e la sua ristrutturazione in modo da minimizzare gli effetti negativi sui vari *stakeholders* (*gone concern*). Preso atto che la “risoluzione”, a differenza della liquidazione, sottintende il salvataggio dell'intermediario, finalità comune di tali procedure è, infatti, quella

di consentire alla banca in “risoluzione”, considerata nella sua integrità (oppure come organismo aziendale, trasferito a un ente-ponte o a una società-veicolo), di proseguire l’attività dopo l’“attenuazione” del passivo, attuata con operazioni di decurtazione, azzeramento o conversione dei suoi debiti nei confronti dei creditori muniti di diritti soggettivi perfetti (detentori di obbligazioni subordinate, altri creditori muniti di idonei titoli), nonché nei confronti dei titolari di partecipazioni al capitale (*bail-in*)⁴.

Pertanto, nel primo gruppo convergono gli strumenti della vendita dell’attività d’impresa, dell’ente ponte e della separazione delle attività che formeranno oggetto della presente trattazione. Al secondo, invece, appartiene il quarto e ultimo *resolution tool* proposto dalla BRRD, ovvero il *debt write down tool*, o *bail-in*, indubbiamente il più discusso.

Generalmente una soluzione del secondo tipo – facendo venir meno l’entità giuridica dell’intermediario, e ristrutturandola con il preciso obiettivo di minimizzare le ricadute negative sugli *stakeholders* – risulta di maggior tutela per i soggetti interessati, considerato il rischio insito nel mantenimento in vita della società; tuttavia, l’applicazione di strumenti di *gone concern* non è affatto incompatibile con la permanenza in vita della banca, in quanto può essere assolutamente parziale e riguardare – appunto – soltanto le parti *non viable* (cioè non più risanabili) del compendio aziendale. A tale quadro, inoltre, deve essere aggiunta la previsione dell’intervento pubblico quale misura residuale una volta esperito il *bail-in*, in presenza di un concreto interesse generale alla stabilità finanziaria e purché l’operazione – comunque – risulti compatibile con le regole sugli aiuti di stato, che indubbiamente assumono una sensibile rilevanza in materia⁵.

⁴G. PRESTI, *Il bail-in*, cit., 339, in part. 340 ss.; D. ROSSANO, *Nuove strategie per la gestione delle crisi bancarie: il bail-in e la sua concreta applicazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. 3, 2015, 269, in part. 272 s.; E. AVGOULEAS, C.A. GOODHART, *A critical evaluation of bail-in as a bank recapitalisation mechanism*, in *International macroeconomics*, Discussion Paper No. 10065, luglio 2014, available online at: www.cepr.org/pubs/dps/DP10065.php, 1, in part. 17.

⁵L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, cit., 147, in part. 164 s., 168 s., 172; V. CAPIZZI, S. CAPIELLO, *Prime considerazioni sullo strumento del bail-in: la conversione forzata di debito in capitale*, paper presentato al convegno “L’impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi”, Roma, 21-22 febbraio 2014; G. GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corr. giur.*, 12, 2015, 1485, in part. 1491 ss.; A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, 587, in part. 560 ss.

3. La vendita delle attività d'impresa della banca

Grazie allo strumento dell'alienazione dell'attività d'impresa (*sale of business*), le Autorità preposte cedono la banca in dissesto, nella sua totalità o in parte, ad un terzo acquirente (art. 38 BRRD). Questo peculiare *resolution tool* non sembra, per vero, presentare aspetti particolarmente innovativi rispetto a quello della cessione in blocco di attività e passività così come già disciplinato dal nostro Tub.

Riguardo all'oggetto, la vendita può consistere nella cessione di: a) azioni o altri titoli di proprietà della banca da ristrutturare; b) attività, diritti e passività, o parti di essi; c) una combinazione di parte o della totalità delle attività, dei diritti e delle passività.

L'attivo dell'intermediario in crisi può quindi essere ceduto sia direttamente, sia attraverso la vendita delle azioni e degli altri titoli che danno diritti sull'intermediario soggetto a *resolution*. Vengono in entrambi i casi preservate l'integrità del complesso aziendale e il valore di avviamento dell'ente insolvente, nonché garantita la continuità dei servizi forniti da quest'ultimo (grazie al subentro di un nuovo intermediario "sano" e solvibile nei relativi rapporti).

Dal punto di vista sostanziale, non si ravvisa un'effettiva difformità fra trasferire parti di attivo mediante la cessione e prevedere il subentro di nuovi azionisti, attraverso il trasferimento di azioni⁶. Eppure, questa seconda modalità – come si analizzerà di seguito – è molto più delicata, «andando a toccare diritti senz'altro qualificabili come "proprietà" e dunque da trattare nel rispetto dei principi di rango costituzionale (europeo e nazionale) in materia»⁷.

Sotto il profilo soggettivo il cessionario deve essere diverso da un ente-ponte (art. 38, § 1, BRRD). Inoltre, ai fini della legittimazione a comprare quanto messo in vendita dall'ente in risoluzione, fondamentale è la previsione del settimo comma, là dove si statuisce che «*l'acquirente è in possesso dell'autorizzazione appropriata all'esercizio delle attività d'impresa che acquisisce al momento della cessione*», con la piccola deroga secondo cui «*le autorità competenti provvedono a che una domanda di autorizzazione possa essere presa in*

⁶L. DONATO, *Gli strumenti della nuova vigilanza bancaria europea. Dalla Legge Bancaria al Single Supervisory Mechanism*, in AA.VV., *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 75, Banca d'Italia, Roma, 2014, 93, in part. 113.

⁷L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, cit., 147, in part. 164 s., 168 s., 172.

considerazione, congiuntamente alla cessione, in maniera tempestiva». L'acquirente, per giunta, gode di alcune temporanee agevolazioni quanto ai requisiti autorizzativi normalmente imposti per l'esercizio dell'attività ceduta.

Del resto, l'idea che abbia luogo una "sostituzione" in chi "rileva" il *business* (dietro corresponsione del prezzo) è strettamente legata alla natura intrinseca dell'attività bancaria, allorché verificandosi la traslazione del compendio aziendale ad un altro intermediario – che già disponga delle necessarie autorizzazioni – sarà quest'ultimo ad esercitare l'impresa creditizia.

Si tenga da conto che la BRRD contempla anche la possibilità che l'AR intervenga direttamente per sollecitare determinati acquirenti potenziali (art. 39, § 2, BRRD). Di una serie di principi cui ci si deve attenere per la cessione delle attività, l'unico ostativo alla sollecitazione diretta da parte dell'AR è quello secondo cui la procedura «*non favorisce o discrimina in modo indebito potenziali acquirenti*».

3.1. (Segue). Obblighi procedurali e poteri derogatori

Nel caso del *sale of business*, stringenti obblighi procedurali sono imposti dall'art. 39 BRRD, in particolare al par. 2, lett. da *a* a *f*. Proprio in ragione della accennata natura di atto forzoso che caratterizza tale strumento, è previsto esplicitamente che la commercializzazione rispetti una serie di criteri, principalmente riguardanti la trasparenza dell'operazione e la tutela delle ragioni dei creditori e degli azionisti della società che subisce la vendita. A tal fine, si dispone che la cessione sia articolata attraverso procedure competitive, in modo da non determinare conflitti di interesse e discriminazioni tra potenziali acquirenti, effettuata in modo rapido e trasparente e "*a condizioni commerciali*", allo scopo di massimizzare il valore degli attivi trasferiti e ridurre il costo della risoluzione⁸.

Da notare, comunque, che tali transazioni avvengono di fatto in situazioni di *stress* tali da dover essere portate a termine in tempi particolarmente ristretti e, molto spesso, per il tramite di trattative riservate e confidenziali⁹; per questo motivo è prevista una deroga al rispetto dei suddetti criteri per evitare effetti negativi significativi sulla stabilità finanziaria, anche attraverso la prevenzione del contagio e il mantenimento della disciplina di mercato.

⁸ G. BOCCUZZI, *L'Unione bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Bancaria Editrice, Roma, 2015, in part. 117.

⁹ COMMISSIONE EUROPEA, *Technical details of a possible EU framework for bank recovery and resolution*, Brussels, 6 gennaio 2011, in http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2011/crisis_management/consultation_paper_en.pdf.

In quest'ottica, lo stesso art. 39, § 3, lett. *a* e *b*, BRRD, consente all'AR di non conformarsi all'obbligo di commercializzazione di cui al par. 1 qualora verifichi che l'ottemperanza ad esso, a fronte della rivendicazione di certi diritti normalmente riconosciuta dagli ordinamenti nazionali, possa ritardare o impedire il successo della *resolution*. A tal proposito è espressamente sancito che «*la cessione di cui al primo comma è effettuata senza ottenere il consenso degli azionisti dell'ente soggetto a risoluzione o di terzi diversi dall'acquirente e senza ottemperare a obblighi procedurali del diritto societario o della legislazione sui valori mobiliari diversi da quelli di cui all'articolo 39*».

È ancora lo stesso art. 39 ad elencare le ipotesi in cui la deroga è ammessa: «*a) [l'autorità di risoluzione delle crisi] ritiene che il dissesto dell'ente soggetto a risoluzione della crisi costituisca una minaccia sostanziale per la stabilità finanziaria o la aggravi; b) ritiene che l'ottemperanza ai requisiti rischi di compromettere l'efficacia dello strumento per la vendita dell'attività d'impresa nell'affrontare tale minaccia o nel raggiungere l'obiettivo di risoluzione di cui all'articolo 31, paragrafo 2, lettera b)*».

L'unica prescrizione comprensibilmente stringente è invece quella relativa alla "qualità" degli strumenti oggetto del trasferimento: le attività devono essere *viable* e le passività non devono porre rischi alla stabilità sistemica. Viene statuito, infine, il principio secondo cui gli *stakeholders* dell'ente creditizio interessati dalla cessione non devono subire un trattamento deteriore rispetto a quello che avrebbero ricevuto nel caso di *bail-in*.

Si deve, invece, garantire, il rispetto delle norme dell'Unione sugli aiuti di Stato (art. 38, § 2, BRRD). Si tratta di un ulteriore limite all'utilizzo di risorse pubbliche per i salvataggi bancari che deriva dall'esigenza di contenere le distorsioni competitive determinate dagli interventi di assistenza finanziaria ad imprese in crisi¹⁰⁻¹¹.

¹⁰ D. ROSSANO, *Gli aiuti di Stato alle banche e le ritrattazioni della Commissione: tra distorsioni della concorrenza e (in)stabilità finanziaria (nota a sentenza del Tribunale UE del 12 novembre 2015, Causa T. 499/12)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 1, 2016, 1, in part. 11 s.; M. LIBERATI, *La crisi del settore bancario tra aiuti di Stato e meccanismi di risanamento e risoluzione*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 6, 2014, 1339, in part. 1345 ss.

¹¹ COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione relativa all'applicazione, dal 1° agosto 2013, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria*, in <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2013:216:0001:0015:IT:PDF>.

3.2. (*Segue*). Taluni problemi legati all'introduzione degli interventi autoritativi sui diritti degli azionisti

Uno degli aspetti rivoluzionari introdotti dalla BRRD riguarda il fatto che la vendita può avere ad oggetto anche le azioni e gli altri titoli che danno diritti sull'ente sottoposto a *resolution*. Di tal che, «oggetto dell'espropriazione non è più solo il patrimonio, ma la stessa persona giuridica che ne è titolare», dato che si consente all'AR di intervenire sulla struttura proprietaria dell'intermediario¹². È evidente, sotto tale profilo, che il legislatore europeo abbia inteso valicare «l'approccio tradizionale secondo cui gli strumenti delle procedure colpiscono il patrimonio, ma lasciano intatto il soggetto, pur svuotato del suo patrimonio»¹³. Sebbene questa modalità non era prevista nel nostro ordinamento creditizio delle crisi pre-BRRD e tanto meno non lo è in quello fallimentare ordinario, non vi è da stupirsi se il legislatore europeo si sia ispirato alla recente riforma tedesca della *Insolvenzverfahren* (procedura unica d'insolvenza) che consente di cancellare le azioni esistenti ed emetterne di nuove nell'ambito del piano di soluzione della crisi, senza richiedere la specifica approvazione degli azionisti esistenti (§ 225a *Insolvenzordnung*). Resta in piedi come unica forma di “risarcimento” la corresponsione di un valore da compensare (la qual cosa non è probabile ma non può essere esclusa a priori) agli azionisti nel caso di vendita delle azioni con spossessamento di questi ultimi (compensazione che va invece corrisposta all'intermediario sottoposto a *resolution* nel caso di vendita del patrimonio).

Il problema della tutela degli azionisti contro la possibile “espropriazione” non esaurisce il novero delle questioni lasciate aperte dalla nuova disciplina. Nell'assetto descritto, infatti, la tutela dei soci – a differenza di quella dei creditori – non si gioca solo sul piano del diritto di proprietà, ma anche su quello degli altri diritti patrimoniali (ad es., il diritto di opzione) e, non da ultimo, sul piano dei diritti amministrativi (intervento in assemblea, *voice* e voto).

Tali nodi affiorano in considerazione del fatto che, date le esigenze di urgenza e celerità delle procedure di *resolution* (l'AR deve intervenire prima che la crisi finanziaria raggiunga lo stato finale dell'insolvenza), la vendita avviene senza il previo consenso degli azionisti o di terzi diversi dall'acquirente e senza ottemperare agli obblighi procedurali del diritto societario o della legislazione sui valori mobiliari.

¹²L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, cit., 147.

¹³*Ibidem*.

Senza dimenticare, sotto altro profilo, che il trasferimento di attività o proprietà da una banca in crisi in mancanza di approvazione dell'assemblea può implicare una lesione del diritto di proprietà dei titolari degli strumenti finanziari, tutelato dall'art. 1 della CEDU, protocollo I – Protezione della proprietà¹⁴. Sempre restando in tema, è interessante rilevare che lo sposessamento delle competenze deliberative dei soci in ordine al capitale sociale, pur giustificato dall'esigenza di salvaguardare il sistema finanziario, è molto più radicale nell'ipotesi di applicazione del *bail-in* rispetto a quella che interviene, ad esempio, nel nostro ordinamento in caso di conversione dei crediti in partecipazioni nell'ambito della procedura di concordato preventivo, dove i soci conservano un qualche contrappeso, potendo fare opposizione nell'ambito del giudizio di omologazione del concordato¹⁵.

Guardando ancora all'ordinamento interno, si pensi alle novità introdotte nella disciplina delle crisi bancarie dall'art. 99 del d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180 (con cui si è recepita la normativa di risanamento e risoluzione di cui alla BRRD), ove, sempre in tema di compressione dei diritti degli azionisti, «si stabilisce che agli enti sottoposti a risoluzione non si applicano le disposizioni dettate dagli articoli 2343, commi 1 e 3 (conferimenti in natura), 2365 (assemblea straordinaria), 2376 (assemblee speciali), 2436 (deposito e iscrizioni delle modificazioni dello statuto), 2437-*sexies* (valutazione azioni in caso di recesso), 2441 (opzione), 2443, 2445, 2446, 2447 c.c. (in tema di operazioni sul capitale)»¹⁶.

Più in generale, sembra affiorare dalle nuove disposizioni europee un quadro di severa compressione dei diritti dei soci a fronte di un sistema di tutele che appare piuttosto inadeguato. Sebbene, infatti, la crisi dell'impresa bancaria è a tutti gli effetti anche la crisi di una impresa organizzata in forma societaria, la BRRD sostanzialmente ignora la dimensione societaria rinviando

¹⁴ Corte Cost. Austriaca, sent. del 3 luglio 2015 (G239/2015), consultabile sul sito *internet* <https://www.ris.bka.gv.at>.

¹⁵ E. RULLI, *Prevenire l'insolvenza. Dal salvataggio pubblico alla risoluzione bancaria: rapporti con i principi della concorsualità e prime esperienze applicative*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. 3, 2014, 284, in part. 308 s.; M. MARCUCCI, *Crisi bancarie e diritti degli azionisti*, cit., 143, in part. 160; T. ARIANI, L. GIANI, *La tutela degli azionisti nelle crisi bancarie*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, II, 721, in part. 725 s. E. HUPKES, *Special Bank Resolution and shareholders' rights: balancing competing interests*, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 17, No. 3, Emerald, Bingley, 2009, 277 ss.

¹⁶ S. RULLI, *Prevenire l'insolvenza. Dal salvataggio pubblico alla risoluzione bancaria: rapporti con i principi della concorsualità e prime esperienze applicative*, cit., 284, in part. 308 s.

al bilanciamento tra interesse pubblico – che si presume prevalente – e privato, l'opportunità di valutare la conformità della risoluzione ai principi interni¹⁷. Non sorprende, allora, constatare che, in occasione delle consultazioni sulla proposta di direttiva, la maggior parte degli Stati membri si sia dichiarata favorevole alla previsione di casi eccezionali e di emergenza in cui la rilevanza riconosciuta alla tutela della stabilità finanziaria del mercato possa giustificare senza alcuna remora una “compressione” dei diritti degli azionisti.

3.3. (*Segue*). ... e dei creditori

Più in generale, rileva la constatazione secondo cui «le menzionate forme tecniche di risoluzione appaiono funzionalizzate ad una prioritaria finalità preventiva, la quale finisce col prestare scarsa attenzione alla fase liquidatoria che, in presenza del dissesto di una banca, dovrebbe rappresentare invece la naturale modalità di conclusione di ogni procedimento all'uopo adottato»¹⁸.

Alla luce di tali riflessioni ben si comprendono gli ostacoli applicativi che vengono a connotare la normativa europea sopra richiamata. Indubbiamente tali difficoltà sono imputabili alla discrasia esistente tra l'ipotesi teorica cui, volta per volta, fa riferimento il regolatore europeo ed il più articolato contesto ordinamentale nel quale la disciplina di cui trattasi deve trovare concreta attuazione. Non a caso, questioni specifiche insorgono anche nell'ipotesi, non infrequente, di trasferimento di proprietà parziale, vale a dire quando non tutte le attività, le passività e i diritti sono stati ceduti all'acquirente e, pertanto, parte dei creditori rimane con la banca del cedente. In questi casi adeguate garanzie dovrebbe essere previste a favore dei creditori e delle controparti che sono colpite dal mancato trasferimento per evitare che l'AR possa modificare o cancellare i termini dei contratti in essere.

L'approccio *gone concern* – vale la pena ricordarlo – è contemplato quando la banca non è più *viable* – cioè «non ha alcuna possibilità di tornare in condizioni di sostenibilità economica» – e si rende inevitabile, per l'appunto, il ricorso a soluzioni contemplanti il venir meno dell'intermediario come entità giuridica. A conferma di ciò vi è la previsione (art. 37, § 6) secondo

¹⁷ COMMISSIONE EUROPEA, *Overview of the results of the public consultation on an EU framework for Cross-border crisis management in the banking sector*, Bruxelles, 11 marzo 2010.

¹⁸ F. CAPRIGLIONE, *Luci ed ombre nel salvataggio di quattro banche in crisi*. Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio», in *Riv. dir. banc.*, 2, 2016, 1, in part. 5 s., 10.

cui, qualora si optasse per la cessione parziale del complesso aziendale, le attività non trasferite dovrebbero essere liquidate normalmente entro un lasso di tempo appropriato. La qual cosa genera, peraltro, problemi di parità di trattamento tra creditori trasferiti e creditori non trasferiti¹⁹.

Degno di nota è l'art. 34 BRRD per il quale qualsiasi misura intrapresa deve essere coerente con taluni principi generali reputati inderogabili (significativo è il riferimento alla regola secondo cui gli azionisti debbono subire per primi le perdite, laddove i creditori ne sopportano le conseguenze soltanto successivamente, ferma restando la parità di trattamento tra gli appartenenti alla medesima categoria). A ciò si aggiunga il principio secondo cui nessun creditore deve tollerare perdite maggiori rispetto a quelle che avrebbe sostenuto se l'ente fosse stato liquidato con procedura ordinaria di insolvenza. Da un punto di vista sostanziale questo principio è corretto e potrebbe anche rivelarsi più vantaggioso in alcune circostanze, ma non lo è, da un punto di vista giuridico, per i terzi interessati, date le diverse procedure seguite per la determinazione del valore di compensazione rispetto alle procedure concorsuali.

Inoltre, similmente a quanto accade nel *bail-in*, il trasferimento parziale delle passività della banca in *resolution* ad un terzo potrebbe, con riferimento ai creditori non trasferiti, violare il principio della "*par condicio creditorum*". Violazione in cui sembrerebbe, tra l'altro, essere incappato, in sede di recepimento della disciplina sul *bail-in*, il nostro legislatore che, modificando l'art. 91 Tub, ha puntualizzato *ex novo* l'ordine con cui i commissari devono procedere nel pagamento dei crediti. Più nel dettaglio si statuisce che la "*deroga a quanto previsto dall'art. 2741 c.c. e dall'art. 111 della l.f. nella ripartizione dell'attivo*", quivi introdotta (nuovo comma 1-*bis* dell'art. 91), trova espressione nell'elenco dei crediti che vengono soddisfatti "*con preferenza rispetto agli altri crediti chirografari*", includendo tra questi, come indicato alla lett. c, "*gli altri depositi presso la banca*".

Va da sé che, riprendendo le fila del nostro discorso, una chiara e obiettiva predeterminazione delle condizioni e dei criteri per il trattamento dei creditori sarebbe essenziale per il buon esito dell'operazione e per evitare che si apra una lunga fase di contenzioso tra portatori di interessi opposti e la procedura stessa di *resolution*. Adeguate garanzie, ad esempio, andrebbero previ-

¹⁹ P. CARRIÈRE, *Crisi bancaria e bail-in: prime noterelle sui decreti di recepimento della Direttiva BRRD*, in *Riv. dir. banc.*, Approfondimenti, febbraio 2016, 4.

ste per evitare che l'esercizio del potere di modificare o cancellare i termini dei contratti da parte dell'AR si ripercuota negativamente sulle ragioni dei creditori non trasferiti. Come suggerito da un'attenta dottrina, tali garanzie potrebbero consistere, in particolare, in: «*to security arrangements, title transfer financial collateral arrangements, set off arrangements, netting arrangements and structured finance arrangements*»²⁰.

Beninteso, come si è già precisato, la cessione parziale interessa solo le attività *viable* e quelle passività che pongono rischi per la stabilità sistemica. A fronte di ciò, pertanto, si è valutata con favore l'opportunità di introdurre alcune restrizioni sui diritti e i contratti della banca sotto risoluzione in modo tale da consentire all'AR di disporre del tempo necessario per organizzare ed effettuare il trasferimento. Si pensi al caso di una sospensione temporanea di tutto o parte dei diritti dei terzi nell'ambito di un accordo di compensazione, o ancora all'ipotesi di una moratoria dei pagamenti o degli obblighi di consegna relativi ai contratti stipulati dalla banca. Tuttavia, al ricorrere di simili circostanze – tiene a sottolineare la dottrina – seri problemi si rinven- gono principalmente in relazione ai seguenti aspetti: «i) portata degli obbli- ghi e dei contratti che potrebbero cadere sotto la sospensione, con il proble- ma del trattamento dei depositi ammissibili (che potrebbero anche essere colpiti dalla sospensione); ii) durata della sospensione, che potrebbe essere li- mitata solo per un paio di giorni; iii) chiara determinazione della data di ini- zio e di quella di scadenza della sospensione (il “*dies a quo*” e “*dies ad quem*” del periodo di sospensione); e iv) diffusione al pubblico del provvedimento di sospensione»²¹.

È interessante rilevare, nel tentativo di trarre qualche utile spunto, che nell'ordinamento tedesco, con l'entrata in vigore nel gennaio 2011 del *Bank Restructuring Act*, disposizioni particolari sono state previste per salvaguardare i contratti in corso in caso di “*transfer order*” (*Übertragungsa-nordnung*) ad una *bridge-bank* di tutte o parte delle attività e passività di una banca sotto- posta a risanamento. Tra le misure più interessanti si segnalano quelle per cui: i) l'esecuzione dei contratti non può essere sospesa a meno che ciò non sia giustificato da specifiche condizioni; ii) le passività assistite da garanzia finanziaria non possono essere trasferite senza la garanzia; iii) lo stesso vale per

²⁰ G. BOCCUZZI, *Towards a new framework for banking crisis management. The International debate and the italian model*, cit., 153 s.

²¹ G. BOCCUZZI, *Towards a new framework for banking crisis management. The International debate and the italian model*, cit., 176.

le attività e le passività che fanno parte di «*a netting arrangement or part of a payment or securities settlement system*»; iv) la banca acquirente è responsabile in solido per i debiti non trasferiti, ma solo fino a concorrenza dell'importo che i creditori avrebbero ricevuto se il trasferimento non si fosse verificato. In questo caso, è previsto l'intervento del Fondo di ristrutturazione (*Gesetz zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute*) per l'importo che la banca acquirente potrebbe essere chiamata a pagare.

Non è di secondaria rilevanza, per completezza, constatare che la legge conferisce alla BaFin ampi poteri sia verso la banca cedente (revoca dell'autorizzazione, esercizio dei diritti relativi alle azioni trasferite all'intermediario acquirente) che nei confronti della banca cessionaria (al fine di salvaguardare i beni trasferiti o singoli rami d'azienda, se anche l'acquirente avesse bisogno di specifiche ristrutturazioni).

4. La *bridge bank*

Altro strumento di *gone concern* che merita di essere preso in considerazione, seppur limitatamente ai profili che qui interessano, è quello della c.d. *bridge-bank* o ente-ponte (art. 40 BRRD). Tale dispositivo è attivabile quando non si rende possibile effettuare una cessione dell'attività d'impresa e ricorrano seri rischi per la stabilità sistemica. Si tratta, così come la separazione tra *bad bank* e *good bank*, di cui si parlerà nel prossimo paragrafo, di una particolare versione dello strumento della vendita dell'attività d'impresa sopra analizzato.

“Veicolo” costituito dalle autorità per acquisire le attività e passività in vista di una cessione a terzi sul mercato, a condizioni commerciali e trasparenti, che ha un precursore sia nella legislazione inglese del 2009 che nel *Dodd-Frank Act* statunitense, *section 310*, ove è previsto l'istituto della *bridge financial company*.

Negli Stati Uniti la FDIC può creare una banca ponte al verificarsi di un fallimento bancario, qualora non ci sia tempo sufficiente per cedere l'impresa sul mercato o per adottare altre misure. La *bridge-bank* solitamente consente una soluzione temporanea che fornisce alla FDIC la flessibilità e il tempo di valutare la condizione della banca in crisi, stabilizzarla, determinare la tipologia di risoluzione più adeguata da offrire e vendere al mercato.

Nel Regno Unito il *Banking Act 2009, part 3*, ha introdotto una nuova

procedura giudiziaria, la *Bank Administration*, diretta a sottoporre ad amministrazione (giudiziaria) la banca in crisi, parte della cui azienda sia stata trasferita ad un privato o ad una banca “ponte” (la c.d. *bridge bank*) nell’ambito di una procedura di salvataggio, mediante l’utilizzo dello *Special Resolution Regime*, ossia del sistema di disposizioni dirette ad impedire il fallimento di una banca (contenuto della *part 1*). Scopo di questa procedura è far sì che la *residual bank*, ossia la banca privata di parte della sua originaria azienda, continui a fornire i servizi o a garantire le infrastrutture che si rendano necessarie per consentire al soggetto subentrante di avviare efficientemente la propria attività.

Nel corso della crisi tale strumento è stato disciplinato anche in Germania nel 2010 (*Gesetz zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute (Restrukturierungsfondsgesetz – RStruktFG RStruktFG)*), Irlanda nel 2011 (*part 4, Central Bank and Credit Institutions (Resolution) Act 2011 n. 27*) e Portogallo nel 2012 (*articolo 145°-G, decreto-lei n° 31-A/2012 del 10 febbraio 2012*).

L’evidenza empirica degli ultimi anni rivela, infatti, un più frequente ricorso al trasferimento delle attività *in bonis* ad una banca ponte, ovvero di quelle deteriorate ad un veicolo di gestione, nonché al salvataggio pubblico (es. Francia, Spagna, Olanda, Regno Unito), rispetto ad altri strumenti di *resolution*.

4.1. (Segue). Struttura, oggetto e finalità dell’ente-ponte

La *bridge bank*, creata appositamente dall’Autorità che gestisce la risoluzione e sottoposta al controllo della stessa, deve essere totalmente o parzialmente posseduta da soggetti pubblici. Come recita la BRRD, l’ente ponte è una persona giuridica che soddisfa congiuntamente i seguenti requisiti:

- «è interamente o parzialmente di proprietà di una o più autorità pubbliche che possono includere l’autorità di risoluzione o il meccanismo di finanziamento della risoluzione ed è controllata dall’autorità di risoluzione;
- è costituita al fine di ricevere e detenere, in tutto o in parte, le azioni o altri titoli di proprietà emessi da un ente soggetto a risoluzione, ovvero la totalità o parte delle attività, diritti e passività di uno o più enti soggetti a risoluzione al fine di mantenere l’accesso alle funzioni essenziali e vendere l’ente o l’entità di cui all’articolo 1, paragrafo 1, lettera b), c) o d)». Tra le autorità pubbliche che

detengono il capitale della banca ponte può esservi anche la stessa Autorità di risoluzione, che in ogni caso ne nomina gli amministratori determinando i relativi compensi e responsabilità. Così, del resto, era indicato anche nel *Working document technical details of a possible EU framework for bank recovery and resolution*, ove al riguardo si precisava che: «*bridge bank should mean a company or other legal person which is wholly owned by one or more public authorities (which may include the resolution authority). It is suggested that the resolution authorities would specify the contents of the constitutional documents of the bridge bank*». Si tenga presente, infatti, che la particolarità di tale strumento è che esso viene fornito, sempre da parte delle AR, dell'autorizzazione per esercitare attività bancaria ed è tenuto, come qualsiasi altro intermediario operante nel mercato, al rispetto delle norme regolanti il settore, primi fra tutti gli obblighi in materia di requisiti di capitale di cui al plesso disciplinare CRR/CRDIV.

Tuttavia, la *bridge bank* può avere natura giuridica diversa da quella pubblica qualora venga usato lo strumento del *bail-in* per convertire in capitale o ridurre l'importo dei crediti o dei titoli di debito ceduti ad un ente-ponte proprio al fine di fornirgli il capitale necessario. Questa soluzione, infatti, non interferisce con la capacità dell'AR di controllare l'ente-ponte nella misura necessaria a compiere la risoluzione della crisi e conseguirne gli obiettivi.

La *bridge-bank* deve considerarsi a tutti gli effetti una prosecuzione della banca in risoluzione: in ossequio ad alcuni principi comunitari – quali la libertà di circolazione dei servizi e la libertà di stabilimento – essa può, per l'appunto, continuare ad esercitare i diritti alla stessa afferenti su attività, diritti e passività trasferiti, incluso l'accesso ai sistemi di pagamento e compensazione²².

Nello specifico, l'ente-ponte può avere ad oggetto sia il patrimonio, sia le azioni dell'intermediario: attraverso l'individuazione delle attività sane o delle funzioni essenziali si giunge alla costituzione di una nuova banca (banca-ponte) che sarà venduta ad un'altra entità. Le misure esecutive consistono, pertanto, in: «*a) transfer rights, assets or liabilities from the affected credit institution to the bridge bank on more than one occasion; and b) transfer rights, assets or liabilities back from the bridge bank to the affected credit institution if this is necessary in view of the resolution objectives*».

²² L. SCIPIONE, *Il Single Resolution Mechanism e i meccanismi di finanziamento: le nuove regole per la gestione delle crisi bancarie a livello europeo*, in *Innovazione e diritto*, 5, 2014, 124, in part. 161.

Non v'è da stupirsi, dunque, se gli strumenti interessati sono i medesimi della *sale of business*, tant'è che anche in tale fattispecie sono previsti ampi poteri derogatori rispetto alle normali regole commerciali a presidio dei diritti di creditori e azionisti. Peraltro, sono poste alcune condizioni con riferimento alla cessione delle attività, dei diritti e delle passività dell'ente soggetto a risoluzione che non si ritrovano nel *sale of business*; su tutti spicca il limite quantitativo per cui il valore totale delle passività trasferite alla banca ponte non può eccedere «il valore totale dei diritti e delle attività ceduti dall'ente soggetto a risoluzione o provenienti trasferite da altre fonti» (art. 40, § 3).

Per il trasferimento non è richiesto il consenso degli azionisti. Per di più, la banca-ponte è completamente indipendente dagli azionisti e dai creditori dell'istituto principale in quanto questi non hanno alcun diritto sulle proprietà ed attività se non quello di ripetizione dell'eventuale eccedenza che residua in seguito alla liquidazione (sarebbe a dire, dopo il pagamento degli altri creditori e delle spese connesse alla gestione della crisi).

L'AR nomina il *management* e ne approva il profilo strategico, autorizza a svolgere le attività derivanti dal trasferimento di attività e passività ai sensi della CRDIV, assoggetta l'ente-ponte a vigilanza e all'osservanza delle norme in materia bancaria. La *bridge bank* deve operare nel rispetto dei requisiti patrimoniali ed entro i limiti previsti dalle regole sugli aiuti di Stato, nonché avere un mandato finalizzato alla sola vendita ad altra/altre entità del settore privato al ricorrere delle opportune condizioni di mercato. L'art. 41 BRRD ne disciplina in dettaglio il funzionamento.

Proprio per la sua funzione, in qualche misura supplente a fronte dell'impossibilità di ricollocare gli *assets* sul mercato, e per le modalità in base alle quali è strutturata, la *bridge institution* è per definizione temporanea. L'attività della banca ponte termina per iniziativa della AR al primo verificarsi di una delle seguenti circostanze: i) fusione con altra banca; ii) acquisizione della maggioranza del capitale della banca ponte da parte di terzi; iii) acquisizione totale (o quasi) di attività, diritti e passività della medesima da parte di altro soggetto; iv) termine del periodo di durata. La durata massima è, in ogni caso, fissata in due anni a partire dall'ultima cessione effettuata dalla banca soggetta a risoluzione all'ente-ponte stesso, rinnovabili per un o più periodi supplementari di un anno, se necessario per realizzare una fusione con altri intermediari, una cessione a terzi o assicurare la continuità dei servizi bancari e finanziari essenziali (art. 41, §§ 3, 5 e 6, BRRD).

La vecchia banca in crisi irreversibile, in cui sono residue le attività deteriorate o le funzioni non essenziali, sarà poi liquidata con procedura ordi-

itaria di insolvenza, in base alla legislazione nazionale del Paese di origine. Sul punto, si sottolinea «che la direttiva sembra quasi presupporre che le “procedure ordinarie di insolvenza” abbiano tutte una finalità liquidatoria, mentre nell’esperienza italiana non è così»²³. La dichiarazione di insolvenza, in ogni caso, non può aver riguardo all’esercizio dell’attività d’impresa, in quanto tale attività continua nella nuova banca. Si introduce, pertanto, una discontinuità tra l’impresa ed ogni successiva vicissitudine della società cedente, giacché «l’integrale cessione degli attivi di una impresa (anche la più virtuosa) non può che determinare l’incapacità di adempiere alle obbligazioni residue (in capo alla cedente)»²⁴.

Orbene, questo è uno degli effetti naturali dello strumento di salvataggio in parola; tant’è che in Italia, a seguito del recepimento della BRRD, la procedura di l.c.a. è rimasta in vigore quale misura alternativa alla risoluzione.

Come è noto, non necessariamente la liquidazione coatta amministrativa implica una liquidazione atomistica del patrimonio; anzi essa non esclude affatto la continuazione dell’attività, la protezione dei depositi e più in generale la preservazione del valore dell’impresa. Si può quindi affermare, sotto questo profilo, «che la liquidazione coatta offre soluzioni parallele a quelle raggiungibili con la risoluzione, utilizzando alcuni degli strumenti ora previsti per quest’ultima (vendita o separazione di attività)»²⁵.

Più in generale, lo scopo che si intende perseguire attraverso la *bridge bank* è chiaramente esplicitato all’interno della BRRD, dove si spiega che l’amministrazione dell’ente-ponte è eseguita nella prospettiva di vendere l’ente e le sue attività, diritti e passività a uno o più acquirenti del settore privato quando le condizioni lo permettono²⁶. È facile intuire, quindi, che l’obiettivo perseguito dal legislatore comunitario è *in primis* quello di facilitare la prosecuzione delle operazioni e dei servizi che, in questo modo, non subiscono soluzioni di continuità, e di procedere alla liquidazione definitiva

²³ L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, cit., 147.

²⁴ V. LEMMA, *La nuova procedura di risoluzione: indicazioni per una insolvenza obbligatoria?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 1, 2016, II, 26 ss.

²⁵ O. CAPOLINO, *Banking Recovery and Resolution: riparto delle funzioni, compiti e responsabilità*, relazione al Convegno conclusivo del progetto PRIN 2010-11 “Regole e mercato”, 7-9 aprile 2016, Siena, in *www.regolazionedeimercati.it*, 1, in part. 9. ID., *Risanamento e risoluzione delle banche: riparto delle funzioni, compiti e responsabilità*, in MANCINI, PACIELLO, SANTORO, VALENSISE (a cura di), *Regole e mercato*, tomo I, Giappichelli, Torino, 2016, 623 ss.

²⁶ L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, cit., 172.

dell'ente soggetto a risoluzione, nell'attesa di trovare una soluzione permanente per le sorti dell'ente-ponte.

Del resto, come si è detto poc'anzi, è previsto che l'AR ponga fine al suo funzionamento non appena si verifichi l'assunzione della totalità delle attività della *bridge bank* da parte di un altro soggetto, tramite fusione con un altro ente oppure tramite l'acquisizione della maggioranza del capitale.

Corre l'obbligo di menzionare, a tal proposito, che al termine dell'esperienza della *bridge-bank* (la quale può comunque, durante la sua "vita", operare conformemente alla prassi di mercato senza particolari limitazioni dovute all'eccezionalità della situazione), l'AR ha facoltà di «*ritrasferire diritti, attività o passività dall'ente-ponte all'ente soggetto a risoluzione, ovvero ritrasferire le azioni o altri titoli di proprietà ai proprietari originari*», (art. 40, § 6, lett. *a*); oppure «*cedere azioni o altri titoli di proprietà, ovvero attività, diritti o passività dall'ente-ponte a un terzo*» (lett. *b*), ipotesi particolarmente realistica nel caso in cui la risoluzione non sia riuscita a ricondurre *in bonis* l'intermediario dissestato.

In relazione a quanto già detto, giova ricordare, poi, che all'interno delle prime proposte della Commissione europea non vi erano indicazioni in merito al destino dell'ente soggetto a risoluzione una volta avvenuta la cessione. Nel corso delle consultazioni diversi dubbi furono espressi da parte di alcuni Stati membri riguardo alla mancanza di una esplicita previsione che disciplinasse l'obbligo in capo alle AR di provvedere alla liquidazione delle componenti residue dell'ente soggetto a risoluzione.

Inizialmente la Commissione decise di seguire la linea minoritaria di pensiero che richiedeva di non inserire alcuna previsione normativa in tal senso, in modo da lasciare aperta la possibilità di mantenere l'intermediario ancora in vita.

Tuttavia, come era lecito attendersi, nel giugno 2012, con un deciso cambio di rotta si è stabilito che, allorché vengano applicati gli strumenti di risoluzione delle crisi che prevedono la cessione di attività, diritti o passività dell'ente soggetto al regime di risoluzione (quindi, in tutti i casi tranne che per l'applicazione dello strumento del *bail-in*), «*la parte residua dell'ente da cui è avvenuta tale cessione è liquidata con procedura ordinaria di insolvenza entro un termine appropriato*» (art. 31, § 5, della proposta di direttiva). In sostanza, quindi, la possibilità che l'ente rimanga in vita è solamente temporanea e tiene conto dell'eventualità che l'ente ricevente di nuova costituzione necessiti di supporto e assistenza dall'intermediario in crisi nello svolgimento delle attività acquisite per effetto della cessione.

5. La *bad bank*

Il terzo strumento di *resolution* è rappresentato dalla “separazione delle attività”, attuabile – precisa la BRRD – nel caso in cui la liquidazione ordinaria di attività deteriorate o di difficile valutazione possa avere effetti negativi sul mercato.

Tale congegno conferisce all’AR il potere di disgiungere gli attivi buoni dagli attivi deteriorati o difficili da valutare esistenti nel bilancio di una banca in crisi e di trasferire questi ultimi a una società-veicolo (*bad bank*) allo scopo di facilitare l’utilizzo o di assicurare l’efficacia di un altro strumento di risoluzione della crisi della banca medesima (art. 40 BRRD). La *bad bank*, infatti, può sorgere solo in combinazione con altri strumenti di *resolution*, non potendo evidentemente risultare fine a sé stessa la creazione di una società provvista di poste contabili – per definizione – di cattiva qualità.

L’AR – disponendo di tutti i poteri necessari e garantendo comunque il rispetto della *par condicio creditorum* – può dare vita ad uno *special purpose vehicle* – anche in questo caso, interamente o parzialmente partecipato dal pubblico e gestito da manager di nomina pubblica – in cui sia-no conferite le attività deteriorate. Nell’impostazione iniziale della BRRD, il veicolo di gestione era configurato come a totale capitale pubblico, di proprietà di una o più autorità pubbliche, nel cui novero poteva figurare anche l’Autorità di risoluzione. L’approccio generale sulla BRRD definito nella riunione dell’ECOFIN del 24 giugno 2013 ha riformulato l’art. 36 (ora art. 42, § 2, BRRD) nella parte relativa all’assetto proprietario del veicolo nei seguenti termini: «[f]or the purposes of the asset separation tool, an asset management vehicle shall be a legal entity that meets all of the following requirements: i) it is wholly or partially owned by or it is controlled by one or more public authorities, which may include the resolution authority or the resolution financing arrangement; ii) it has been created for the purpose of receiving some or all of the assets, rights and liabilities of one or more institutions under resolution or a bridge institution».

È evidente che siffatto strumento consente un miglioramento della composizione di bilancio della banca in crisi, collocando le attività problematiche altrove. Il fine perseguito è quello di massimizzare il valore delle attività attraverso la vendita finale ovvero assicurare la liquidazione ordinata dell’attività di impresa (art. 42, § 3, BRRD). Scopo dello strumento, infatti, è quello di riuscire a liquidare le attività ad un prezzo migliore rispetto a quanto potrebbe essere fatto nel caso in cui venga promossa una procedura ordina-

ria di insolvenza, se gli *assets* fossero rimasti in capo alla banca in crisi, e di non creare ripercussioni negative nel mercato per effetto della vendita delle suddette attività²⁷. A tal fine, gli attivi dovrebbero essere trasferiti a valore di mercato o di lungo termine, in modo da valorizzare le perdite al momento della dislocazione. Se, al contrario, le sofferenze fossero trasferite a titolo gratuito, la *good-bank* cancellerebbe *sic et simpliciter* quei crediti dubbi e registerebbe, di conseguenza, una perdita nei suoi bilanci. La *bad bank* agendo in veste di *special purpose vehicle* cartolarizza questi prestiti creando delle obbligazioni che poi vengono vendute al pubblico (investitori istituzionali o privati). Con il ricavato di queste operazioni la *bad bank* paga alla *good bank* il valore convenuto dei crediti dubbi. Di norma queste obbligazioni, però, non sono tutte uguali ma divise in *tranche*, a seconda del grado di rischio delle offerenze sottostanti, e assistite da una forma di assicurazione contro il *default*²⁸.

Contabilmente, la creazione di una *bad bank* consente di portare alla luce gli *assets* “deteriorati”, ripulendo la banca e aumentando le sua capacità di ri-finanziarsi e ricapitalizzarsi.

Sotto tale profilo, infatti, la creazione di una *bad bank* è una soluzione alternativa all’ipotesi di una ricapitalizzazione, visto che entrambe le operazioni incidono sul rapporto attivo/patrimonio: la rimozione dei crediti problematici agisce sul numeratore, alleggerendolo l’attivo di *assets* fortemente svalutati; la ricapitalizzazione rafforza il denominatore, aumentando il patrimonio con nuove risorse (difficili oggi da trovare sul mercato). Ciò che cambia fra i due tipi di intervento, per le banche, è la libertà d’azione nella gestione del veicolo: se lo Stato interviene finanziando anche solo parzialmente una *bad bank*, di solito pretende che vengano limitati gli emolumenti dei manager e che alle risorse pubbliche impiegate vengano garantiti rendimenti (sotto forma di dividendi, cedole, ...) con il connotato di priorità rispetto alle pretese di remunerazione degli azionisti privati. Tali vincoli, chiaramente, non esistono (o sono meno forti) in caso di aumento di capitale a pagamento sostenuto dal mercato²⁹.

Qualora la mole delle sofferenze bancarie sia tale da presentare un rischio di dimensione sistemica è ipotizzabile anche un intervento pubblico. Il problema, però, non è tanto stabilire quanto sia giusto, oneroso o rischioso affidare questo tipo di garanzia allo Stato, piuttosto, capire se così facendo lo

²⁷ *Ibidem*.

²⁸ È questa la soluzione adottata per l’Italia e disciplinata con il d.l. 14 febbraio 2016, n. 18.

²⁹ F. VELLA, *La discarica chiamata Bad Bank*, in *lavoce.info*, 3 febbraio 2009.

Stato finisca col sussidiare questa operazione facendo pagare la garanzia meno di quanto sarebbe costata ricorrendo al mercato. È del tutto evidente che in questo caso si verificherebbe una inevitabile distorsione della concorrenza e l'Unione Europea potrebbe considerare questa operazione un aiuto di Stato. Sul punto, la Commissione ha di recente affermato un principio chiave stabilendo che, se uno Stato membro dell'UE interviene come farebbe un investitore privato ed ottiene una remunerazione (spesa di commissione) per il rischio assunto equivalente a quella che avrebbe accettato l'investitore privato, l'intervento non costituisce un aiuto di Stato. L'esecutivo UE ha concluso affermando che questo tipo di garanzia, così configurata, si sostanzia in una mera operazione di mercato³⁰.

Sempre con l'intento di minimizzare il sorgere di pericolosi effetti distortivi nel mercato delle attività è previsto che i trasferimenti di proprietà, quando parziali, siano soggetti a clausole di salvaguardia. Il valore economico a lungo termine (*"valore economico reale"*) delle attività è definito sulla base dei flussi di cassa sottostanti e di orizzonti temporali più ampi. Peraltro, come nel caso della *bridge bank*, agli azionisti e ai creditori della banca non è riconosciuto alcun diritto sulle attività trasferite.

Proprio con l'intento di scongiurare *ab origine* il pericolo che siffatto dispositivo venga usato esclusivamente come aiuto di Stato, con conseguenti distorsioni competitive e rischi di *moral hazard*³¹, il quadro di risoluzione delle crisi dispone che l'istituto della separazione possa essere attuato soltanto congiuntamente all'impiego di un altro strumento (banca-ponte, vendita dell'attività d'impresa o riduzione del debito) e se la situazione di mercato degli attivi oggetto di trasferimento sia tale per cui «una loro liquidazione con procedura ordinaria di insolvenza potrebbe incidere negativamente su uno o più mercati finanziari» (art. 42, § 5, lett. a, BRRD). Siffatto schema operativo assicura, peraltro, che la banca che riceve aiuto venga anche ristrutturata³².

³⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *Aiuti di Stato: la Commissione approva le misure di gestione delle attività deteriorate per le banche in Ungheria e Italia*, (IP/16/279), Comunicato stampa, Bruxelles, 10 febbraio 2016.

³¹ A. ARGENTATI, *Sistemi di garanzia dei depositi e crisi bancarie: c'è aiuto di stato?*, in *Merc. conc. reg.*, 2, 2015, 315, in part. 319 ss.

³² S. BONFATTI, *Le procedure di prevenzione e di regolazione delle situazioni di "crisi" delle banche nella prospettiva della integrazione comunitaria*, Relazione al Convegno "L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità ed innovazioni", 26 ottobre 2012, in *Ilcaso.it*, 19 novembre 2013, 1, in part. 17.

Si tenga presente che il veicolo di gestione delle attività deteriorate non necessariamente deve essere una banca, anzi, data la funzione ad esso attribuita, non è da escludere che in concreto possa assumere la forma di una *asset-management company*. Tale assunto si intuisce anche dalla mancanza della previsione, che invece è presente nel caso della *bridge bank*, per cui le AR delle crisi devono fornire l'ente ricevente delle autorizzazioni necessarie per operare.

Altra differenza che balza all'attenzione rispetto allo strumento dell'ente-ponte è la seguente: mentre nel caso della *bridge bank* la BRRD contiene indicazioni in merito a quali condizioni porre fine al suo funzionamento, nel caso dello strumento della separazione delle attività non esistono specifiche previsioni a riguardo. Così come manca l'indicazione di un termine massimo entro cui raggiungere tali risultati.

Pertanto, anche se ad una prima lettura del testo della BRRD risulta difficile comprendere appieno le dissomiglianze esistenti tra i due strumenti, se si effettua un'indagine più accurata risulta sufficientemente chiaro che gli scopi perseguiti dalla *bridge bank* e della *bad bank* sono differenti: la prima mira a garantire, nel breve periodo, la continuità dei servizi essenziali ed a mantenere il valore degli *assets* ceduti fino a che non si realizza il trasferimento ad un compratore definitivo; la seconda, invece, serve per assicurare la gestione di attività deteriorate o di difficile valutazione con l'obiettivo ultimo di recuperarne il valore, anche prendendo in considerazione orizzonti temporali più lunghi.

5.1. Le esperienze del passato e il paradigma disegnato dalla BRRD: il binomio *bad bank-bridge bank* (o *good bank*)

I concetti di fondo che hanno guidato il legislatore comunitario nella predisposizione dello strumento della *bad bank* appena analizzato non sono affatto nuovi. Per vero, tale strumento è stato impiegato più volte nella risoluzione di talune crisi bancarie per evitare collassi nel sistema finanziario domestico.

Sia pur con la necessaria schematicità richiesta in questa sede, giova sottolineare come a livello internazionale il ricorso alle *bad bank* non è infrequente: ad esempio in Svezia (dove, all'inizio degli anni Novanta, fu creata una delle prime *bad bank* al mondo, la *Sericum*), in Gran Bretagna (la compagnia assicurativa *Lloyd's* già negli anni Novanta applicò con successo questo sistema creando *Equitas*, poi seguita da diverse grandi banche durante la

più recente crisi finanziaria europea) piuttosto che in Germania (ad esempio in *Commerzbank*, ma non solo) si è fatto ricorso a questo strumento.

La *bad bank* rimane comunque un istituto controverso. Dall'inizio della crisi finanziaria esplosa nel 2008, l'esperienza europea è fatta di storie di successi e fallimenti. L'esperienza empirica dimostra come sia possibile costituire *bad bank* "individuali" per gestire i prestiti deteriorati di una singola banca o di un numero limitato di banche (come nei recenti casi MKB in Ungheria e Banca Marche, Banca Etruria, Carife e Carichieti in Italia) o creare *bad bank* "sistemiche" (i.e., SAREB in Spagna o NAMA in Irlanda).

Va anche ricordato che l'Italia ha visto il primo caso di *bad bank* con la crisi del Banco di Napoli, alla fine degli anni Novanta: il Banco venne acquistato dalla BNL e dall'INA per circa 30 milioni di euro, ma, dopo circa due anni di gestione, venne ceduto al San Paolo-IMI. Inizialmente si conferirono i crediti in sofferenza nella SGA, controllata dalla Banca d'Italia, perché tali crediti venissero gestiti in modo da massimizzare il recupero degli *assets* tossici. Il fine ultimo era quello, appunto, di ridurre al minimo il ricorso all'uso di risorse pubbliche per coprire le perdite³³. La complessità della

³³ L'operazione fu attuata con il d.l. n. 497 del 1996, che, al comma 6 dell'art. 3 consentì alla Banca d'Italia di concedere al Banco di Napoli S.p.A. anticipazioni a fronte delle perdite derivanti da finanziamenti e di altri interventi dallo stesso Banco effettuati verso società del gruppo poste in liquidazione, nell'interesse dei creditori delle stesse società, ovvero a favore di società del gruppo a cui fossero stati ceduti, previa autorizzazione della Banca d'Italia, crediti ed altre attività del Banco. Anticipazioni concesse con le modalità di cui al decreto del Ministro del tesoro 27 settembre 1974 (c.d. decreto Sindona), in base al quale, ferma la misura dell'interesse sulle anticipazioni presso la Banca d'Italia, sono state consentite anticipazioni a ventiquattro mesi, sui buoni del Tesoro a lunga scadenza, all'interesse dell'1 per cento, a favore di aziende di credito che si siano surrogate ai depositanti di altre aziende in liquidazione coatta e che si trovino a dover ammortizzare, perché parzialmente o totalmente inesigibile, la conseguente perdita nella loro esposizione. In tal modo sono stati eliminati dal bilancio del Banco crediti e altre attività rischiose con la cessione alla SGA, società controllata dal Banco, le cui perdite sono state coperte con la procedura di cui al richiamato d.m. del 1974.

Alle cessioni di cui al medesimo comma e a quelle poste in essere dalle società cessionarie si applicavano le disposizioni di cui ai commi 2, 3 e 4 dell'art. 58 Tub. Si tratta in particolare delle disposizioni che impongono alla banca cessionaria di dare notizia dell'avvenuta cessione mediante pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale e che mantengono validi i privilegi e le garanzie a favore della banca cessionaria.

Il comma 6-bis, introdotto nel corso della conversione del decreto, ha stabilito che l'autorizzazione della Banca d'Italia di cui al comma 6 è subordinata alla concessione in favore del Tesoro del *pegno*, con diritto di voto, *delle azioni delle società cessionarie di proprietà del*

situazione rese necessario dedicare particolare attenzione alla progettazione del governo societario della SGA e alla creazione di una struttura specifica di dismissione. Separata dal resto della banca, tale struttura venne istituita sotto la direzione generale del Banco di Napoli, allo scopo di servire la SGA nel recupero dei beni. Un rigoroso principio di separazione contabile e amministrativa governava le relazioni tra la SGA e il Banco di Napoli.

Come si è già sottolineato, una particolarità che distingue la *bad bank* rispetto a tutti gli altri *resolution tools*, è che il legislatore europeo ne ha espressamente previsto l'utilizzato solo in combinazione con un altro strumento di risoluzione. Tale previsione normativa deriva dal fatto che altrimenti da sola la separazione delle attività non garantirebbe il raggiungimento di tutti gli obiettivi previsti dalla BRRD (*in primis* garantire la continuazione delle funzioni essenziali ed evitare la distruzione di valore non necessaria). Infatti, in base all'art. 31, § 5, BRRD quando si utilizza lo strumento della *bad bank* – così come ac-

Banco di Napoli, ovvero anche alla concessione, in favore del Tesoro, di mandato irrevocabile, anche per più assemblee e senza indicazione di istruzioni, ad esercitare il diritto di voto, al fine di consentire al Tesoro di disporre della maggioranza dei diritti di voto. Il Banco di Napoli spa ha ceduto alla SGA crediti incagliati a titolo oneroso e *pro soluto* che, al netto della svalutazione per le perdite previste, ammontavano a circa 12.378 miliardi di lire (circa 6,4 miliardi di euro). L'operazione di recupero è stata in gran parte attuata: infatti la SGA è riuscita a rientrare di circa il 90 per cento delle esposizioni cedute dal Banco di Napoli (fonte Borsa Italiana). La S.G.A. ha altresì acquistato crediti e attivi dall'ISVEIMER S.p.A. (Istituto per lo Sviluppo Economico dell'Italia Meridionale) in liquidazione. Si ricorda che tramite il d.l. n. 497 del 1996 lo Stato ha provveduto alla ricapitalizzazione del Banco di Napoli per 2.000 miliardi di lire; sono state inoltre fornite anticipazioni di cassa da parte della Banca d'Italia. L'operazione di risanamento è stata sottoposta al vaglio della Commissione europea la quale, con la decisione del 29 luglio 1998, ha approvato, con alcune condizioni, l'aiuto concesso dall'Italia al Banco di Napoli.

Recentemente è stata disposta l'acquisizione da parte del Ministero dell'economia e delle finanze della Società per la Gestione di Attività S.G.A. S.p.A., la società costituita in occasione del salvataggio del Banco di Napoli nel 1997 allo scopo di recuperare i crediti in sofferenza. A fronte del trasferimento delle azioni della Società è stato riconosciuto un corrispettivo non superiore a 600.000 euro, pari al loro valore nominale.

Successivamente all'acquisizione la Società potrà estendere la sua operatività, acquistando e gestendo crediti e altre attività finanziarie anche da soggetti diversi dal Banco di Napoli.

Per le complesse vicende della crisi del banco di Napoli e il ruolo della SGA, si vedano M.R. MARCHESANO, *Miracolo Bad Bank*, Guida Editori, Napoli, 2016; N. DE IANNI, *Banco di Napoli spa. 1991-2002: un decennio difficile*, Rubettino Università, Soveria Mannelli, 2007; G. MINERVINI, *La crisi del Banco di Napoli e gli interventi della Fondazione. Alcuni documenti*, in *Dieci anni dell'Istituto Banco di Napoli. Fondazione. 1991-2001*, Casa Editrice Fausto Fiorentino, Napoli, 2002.

cade per lo strumento della vendita dell'attività d'impresa e quello dell'ente-ponte – la restante parte dell'ente che non viene ceduta deve essere liquidata.

Per essere più chiari, ciò significa che qualora non si impiegasse altro strumento in combinazione con quello della separazione, l'intero complesso aziendale verrebbe sottoposto a procedura liquidatoria: una parte immediatamente dopo l'applicazione del regime di risoluzione e l'altra (quella ceduta alla *bad bank*) nel lungo periodo. Al contrario, l'utilizzo combinato di *bad bank* più un altro dei dispositivi previsti dal *resolution tools* permette di “salvare” le parti sane dell'intermediario.

Ne consegue che il paradigma individuato dalla BRRD può, a debita ragione, ravvisarsi nel binomio *bad bank-bridge bank* o *good bank*³⁴. Siffatto schema presuppone la valutazione degli attivi ai fini del trasferimento della parte buona al netto delle posizioni problematiche lasciate nella *bad bank*. In questo caso la valutazione dei beni è un problema critico, a seconda del soggetto (privato o pubblico) che finanzia l'operazione. Inoltre, se il trasferimento di attività è accompagnata da un parziale trasferimento di passività, il principio della *par condicio creditorum* deve essere rigorosamente osservato³⁵. Si aggiunga che il contributo obbligatorio dei sistemi di garanzia dei depositi nella risoluzione, a fronte dei depositi garantiti, andrebbe a integrare l'ammontare degli attivi trasferiti ai fini del passaggio del totale dei depositi nella banca ponte, costituendo al contempo una posizione a debito per la *bad bank*³⁶.

D'altro canto, come si è già sottolineato, *bridge bank* e *bad bank* costituiscono soluzioni in grado, rispettivamente, di preservare il valore degli *assets* finché non si individua il soggetto interveniente e di garantire un'efficace recupero di attività deteriorate o di difficile valutazione, mentre la disposizione secondo cui la parte residuale dell'ente dovrà essere liquidata assicura che l'utilizzo di tali soluzioni non pregiudichi la ricerca dell'esistenza di eventuali soggetti responsabili del dissesto.

Poiché l'obiettivo dichiarato è il corretto funzionamento della banca in *resolution* o dell'ente-ponte, nonché la massimizzazione dei proventi della liquidazione – non sono previste forme di ristoro per i soggetti le cui attività non siano state trasferite nella *good company*: costoro non potranno vantare

³⁴ G. BOCCUZZI, *Towards a new framework for banking crisis management. The International debate and the italian model*, cit., 176.

³⁵ *Ibidem*.

³⁶ *Ibidem*.

diritti su di essa, né sul suo patrimonio, né tantomeno sugli amministratori (responsabili soltanto per «*negligenze gravi o colpa grave in conformità del diritto nazionale, che pregiudichino direttamente i diritti di tali azionisti o creditori*», ai sensi dell'art. 42, § 13, BRRD).

È interessante notare che nell'omologo modello statunitense di *bridge institution* la creazione della banca-ponte e l'apertura della liquidazione della banca in crisi avvengono contemporaneamente. In genere, restano in quest'ultima le attività con valore sostanzialmente deteriorato e alcune passività, oltre ai depositi non garantiti, mentre la banca ponte è ripulita delle attività deteriorate e delle passività allo scopo di migliorarne il valore intrinseco. La liquidazione procede indipendentemente dall'attività della *bridge-bank*, che può restituire *assets* alla procedura e/o riceverne, ma in ogni caso tra le due sussistono interconnessioni e deve per questo mantenersi una stretta relazione, pur nella diversità dei ruoli, degli obiettivi, delle linee guida e politiche da seguire.

È d'obbligo, tuttavia, constatare che gli effetti di un simile modello operativo si otterrebbero anche nel caso in cui la *good bank*, anziché essere appositamente costituita, fosse invece già esistente e interessata a rilevare direttamente la parte vitale della banca in crisi.

Questa soluzione, peraltro, è attuabile attraverso l'utilizzo di un altro strumento previsto dal *framework* europeo, ovvero la vendita del *business* (cessione totale o parziale a condizioni di mercato).

Ancora, alla separazione delle attività si potrebbe ricorrere congiuntamente all'applicazione del *bail-in*, venendosi in tal guisa a configurare uno scenario di continuità della banca in crisi, attraverso lo scorporo delle attività deteriorate e il risanamento interno. Quest'ultimo schema prevede anche la contribuzione obbligatoria del DGS, che in tal caso agirebbe come *loss absorber* delle perdite al posto dei depositanti garantiti (non soggetti a *bail-in*).

6. Il “caso” italiano

Con riferimento all'Italia, le nuove norme sono state sottoposte ad un interessante test di prima applicazione, riguardante non una, ma ben quattro banche, sia pur di piccole dimensioni, già soggette ad amministrazione straordinaria, per le quali sussistevano i presupposti della risoluzione ai sensi dell'art. 17, d.lgs. n. 180 del 2015.

I confini della cessione di diritti, attività e passività alle quattro “banche-

ponete”, sono stati quindi specificati da ben quattro distinti provvedimenti con cui la Banca d’Italia ha disposto l’azzeramento dei diritti patrimoniali ed amministrativi delle azioni e delle obbligazioni subordinate, e da altri quattro con cui la stessa autorità ha ordinato, nel rispetto dell’ordine stabilito dall’art. 52, d.lgs. n. 180 del 2015, la cessione di tutti i diritti, le attività e le passività costituenti le aziende bancarie alle nuove banche ponte. Tale ultima disposizione – è bene precisarlo – introduce il principio di uniformità tra le categorie di creditori e il divieto per i titolari degli strumenti finanziari di un trattamento peggiore di quello che potrebbero ricevere in caso di avvio delle procedure concorsuali altrimenti applicabili. Più nel dettaglio, per gli aspetti che qui rilevano, la soluzione in commento prevede quanto segue: per ciascuna delle quattro banche la parte “*in bonis*” è stata separata da quella “cattiva” del bilancio; alla parte buona (“banca-ponte” o *bridge bank*) sono state conferite tutte le attività diverse dai prestiti “in sofferenza”, cioè quelli di più dubbio realizzo; a fronte di tali attività vi sono i depositi, i conti correnti e le obbligazioni ordinarie. Il capitale è stato ricostituito a circa il 9 per cento del totale dell’attivo (ponderato per il rischio) dal “Fondo di risoluzione”, previsto dalle norme europee e italiane, amministrato dall’Unità di Risoluzione della Banca d’Italia e alimentato con contribuzioni di tutte le banche del sistema. Questa peculiare modalità di costituzione delle *bridge banks* ha implicato qualche deroga rispetto all’*iter* tracciato dal d.lgs. n. 180 del 2015. La *bridge bank*, infatti, viene provvisoriamente gestita, sotto la supervisione dell’Unità di Risoluzione della Banca d’Italia, da amministratori da questa appositamente designati. La Banca d’Italia ha, inoltre, adottato direttamente gli statuti anziché approvarli come previsto dall’art. 42, comma 3, d.lgs. n. 180 del 2015:

– gli amministratori hanno il preciso impegno di vendere la “banca buona” in tempi brevi al miglior offerente, con procedure trasparenti e di mercato, e quindi retrocedere al Fondo di risoluzione i ricavi della vendita;

– si è costituita, altresì, un’unica *bad bank*, priva di licenza bancaria nonostante il nome, in cui sono stati concentrati i prestiti in sofferenza di tutte e quattro le banche originarie, che residuano una volta assorbite le perdite dalle azioni e dalle obbligazioni subordinate, e, per la parte eccedente, da un apporto del Fondo di risoluzione, che fornisce alla “banca cattiva” anche la necessaria dotazione di capitale.

La banca cattiva resterà in vita solo per il tempo necessario a vendere o a realizzare le sofferenze in essa inserite.

Le quattro banche originarie sono divenute dei contenitori residui in cui sono confinate le perdite e la loro copertura, per essere poste immediatamente in liquidazione coatta amministrativa. Le banche buone (banche-ponte) ne hanno assunto la stessa denominazione con l'aggettivo "Nuova" davanti e proseguito nell'attività essendo state ripulite delle sofferenze e ricapitalizzate.

Si è trattato, per vero, di una soluzione condizionata dalla preoccupazione di giocare d'anticipo sul completo decorso dei termini applicativi previsti per la BRRD, soprattutto al fine di evitare l'operatività di uno strumento tanto innovativo quanto temibile, quale appunto il *bail-in* (con decorrenza applicativa dal 1° gennaio 2016)³⁷. Suscitando non poche perplessità, il legislatore ha quindi imposto il concorso, nell'assorbimento delle perdite delle banche sottoposte a risoluzione, di azionisti e creditori, limitando il potere discrezionale della Banca d'Italia, in veste di AR, nella valutazione di appropriatezza e adeguatezza delle misure da adottare. Le quattro banche interessate, gli azionisti e i creditori hanno ottenuto in tal modo un trattamento non replicabile in futuro per casi analoghi³⁸.

È pur vero che il legislatore europeo è stato chiaro nell'identificare nel *bail-in* una misura da utilizzare come ultima possibilità nel caso in cui non si ritenga possibile, tramite gli altri strumenti di risoluzione, raggiungere gli obiettivi desiderati. In sostanza, quindi, tale prima versione dello strumento andrebbe a costituire nell'ordinamento italiano delle crisi bancarie un'alternativa rispetto all'apertura della procedura di l.c.a., ma comporterebbe comunque un commissariamento dell'intermediario allo scopo di implementare il piano di riorganizzazione³⁹.

L'alternativa è costituita, invece, dall'utilizzo del *bail-in* quale modalità di

³⁷ M. SEMERARO, *Principio di condivisione degli oneri e tutela del risparmio*. Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio», in *Riv. dir. banc.*, 2, 2016, 1, 2 ss.; L. ERZEGOVESI, *Il bail-in e le banche italiane: due visioni e tre risposte concrete*. Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio», in *Riv. dir. banc.*, 2, 2016, 1, in part. 3 ss.

³⁸ F. CAPRIGLIONE, *Luci ed ombre nel salvataggio di quattro banche in crisi*, Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio», in *Riv. dir. banc.*, 2, 2016, 1, in part. 5 s., 10; P. FIORIO, *La responsabilità delle good banks per la vendita delle azioni e delle obbligazioni risolte e le procedure di indennizzo a carico del fondo di solidarietà*. Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio», in *Riv. dir. banc.*, 2, 2016, 1, in part. 2 s.

³⁹ V. LEMMA, *La nuova procedura di risoluzione: indicazioni per una insolvenza obbligatoria?*, cit., 23.

finanziamento per l'applicazione dello strumento dell'ente ponte nel caso in cui l'AR consideri inesistenti prospettive realistiche di recupero dell'intero complesso aziendale. In questo caso, quindi, lo strumento tornerebbe ad inserirsi nell'alveo delle possibili misure attuabili dal commissario in corso di l.c.a. data la necessità di proseguire con il procedimento liquidatorio per le componenti che non vengono cedute alla *bridge bank*.

Va da sé che l'intervento normativo applicabile alla gestione della crisi in oggetto, persegue chiaramente l'obiettivo di interesse pubblico di garantire la continuità delle attività degli intermediari creditizi e la stabilità del sistema che l'insolvenza e la liquidazione avrebbero potuto altrimenti pregiudicare. Ne è dimostrazione la circostanza per cui è stato necessario attendere l'adozione dei decreti attuativi della BRRD per utilizzare strumenti alternativi alla liquidazione coatta, altrimenti ritenuta unica via percorribile, e chiudere procedure di amministrazione straordinaria, considerate prive di prospettiva⁴⁰.

Ben noti i principi e le regole che danno corpo alla sistematica disciplina di settore, non v'è dubbio che l'obiettivo dell'ottimale allocazione delle risorse sul mercato bancario perseguito dal nostro legislatore è funzione (o, se si vuole, momento di sintesi) della corretta gestione delle imprese bancarie da risanare. Di qui, l'inammissibilità – sia pure in presenza di una situazione patologica relativa ad intermediari bancari di non rilevante dimensione – di interventi risolutivi da esercitare per finalità di tipo macroeconomico. Solo in tal modo, infatti, potrà coniugarsi l'obiettivo di conservazione della struttura aziendale delle banche in questione – volto a prevenire le negatività derivanti dalla definitiva emersione della crisi e a garantire la continuità delle funzioni aziendali – e l'ossequio alla disciplina sulla concorrenza in ambito europeo.

Non di meno, corre l'obbligo di segnalare che l'applicazione di siffatti nuovi strumenti, in concorso con la procedura di risoluzione, non esclude che, in aggiunta, possa essere attivata anche una procedura concorsuale ordinaria, ad esempio con riferimento a singole passività della banca. Tuttavia, ove una banca sia sottoposta a una procedura "mista" di tipo "risolutivo-liquidativa", come in astratto possibile, il perimetro delle passività soggette a risoluzione (e al *bail-in*) resta certamente escluso dall'applicazione della disciplina in-

⁴⁰ P. CARRIÈRE, *Crisi bancaria e bail-in: prime noterelle sui decreti di recepimento della Direttiva BRRD*, cit., 10.

terna della crisi di impresa⁴¹. In altre parole, se anche i due regimi concorrono, ciò deve necessariamente avvenire su porzioni diverse del patrimonio: nel senso che l'area della risoluzione soggetta a *bail-in* è sottratta alle regole della concorsualità ordinaria.

In conclusione, il provvedimento di *resolution* varato dal governo italiano ha permesso di individuare l'insieme di diritti, attività e passività da trasferire alla *bridge-bank*, secondo un regime speciale che autorevole dottrina non ha ritenuto eccessivo definire "deformalizzato", rivolto, per un verso, ad assicurare l'affrancazione dall'ente sottoposto a risoluzione e, per l'altro verso, a garantire la prosecuzione nello svolgimento dei servizi bancari senza soluzione di continuità e in condizioni ripristinate di stabilità.

Date le distonie esistenti tra le realtà strutturali interne e i nuovi schemi ordinatori imposti dall'Europa, la sperimentazione delle soluzioni legislative adottate nel periodo di transizione dalle vecchie alle nuove regole, consentirà – si auspica – al nostro legislatore di individuare quelle più efficaci nel contrastare la propagazione delle crisi e l'emersione di rischi di carattere sistemico, senza per questo dover incorrere in uno sconvolgimento dell'ordinamento domestico.

⁴¹ R. LENER, *Bail-in: una questione di regole di condotta?*, Scritto per il Convegno «Salvaggio bancario e tutela del risparmio», in *Riv. dir. banc.*, 2, 2016, 1, 7. Si veda, per un quadro di insieme delle soluzioni italiane, con particolare riguardo alle problematiche dei crediti deteriorati, B. INZITARI, *Crediti deteriorati (NPL), aiuti di Stato nella BRRD*, in *BBTC*, 2016, 6, 645 ss.

CAPITOLO 2

*I NUOVI STANDARD PER I COLOSSI FINANZIARI DI UN MERCATO GLOBALE: QUALI STRUMENTI PER FRONTEGGIARNE LA CRISI?**

di *Antonella Brozzetti*

«Il mercato è la legge, che lo governa e costituisce; e prende forma dalla decisione politica e dalle scelte normative».

(Natalino Irti)

1. Una regolamentazione proiettata sull'“*ending of too big to fail*”: introduzione e piano del lavoro. – 2. Una ricognizione del pacchetto regolamentare sulle “SIFIs” messo in atto dagli “*standard-setters*” internazionali. – 2.1. Presa d'atto e (nuovo) avvio del processo di riforma centrato sui colossi finanziari a rischio sistemico (anni 2008-2009). – A) G20 di Washington e di Londra. – B) Rapporto *de Larosière*. – C) G20 di Pittsburg. – 2.2. I primi risultati del 2010 con le raccomandazioni del FSB ed i lavori del *Joint Forum*. – 2.3. La svolta del 2011: dalle “G-SIFIs” alle “D-SIBs”, transitando per le “G-SIBs”. – 2.3.1. (*Segue*). Si gettano le fondamenta per una regolamentazione maggiormente condivisa per il sistema finanziario globale (G20 di Cannes). – 2.4. Un sintetico richiamo dei profili regolamentari applicabili alle istituzioni di rilevanza sistemica. – 2.4.1. Criteri identificativi delle SIFI e requisiti di adeguatezza patrimoniale (prove tecniche con le G-SIB). Decisiva rilevanza degli accordi di Basilea sul capitale. –

* Questo lavoro costituisce una parte di uno studio più ampio, di prossima pubblicazione (“Ending of too big to fail” tra *soft law* e diritto europeo), sulla riforma delle regole nel mercato finanziario dopo la crisi del 2008, già avviato con il saggio *Le istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica (c.d. SIFIS): qualche primo appunto sul framework regolamentare*, pubblicato negli *Scritti per Franco Belli*, tomo I. *Atti del convegno di Siena del 9-10 maggio 2013*, a cura di A. Brozzetti, C.G. Corvese, S. Maccarone, A. Nigro, V. Santoro, Pacini, Pisa, 2014, 155-185.

2.4.2. Modalità e strumenti di supervisione via via più stringenti (prime indicazioni). – 2.4.3. Il nodo dei regimi di risoluzione delle crisi bancarie (adeguatezza patrimoniale e successione del *bail-in* al *bail-out*): i c.d. “KAs” del FSB del 2011 ed avvio della strategia della risoluzione. – 2.5. Il 2013: anno di riflessione a livello internazionale e abbrivio verso una regolamentazione, diretta ad eliminare il “TBTF”, sempre più monumentale (G20 di San Pietroburgo, di Washington e di Brisbane). – 2.5.1. L’agenda di riforma allarga il perimetro alle istituzioni non bancarie, rafforzando al contempo i presidi sulle G-SIB, anche in un’ottica di gruppo (vertici di Antalya e Hangzhou); un cenno al profilo delle riforme strutturali e alcune prime osservazioni d’assieme. – 3. Qualche riflessione scaturita da uno sguardo sul fatto regolato. – 3.1. (*Segue*). Confronto tra le SIFI via via individuate dal FSB ed i “colossi finanziari” oggetto di attenzione da altre angolazioni regolamentari (particolare rilievo in Europa del fenomeno del gigantismo). – 3.2. (*Segue*). L’impatto di strumenti di controllo e supervisione “rafforzati” sulle scelte strategiche degli intermediari. – 3.3. (*Segue*). L’affanno della regolamentazione rispetto agli intermediari finanziari di rilevanza sistemica e all’effetto “fuga”. – 4. Un *level playing field* sempre più vasto: ulteriori considerazioni e rinvio ad un nuovo progetto di studio.

1. Una regolamentazione proiettata sull’“*ending of too big to fail*”: introduzione e piano del lavoro

Secondo la presidente del Fondo monetario internazionale la crisi del 2008 «*made it clear to us that the world is interconnected like never before, in multiple and complex ways*»¹. Il fatto che il detonatore della stessa sia stato il fallimento di *Lehman Brothers*, una delle principali banche di investimento americane con diramazioni internazionali, ha posto da subito l’attenzione, da parte dei *forum* globali della regolamentazione, sulle «*systemically important financial institutions-SIFIs*», ossia istituzioni finanziarie di importanza sistemica costituite da imprese o gruppi il cui dissesto può minare la stabilità del settore finanziario, inteso in un’accezione sia regionale (nel senso di determinate aree geografiche) sia internazionale.

Il ruolo svolto da istituti finanziari di grande dimensione, complessità, interconnessione e operanti su scala globale, è stato quindi indagato su diversi

¹ Così di recente C. LAGARDE, *Managing Spillovers. Striking the Right Balance of Domestic Objectives and External Stability*, intervento al *Norges Bank 200th Anniversary Symposium on “The Interaction Between Monetary Policy and Financial Stability. Going Forward”*, Oslo, 16 June 2016, 1.

fronti con interesse crescente e con particolare attenzione verso le diverse modalità seguite per la soluzione delle crisi emerse in istituzioni ritenute o meno “immortali”. Si pensi, a titolo di esempio, al caso di *AIG-American International Group*, prima impresa di assicurazione che ha avuto accesso al credito di ultima istanza della *Federal Reserve*, nonché ai salvataggi, da parte dei governi coinvolti, dei conglomerati finanziari *Fortis* e *Dexia*, quest’ultimo solido “sulla carta” – poiché pienamente in linea con i requisiti fissati da Basilea 2 – ma con composizione dell’attivo che lo esponeva ad un eccessivo rischio di liquidità.

Politiche blande di governo dei rischi, prodotti finanziari sempre più complessi ed opachi, uso smisurato della leva finanziaria hanno accentuato la vulnerabilità del sistema finanziario e reso necessario, per un verso, un rafforzamento della supervisione nonché, per altro verso, la riforma del quadro regolamentare; sotto accusa è finita in particolare la disciplina di mercato, pilastro fondamentale di tale quadro, rivelatasi però del tutto inefficace di fronte all’azzardo morale sviluppato da una istituzione di importanza sistemica il cui rischio di credito è risultato sottostimato da parte sia dei creditori sia delle agenzie di rating.

Il tema delle SIFI si è pertanto incuneato nel dibattito sulla necessaria riforma dell’ordinamento finanziario previgente alla crisi, coinvolgendo il piano del coordinamento e dell’assetto della supervisione al livello mondiale: tant’è che si è parlato subito di «*global-systemically important financial institutions-G-SIFIs*». Il tema è infatti rientrato nell’agenda della riforma della regolamentazione del sistema finanziario avallata dal Gruppo dei Venti (G20) e predisposta con i lavori, articolati in varie tappe ed ancora in corso, soprattutto del Consiglio per la stabilità finanziaria – meglio noto sotto il nome di *Financial stability board* (FSB) – e del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (*Basel committee on banking supervision*; d’ora in poi BCBS), talvolta in collaborazione con il Fondo monetario internazionale (FMI) e gli altri consessi internazionali via via coinvolti in ragione degli aspetti trattati. Ricontreremo che, nella sostanza, al G20 può ascriversi un ruolo di motorino di avviamento di un ampio programma di riforma delle regole della finanza, per aver scandito nei periodici “*summit*” e “*meeting*” le linee di azione degli organismi internazionali. Uno degli obiettivi che, ai diversi livelli, i riformatori si sono posti è stato quello di precostituire gli strumenti per fronteggiare l’impatto sistemico della crisi di un colosso finanziario internazionale².

² Il programma si è infatti sviluppato su diversi fronti, così riassunti, in una delle fasi in-