



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra Storia dell'Economia e dell'Impresa

*“La crisi del 2008. Cause ed effetti: una comparazione
tra Usa ed Europa”*

Relatore

Ch.mo Prof. Amedeo Lepore

Candidato

Edoardo Spacocci

Matr. 230601

Anno Accademico 2020/2021

Indice	2
Introduzione	3
Capitolo I – La crisi finanziaria	
1.1 Cosa si intende per crisi finanziaria	4
1.2 Il ruolo delle banche nel sistema finanziario	10
1.3 L’Eurosistema e gli strumenti di politica monetaria	18
Capitolo II – La crisi finanziaria del 2008	
2.1 Gli Usa prima del 2008	21
2.2 Le cause e gli effetti che hanno generato la crisi	25
2.3 L’ impatto della crisi: la genesi di un nuovo mercato	28
Capitolo III – La crisi del debito sovrano	
3.1 La crisi in Europa	32
3.2 Le misure di risposta alla crisi per la tenuta del sistema bancario e finanziario	36
3.3 I controlli bancari in Europa dopo la crisi	40
Bibliografia	43
Sitografia	48

INTRODUZIONE

Obiettivo di questa tesi è analizzare le cause che sono a fondamento delle crisi sia i rimedi osservando attraverso una riflessione sulle cause e le conseguenze della crisi del 2008 negli Stati Uniti e in Europa. In questo contesto emerge, tra le altre, anche l'esigenza di risalire alle cause poste a fondamento dei processi evolutivi della regolazione in modo da individuare in quali modalità la normativa si è adeguata alla successione delle congiunture economiche e degli eventi giuridico – istituzionali degli ultimi anni.

Nel primo capitolo si è esaminato la definizione di crisi finanziaria percorrendo le varie crisi susseguitesi sia in Europa che negli Stati Uniti e approfondendo il ruolo delle banche nel sistema economico finanziario. Infine, si sono evidenziati i compiti della BCE, del SEBC e gli strumenti di politica monetaria che hanno a disposizione per realizzare e consolidare l'unione economica e monetaria all'interno dell'Europa.

Nel secondo capitolo si sono approfondite le cause e gli effetti della crisi finanziaria, che nel 2008 ha colpito gli Stati Uniti, ripercorrendo anche la carriera del Presidente della Federal Reserve, Alan Greenspan e del suo successore, Ben Bernanke.

Nel terzo capitolo si esaminano le fasi della crisi che nel 2011 ha colpito l'Europa ed in particolar modo le misure innovative come i meccanismi di sostegno istituiti al fine di assicurare un'adeguata assistenza finanziaria ai paesi vicini al *default*.

CAPITOLO PRIMO -

LA CRISI FINANZIARIA

1.1 COSA SI INTENDE PER CRISI FINANZIARIA?

Il dizionario italiano definisce la crisi finanziaria come: “*Situazione di grave difficoltà che si verifica in presenza di una forte instabilità nei mercati finanziari, con una cospicua caduta del valore delle attività e un’interruzione del flusso di risorse dai risparmiatori alle imprese.*”¹

Il fenomeno che descriveremo è molto ampio perché comprende diversi tipi di crisi: bancarie, di borsa, del debito sovrano.

Una delle prime crisi finanziarie si registra nei primi anni del diciassettesimo secolo, più precisamente nel 1637, e prende il nome di “La bolla dei tulipani.”²

Nonostante l’epoca di cui parliamo sia molto lontana dai giorni nostri, il concetto e le analogie con le crisi finanziarie di età moderna sono molto chiare; le varietà meno comuni di questo fiore cominciarono ad essere valutate come bene di lusso e, desiderate dalla ricca borghesia: si iniziarono a scambiare alla borsa valori di Amsterdam e nelle varie aste delle città olandesi³.

Il concetto era semplice: il tulipano essendo considerato un bene di valore portavano i fioristi a prenotare i bulbi dei tulipani attraverso contratti con prezzi fissati ex-ante onorati a scadenza; si iniziava la negoziazione dei diritti sui bulbi cioè i *futures* dei tulipani⁴.

L’obiettivo primo era quello di generare un gioco a rialzo in modo tale da poter ottenere un profitto dalla vendita a prezzi vantaggiosi e superiori rispetto all’ acquisto.

Quando la bolla scoppiò i fioristi furono costretti a mantenere fede ai contratti da loro precedentemente stipulati e ad acquistare la merce ad un valore nettamente superiore del reale (Fig. n. 1).

La comunità dei fioristi spinse la giustizia delle Provincie unite olandesi a trasformare i contratti a termini originari in contratti a pronti così da non dover pagare la somma pattuita ma bensì il 3,5% di quest’ ultima.

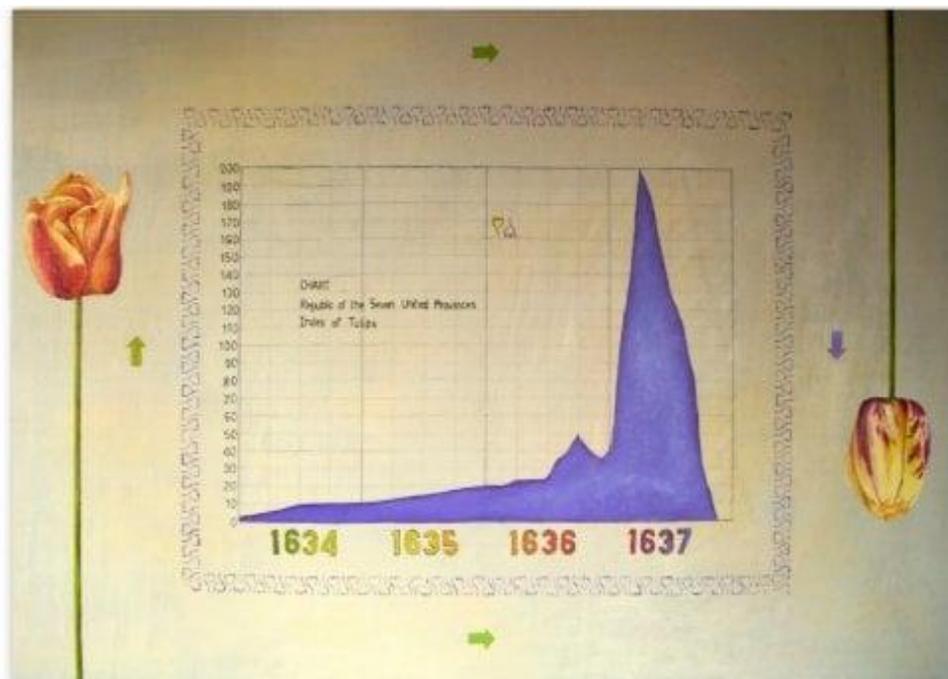
¹ M. Dash, G. Lonza, R. Zuppet, *La febbre dei tulipani. La prima grande crisi economica della storia*, BUR, 2009, p. 11.

² Ibidem

³ G. Adinolfi, M. Vellano (a cura di), *La crisi del debito sovrano degli Stati dell’area euro. Profili giuridici*, Giappichelli, 2013, p. 23

⁴ Ibidem

Fig. n. 1 - La bolla dei Tulipani.



5

Fonte: <https://www.consob.it/web/investor-education/la-bolla-dei-tulipani>

Le crisi finanziarie che si sono sviluppate nel corso degli anni fino ad arrivare ai giorni nostri, vengono, di seguito⁶ :

- la crisi del '29 negli Stati Uniti;
- la crisi del Messico 1982;
- il fallimento delle casse di risparmio negli Stati Uniti tra il 1987 e il 1989;
- le crisi bancarie dei paesi scandinavi nel periodo 1990-1992;
- la crisi del Sistema monetario europeo 1992-1993;
- la crisi finanziaria del Giappone tra il 1992 e il 1996;
- la crisi bancaria e valutaria del Messico 1994;
- la crisi del sud est asiatico tra il 1996 e il 1997;
- la crisi in Argentina nel 2001;
- la crisi dei mutui *subprime* degli Stati Uniti nel 2008;
- la crisi dei debiti sovrani nel 2011.

Per cercare di comprendere come si arriva a situazioni di crisi finanziaria bisogna partire da ciò che gli studiosi definiscono: "Teoria dell'agenzia" ovvero l'analisi di come i problemi di asimmetria informativa possano comportare lo sviluppo di fenomeni come la selezione avversa e l'azzardo morale⁷.

⁵ La figura 1 mostra l'andamento del prezzo del bulbo di tulipano fino ad arrivare allo scoppio della bolla. Consultabile su <https://www.consob.it/web/investor-education/la-bolla-dei-tulipani>

⁶ A. Banfi, F. Di Pasquali, *Le Banche Centrali negli anni della crisi. L'operatività della Banca Centrale Europea, della Banca d'Italia e della Federal Reserve*, Isedi, 2014, p. 12.

⁷ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, Pearson, 2019, p. 8.

L'asimmetria informativa è la disuguaglianza di conoscenze di informazioni che si sviluppa tra il datore dei fondi e il prenditore. La mancanza di informazioni crea due tipi di problemi nel sistema finanziario:

- selezione avversa: è il problema di asimmetria informativa che si sviluppa nella fase antecedente alla transazione; i prenditori di fondi che presentano maggiori rischi di insolvenza sono, di norma, quelli che si attivano maggiormente per acquisire tali fondi e quindi, di conseguenza, di ottenerli. Non avendo adeguate informazioni il datore di fondi, per evitare tale rischio, potrebbe decidere di non promuovere nessun finanziamento nonostante esistano anche buone opportunità di impiego.
- azzardo morale: è il problema di asimmetria informativa che si sviluppa dopo che si è conclusa l'operazione; tale rischio si ha quando il prenditore, dopo aver ottenuto il prestito, intraprende azioni che accrescono il suo rischio di insolvenza andando contro le esigenze ed aspettative del datore. Essendo anche questo un problema che potrebbe andare a discapito del datore, questi ultimi sarebbero nuovamente indirizzati a non prestare fondi.

I problemi di asimmetria informativa sono quindi un ostacolo al trasferimento di risorse tra i datori dei fondi e i prenditori che presentano ottime opportunità di investimento e ciò viene definito come: "frizione finanziaria". Se aumentano tali frizioni sarà sempre più complicato per i datori dei fondi accertare la solvibilità dei debitori; i primi saranno quindi tentati di richiedere un tasso d'interesse più elevato per proteggersi dal rischio di insolvenza. Tutto questo ciclo di eventi consecutivi comporta un aumento dello "spread creditizio" ovvero la differenza fra i tassi d'interesse sulle imprese e i tassi d'interesse sulle attività prive di rischio, come ad esempio i titoli di Stato.

Una crisi finanziaria si sviluppa quando le informazioni non circolano in maniera corretta comportando l'aumento delle frizioni finanziarie e dello *spread* creditizio che generano un malfunzionamento del mercato finanziario⁸.

Nonostante ogni crisi finanziaria sia a sé gli studiosi hanno riscontrato, in particolare nelle crisi che hanno colpito gli Stati Uniti, delle convergenze che possono essere ritrovate in tre fasi⁹:

- la prima fase coincide con: "l'Avvio della crisi finanziaria"¹⁰.

Le crisi finanziarie spesso si sviluppano quando l'economia introduce nuove tipologie di strumenti finanziari o quando i paesi danno inizio a una liberalizzazione finanziaria; quest'ultima infatti, se nel lungo periodo può incentivare lo sviluppo economico e la corretta gestione dei capitali, nel breve periodo spinge le istituzioni finanziarie ad erogare il credito con maggiore libertà: "*credit boom*".

Un ulteriore elemento che spinge tali enti ad assumere rischi maggiori e quindi concretizzare il problema di azzardo morale sono le *safety net governative* ovvero l'assicurazione che i governi promettono in caso di perdite nei confronti dei depositanti.

⁸ A. Banfi, F. Di Pasquali, *Le Banche Centrali negli anni della crisi. L'operatività della Banca Centrale Europea, della Banca d'Italia e della Federal Reserve*, op. cit., p. 15.

⁹ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, op. cit., p. 9.

¹⁰ *Ibidem*

Lo scenario che si va a costituire è sicuramente favorevole alle istituzioni finanziarie che erogheranno prestiti rischiosi a tassi d'interesse elevati perché, nella situazione più favorevole, i debitori saranno in grado di restituire il prestito e quindi registrerebbero un elevato guadagno; nella situazione più sfavorevole, il debitore non avrà risorse sufficienti per adempiere ai propri obblighi ma tali perdite verranno rimborsate dall'assicurazione sui depositi fornita dal governo¹¹.

Senza un opportuno controllo quindi il *risk taking* crescerebbe vertiginosamente.

I prestiti però cominciano a non essere rimborsati comportando perdite registrate nel passivo del bilancio andando a diminuire il capitale netto delle banche e degli altri istituti finanziari.

Avendo a disposizione meno capitale le istituzioni iniziano un processo di *deleveraging* ovvero un rientro e riduzione dei prestiti.

Il capitale netto eroso e con valori modesti mostra un'elevata rischiosità delle banche, perciò, i datori dei fondi procederanno ad un ritiro di questi ultimi; minori fondi si traducono in riduzione di capacità di fornire prestiti e riduzione di essi passando quindi da una situazione di credit boom a una situazione di *credit crunch*.

Quando i prestiti si riducono i prenditori di fondi con allettanti opportunità di investimento non saranno più in grado di finanziarle; ciò comporta una diminuzione delle loro spese e quindi una contrazione nell'economia reale¹².

Le diverse modalità con le quali possono generarsi le crisi sono comprese in due azioni fondamentali:

- *Boom and Bust* .

Può accadere, in determinate circostanze, che i prezzi dei titoli azionari o anche i prezzi degli immobili, come ad esempio la crisi globale del 2008, crescano fino a raggiungere valori di gran lunga superiori rispetto ai loro valori economici fondamentali. L'innalzamento dei prezzi delle attività rispetto ai loro valori fondamentali viene chiamato: "bolla dei prezzi delle attività" spesso innescata dai credit boom e tale maggiore disponibilità di credito sarà utilizzata per l'acquisto di determinate attività comportando l'aumento di esse. Nel momento in cui la bolla scoppia i prezzi si ristabiliscono vicino al loro valore fondamentale (quindi si riducono), le società registrano perdite nel loro capitale netto e di conseguenza anche nel valore delle garanzie offerte al creditore si percepisce una perdita di valore.

Ovviamente questo meccanismo che si innesca coinvolgerà anche gli stessi istituti finanziari che, non riuscendo a rientrare dei prestiti, registreranno delle perdite nel loro patrimonio netto causando un processo di *deleveraging* che intensificherà il declino dell'attività economica¹³.

- Incremento dell'incertezza causato dal fallimento di considerevoli istituzioni finanziarie.

¹¹ F. Capriglione, *La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato*, in Riv. Trim. dir. Econ., 2017, n.2, p. 38.

¹² *Ibidem*

¹³ A. Banfi, F. Di Pasquali, *Le Banche Centrali negli anni della crisi. L'operatività della Banca Centrale Europea, della Banca d'Italia e della Federal Reserve*, op. cit., p. 17.

Molto spesso le crisi finanziarie, in particolare quelle statunitensi come vedremo in seguito, si sono verificate dopo periodi di forti incertezze come il crollo del mercato azionario, fallimento di un'importante istituzione finanziaria o l'avvio di una recessione.

In periodi di forte preoccupazione l'asimmetria informativa aumenta perché risulta difficile reperire informazioni e, con essa, anche le frizioni finanziarie accrescono riducendo i prestiti e l'attività finanziaria¹⁴;

- la seconda fase: “Crisi bancaria”¹⁵.

A causa di un deterioramento del capitale netto e delle condizioni di operatività le banche finiscono per dichiarare il fallimento essendo incapaci di rimborsare i depositanti o altri creditori. Se questa situazione non si ferma allo stadio iniziale può portare al panico bancario, nel quale molteplici banche, anche quelle solide, falliscono.

Il problema di fondo del panico bancario è da ricondurre all'asimmetria informativa: i depositanti, incapaci di valutare la solidità della banca e avendo paura di perdere i propri risparmi, generano una “corsa agli sportelli”. Il risultato è una “vendita forzata” che costringerà le banche a vendere le proprie attività a prezzi più bassi del loro valore reale; se questa vendita si amplia può condurre al fallimento anche banche che sono o meglio erano considerate solide;

- la terza fase: “Deflazione del debito”.

Il quadro che si va a costituire rappresenta una fase economica recessiva ovvero quando si registra una variazione negativa del Pil (prodotto interno lordo) rispetto all'anno precedente. Tale indicatore è sicuramente fondamentale per valutare in quale delle quattro fasi del ciclo economico l'economia si sta avviando: prosperità, recessione, depressione e ripresa¹⁶. Il Pil può essere definito come il valore che rappresenta il processo di scambio che si genera dalla vendita di prodotti e servizi, vengono infatti esclusi dal calcolo tutti quei processi che portano alla costituzione di prodotti e servizi destinati all'autoconsumo. A seconda dell'ottica con la quale si analizza tale indicatore possono essere utilizzate tre metodologie di calcolo differenti¹⁷:

- 1) Metodo della spesa, analizza il Pil dal lato della domanda quindi comprenderà al suo interno: consumi, investimenti, spesa pubblica ed esportazioni nette.
- 2) Metodo del valore aggiunto, analizza il Pil dal lato dell'offerta tenendo quindi conto di tutti i beni intermedi e fattori produttivi che sono indispensabili per la costituzione del bene finale e la sua successiva vendita. Tutti questi elementi generano un aumento progressivo del valore fino a raggiungere quello finale da qui il nome del metodo di calcolo.

¹⁴ L. Di Brina, *La crisi della banca e degli intermediari finanziari*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Tomo II, CEDAM, 2010

¹⁵ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, op. cit., p. 9

¹⁶ *Ibidem*

¹⁷ F. Buseti, C. Giorgiantonio, G. Ivaldi. S. Mocetti, A. Notarpietro e P. Tommasino, *Questioni di economia e finanza. Capitale e investimenti pubblici in Italia: effetti macroeconomici, misurazione e debolezze regolamentari*, Banca d'Italia, n. 520, Ottobre, 2019, p. 5.

- 3) Metodo dei redditi, analizza il Pil partendo da una valutazione dei fattori produttivi, capitale finanziario e lavoro, ai quali vengono sommati anche le tasse sulla produzione e l'Iva al netto dei contributi della produzione.

Durante una fase recessiva si registra una contrazione di tale indicatore che spesso viene accompagnata da un rallentamento del tasso d'inflazione, se così non fosse ma si registrerebbe un innalzamento dei prezzi allora si avrebbe una stagflazione.

Lo scenario che si va a costituire è caratterizzato da una contrazione del tasso di crescita della produzione, un aumento della disoccupazione ed una diminuzione del tasso d'interesse.

Ponendoci anteriormente allo sviluppo della fase recessiva e cercando di analizzare come esso si va a generare possiamo concludere che molti teorici lo considerano come un fenomeno endogeno, ad ogni fase di espansione segue una fase di recessione, non escludendo però la possibilità che sia generato da *shock* esogeni¹⁸.

Lo scenario avverso che si va a costituire porta al fenomeno di deflazione ovvero una diminuzione tendenziale dei prezzi che può derivare da un eccesso di offerta o di una riduzione della domanda.

Nel primo caso il fenomeno è favorevole all'economia perché la riduzione dei prezzi è generata da un aumento dell'offerta dovuta al progresso tecnologico o espansione della concorrenza¹⁹.

Quando invece la riduzione dei prezzi è conseguenza di una contrazione della domanda aggregata lo scenario che si va a costituire è negativo rispetto allo sviluppo economico poiché: la spesa di persone ed aziende si riduce spingendo queste ultime ad una riduzione dei prezzi che genera di conseguenza anche una riduzione del fatturato, ovvero dei ricavi. Per fronteggiare tale diminuzione le imprese cercano quindi di intervenire nei costi da loro sostenuti andando a ridurre i costi delle materie prime, tagliando i costi del personale e comprimendo i finanziamenti dalle banche. L'aumento della disoccupazione e la contrazione delle attività comporta quindi una contrazione della domanda aggregata²⁰.

¹⁸F. Buseti, C. Giorgiantonio, G. Ivaldi, S. Mocetti, A. Notarpietro e P. Tommasino, Questioni di economia e finanza. *Capitale e investimenti pubblici in Italia: effetti macroeconomici, misurazione e debolezze regolamentari*, op. cit., p. 7.

¹⁹ Ibidem

²⁰ BCE – Bollettino economico, n. 1/2020.

1.2 IL RUOLO DELLE BANCHE NEL SISTEMA FINANZIARIO

Affinché si possa analizzare il ruolo delle banche nel sistema finanziario occorre studiare ed approfondire il ruolo delle banche e degli intermediari finanziari. Il sistema finanziario è “ un sistema complesso di rapporti di debito e di credito di tipo dinamico basato su relazioni contrattuali che legano tutti coloro che agiscono all’interno del sistema economico”²¹.

Le funzioni che il sistema finanziario svolge sono di norma 3²²:

- 1) funzione monetaria: l’obiettivo principale è quello di garantire l’efficiente funzionamento del sistema dei pagamenti ed inoltre tenta di promuovere gli impulsi di politica monetaria nei confronti del sistema economico in senso più ampio.
- 2) funzione allocativa: l’obiettivo è far sì che ci sia un’allocazione ottimale del capitale ovvero implementare lo scambio di risorse tra chi ha disponibilità in eccesso e chi si trova in una posizione di deficit.
- 3) gestione dei rischi: l’obiettivo è quello di gestire e monitorare tutti i rischi intrinseci all’attività finanziaria.

Il sistema finanziario può essere visto come l’insieme di 4 elementi²³:

- 1) Strumenti finanziari: sono contratti che racchiudono al loro interno diritti e prestazioni di natura finanziaria; ne esistono molteplici tipologie e sono elencate nel Testo Unico della Finanza²⁴.
- 2) Mercati finanziari²⁵: per mercato finanziario si intende il luogo in cui avviene la negoziazione degli strumenti finanziari, in base alla durata i mercati si possono dividere in:
 - mercato monetario, vengono emessi e negoziati titoli con scadenze inferiori ai dodici mesi come ad esempio le obbligazioni a breve termine o le cambiali bancarie.
 - mercato dei capitali, vengono invece emessi e negoziati titoli con durata superiori ai dodici mesi.

La seconda variabile che ci permette di distinguere un’ulteriore tipologia di mercati è l’emissione che differenzia il mercato in:

- Mercato primario: in questo mercato vengono negoziati i titoli di prima emissione; un ruolo fondamentale lo giocano sicuramente le banche d’ investimento che garantiscono l’allocazione dei titoli, sottoscrivendo questi ultimi e successivamente li vendono agli investitori.
- Mercato secondario (Borsa valori o Mercati OTC): in questo mercato vengono invece negoziati titoli che sono già in circolazione. Affinché il mercato secondario funzioni in maniera ottimale sia necessaria la presenza di: intermediari finanziari (soprattutto le banche) che permettono l’allocazione ottimale del capitale, dealer che mettono a contatto le controparti acquistando i titoli dai venditori e vendendoli

²¹ F. Cesarini, G. Gobbi, *Le banche e l’economia. Il nostro sistema finanziario tra crisi e mercato globale*, Il Mulino, 2008, p. 26.

²² Ibidem

²³ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, op. cit., 16.

²⁴ A Di Clemente., *Rischio Sistemico e stabilità finanziaria. Problemi di stima e regolazione*, Aracne Editrice, novembre 2016, p. 166.

²⁵ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, op. ci., p. 17.

successivamente agli acquirenti, broker che svolgono la medesima funzione dei dealer ovvero mettono in contatto acquirenti e venditori ma senza nessun acquisto.

Essendoci una grande varietà di strumenti finanziari si vanno a costituire molteplici tipologie di mercati; un'ulteriore distinzione si ha distinguendo il mercato obbligazionario e il mercato azionario.

Il primo viene anche definito come mercato dei titoli di debito perché si commercializza appunto questo ultimo. Una distinzione interna al mercato dei titoli di debito si può fare una in base ai titoli trasferibili e non; le obbligazioni sono un esempio di titoli trasferibili che sono facilmente negoziabili dopo la loro emissione, i mutui o altri strumenti simili non sono trasferibili e quindi difficilmente negoziabili successivamente alla loro emissione. La non trasferibilità si muove di pari passo con la personalizzazione ovvero più lo strumento è personalizzato più complicata diventa la sua trasmissione. Il mercato creditizio è il luogo in cui si negoziano titoli non trasferibili mentre nel mercato mobiliare si negoziano i titoli trasferibili.

Il mercato azionario è invece il luogo in cui si negoziano le quote di reddito delle società quotate; le azioni ordinarie garantiscono infatti una quota di proprietà dell'azienda e una successiva partecipazione alla distribuzione dei dividendi. Il mercato azionario è molto importante per le aziende perché in base al prezzo per il quale vengono scambiate le azioni, l'azienda guadagnerà una più o meno ampia disponibilità di capitale.

3) Intermediari finanziari²⁶: il loro compito è quello di produrre strumenti finanziari, di permettere la negoziazione di questi ultimi e infine fornire servizi di supporto all'interno del sistema finanziario. Gli intermediari finanziari si suddividono in:

- Intermediari creditizi: fanno parte di questa categoria le banche e altri intermediari creditizi; questa tipologia di intermediari raccoglie fondi principalmente attraverso l'emissione di depositi in conto corrente, depositi a risparmio, certificati di deposito ed obbligazioni e sfruttando tali disponibilità per intraprendere attività quali prestiti o acquisizioni di titoli sicuri, ad esempio obbligazioni.
- Intermediari assicurativi: alcuni esempi sono: fondi pensione, imprese di assicurazione a vita e imprese di assicurazione danni. Questa tipologia di intermediari assicura il pagamento in un'unica soluzione in caso di verificarsi di particolari situazioni umane. I fondi per permettere tale pagamento in toto vengono raccolti tramite il pagamento dei premi concordati nel contratto da parte degli assicurati e vengono successivamente investiti in obbligazioni di imprese, Titoli di Stato e, più raramente, in azioni.
- Intermediari mobiliari: ne fanno parte le Sim e banche d'investimento, fondi comuni e Sicav, Hedge fund. I compiti svolti da questo tipo di intermediari sono molteplici tra i più importanti ricordiamo: la negoziazione di valori mobiliari, la collocazione e la gestione di valori mobiliari, la consulenza in ambito di fusioni ed acquisizioni²⁷.

²⁶ A Di Clemente., *Rischio Sistemico e stabilità finanziaria. Problemi di stima e regolazione*, op. cit. p. 168.

²⁷ A. Banfi, f. Di Pasquali, *Le Banche Centrali negli anni della crisi. L'operatività della Banca Centrale Europea, della Banca d'Italia e della Federal Reserve*, Isedi, 2014, p. 14

4) Autorità di vigilanza²⁸: il sistema finanziario è probabilmente tra i sistemi maggiormente controllati ciò sta a confermare la sensibilità ed importanza del ruolo che ricopre nel sistema economico in generale. Facendo riferimento all' Italia le autorità pubbliche di maggior rilievo sono: Banca d' Italia, Consob, Covip, Ivass ed Agcm.

Il loro obiettivo principale è quello di aumentare le informazioni disponibili per gli investitori e garantire il corretto funzionamento ed adeguata stabilità del sistema finanziario.

Il fine ultimo dei mercati e quello degli intermediari finanziari, in particolare le banche, è far sì che ci sia un trasferimento delle risorse tra chi ha una disponibilità di quest'ultime e chi invece ne necessita, in modo tale da soddisfare un' allocazione ottimale del capitale²⁹.

Tale trasferimento di risorse può avvenire in tre modalità differenti³⁰:

- 1) Trasferimento diretto: l'intermediario non prende parte alla transazione ma, quest' ultima, si sviluppa autonomamente tra le controparti
- 2) Trasferimento diretto assistito: l'intermediario sviluppa un'attività di ricerca e coinvolge le controparti in modo tale da far coincidere le varie necessità delle controparti ma, anche in questo caso, la transazione avviene in maniera diretta senza l'interlocuzione degli intermediari.
- 3) Trasferimento indiretto: in questo caso l'intermediario interpone il proprio bilancio nel mezzo del trasferimento. La banca è l'unico intermediario che in via esclusiva può svolgere tale funzione creditizia nel circuito indiretto.

Il ruolo fondamentale delle banche, e degli intermediari finanziari, può essere spiegato prendendo in considerazione tre problemi che questi ultimi riescono a ridurre:

- Costi di transazione: tali costi racchiudono le risorse che vengono impiegate affinché si riesca a portare a termine la transazione. Le banche riescono a ridurre tali costi sia perché hanno maggiore esperienza ma soprattutto perché, sviluppando una grande mole di operazioni simili, riesce a sfruttare economie di scala.
- Asimmetria informativa: avendo a disposizione maggiori risorse ed informazioni riescono a ridurre tali problemi attraverso attività di *screening* e *monitoring*.
- Economie di scopo: le banche riescono a ridurre i costi di raccolta di informazioni sfruttando un'unica fonte di informazioni per soddisfare servizi differenti. Tale pratica può comportare però conflitti d'interessi perché l'intermediario si può trovare di fronte obiettivi differenti, in contrasto tra loro, e quindi costretto a decidere tra questi.

L'origine dell'attività bancaria, così come si conosce oggi, va ricercata in contesto storico ben differente dall'odierno ma non di meno importante³¹.

²⁸ G. Boccuzzi, *L'Unione Bancaria Europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Bancaria Editrice, 2015, p. 47.

²⁹ F. Cesarini, G. Gobbi, *Le banche e l'economia. Il nostro sistema finanziario tra crisi e mercato globale*, Il Mulino, 2008.

³⁰ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, op. cit., p. 29.

³¹ E. Ercolani Cocchi, *Dal baratto all'euro. Storia della moneta dalle origini ai giorni nostri*, Editoriale Olimpia, 2003, p. 22.

Nell'economia greco romana si cominciarono a intraprendere le prime attività riguardanti principalmente il cambio di valute e la custodia di esse e il compito era svolto da *argentarii* o *trapezitae*.

Un ruolo fondamentale nello sviluppo lo ebbe sicuramente l'incremento degli scambi commerciali con gli Etruschi che portarono alla costituzione di una propria coniazione argentea³². Grazie ad essi gli *argentarii* consolidarono sempre di più la loro posizione nella società ottenendo nel 330 a.C. il riconoscimento da parte dello Stato dal quale ottennero in affitto la concessione di sette botteghe denominate *tabernae argentariae*. In questi luoghi o sedi gli *argentarii* disponevano i loro banchi con i rispettivi libri contabili ognuno riferente al particolare tipo di attività svolta; quest'ultima infatti non era oramai più limitata al cambio della moneta ma comprendeva: l'accettazione di depositi privati in cambio di un pagamento d'interessi, la concessione di prestiti previa presentazione di garanzia (gli attuali prestiti garantiti), la possibilità di poter effettuare pagamenti in virtù di quelle che erano le richieste dei clienti.³³

Sotto l'impero di Augusto il sistema finanziario assume un ruolo sempre più fondamentale e strettamente correlato al controllo dello Stato tanto da far riunire gli *argentarii* in una corporazione *collegium argentariorum* e a far nascere una nuova categoria: *nummulari* i quali avevano il compito di valutare ed etichettare la purezza dei metalli in modo tale da garantire una valutazione omogenea al valore della moneta. Le basiliche che sorsero successivamente erano una vera e propria piazza d'affari nella quale circolavano molte informazioni riguardo i vari debitori e soprattutto si definivano le varie politiche economiche in particolar modo inerenti ai tassi d'interesse; ma tanto più importante fu il sistema contabile che si andò a costituire. I principali libri contabili erano³⁴:

1. *Adversaria*, tavolette dove venivano annotate tutte le operazioni eseguite durante una giornata.
2. *Codex rationum*, libro contabile nel quale erano registrate tutte le entrate ed uscite.
3. *Codex accepti et expensi*, nel quale erano descritti i principali negozi giuridici.
4. *Calendarium*, nel quale venivano annotate tutte le somme cedute in prestito e le rispettive scadenze.

Nel periodo caratterizzato dalla nascita di Comuni e Signorie l'attività bancaria divenne sempre più importante e fondamentale svolgendo una funzione da traino ai commerci che si svilupparono in quell'epoca e che portarono alla nascita dei cosiddetti *bancarii*.

In Italia cominciarono a sorgere importanti famiglie mercantili e bancarie quali ad esempio i Bardi, i Peruzzi, i Medici, i Soranzo ed i Grimaldi.

L'attività svolta non è limitata alla singola gestione monetaria, essendo oramai presenti monete distinte e mezzi di pagamento differenti, ma bensì si cimentano anche nel finanziamento nei confronti dei vari signori

³² E. Ercolani Cocchi, *Dal baratto all'euro. Storia della moneta dalle origini ai giorni nostri*, op. cit., p. 22.

³³ G. B. Pittaluga, *Economia monetaria. Moneta, istituzioni, stabilità*, Hoepli, 2012, p. 29.

³⁴ *Ibidem*

locali che spesso, non potendo restituire il prestito, cedevano ai finanziatori monopoli nel commercio, in determinati servizi o sfruttamento di risorse³⁵.

Con l'espandersi dei traffici commerciali assunsero sempre più valore i nuovi, o perfezionati, mezzi di pagamento alternativi quali³⁶:

- *Cambio Traiettizio*, contratto con il quale si riconosceva l'esistenza di un debito da estinguere in luogo diverso rispetto a quello di origine e con una moneta differente rispetto a quella originaria; la particolarità dello strumento stava in una preventiva definizione del tasso di cambio in modo tale a prevedere un guadagno da parte del creditore.
- *Cambium*, caratterizzato dalla coesistenza di un'operazione di cambio e di credito che veniva certificata tramite atto notarile.
- *Lettera di cambio*, o lettera di pagamento che prevedeva la presenza di quattro soggetti: il numerante, ovvero colui che deteneva il debito, il traente, era colui che emetteva il pagamento, il trattario, colui che era incaricato del pagamento ed infine il beneficiario che era appunto il creditore e quindi colui a cui spettava il pagamento. La lettera di cambio portò successivamente alla nascita di due ulteriori tecniche di pagamento quali la girata e lo sconto.

Lo sviluppo delle banche in senso moderno, ovvero con attività finalizzata al deposito e al prestito di capitali, si colloca nel periodo che va dal Cinquecento fino al Settecento. In quel periodo infatti l'attività bancaria si distacca dall'attività mercantile; andandosi a cimentare su un maggiore utilizzo delle lettere di cambio, emissione di banconote convertibili in moneta ed infine una funzione di garanzia del valore delle monete metalliche.

Si può quindi dire che l'obiettivo primario delle banche che sorsero in quell'epoca era quello di garantire finanziamenti sia nei confronti degli Stati stessi sia nei confronti di coloro che avessero importanti attività d'investimento.

Le prime più importanti che sorsero furono: la Banca di Amsterdam nel 1609, il Banco di giro di Amburgo nel 1619 ed la Banca d'Inghilterra nel 1694³⁷.

Ritornando all'attualità ed andandoci a focalizzare maggiormente sulla Banca in Italia il Testo unico bancario, la normativa che disciplina le banche, definisce l'attività bancaria nell' art.10 come un'attività che si fonda sull'erogazione di prestiti e sulla raccolta di depositi tra il pubblico e una azienda.³⁸

Il bilancio delle banche prevede infatti l'iscrizione nelle passività dei depositi raccolti tra il pubblico e l'erogazione di prestiti che sono invece attività illiquide.

L'obiettivo delle banche è quello di migliorare l'allocazione ottimale del capitale e lo persegue svolgendo tre funzioni principali³⁹:

³⁵ G.Ingham, F. Saulini, *La natura della moneta*, Fazi, 2016, p. 18.

³⁶ <https://wsimag.com/it/economia-e-politica>

³⁷ G.Ingham, F. Saulini, *La natura della moneta*, op. cit, p. 20.

³⁸ G. Boccuzzi, *L'Unione Bancaria Europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Bancaria Editrice, 2015, p. 50.

³⁹ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, op. cit., p. 32.

1) funzione di intermediazione creditizia: la Banca si pone nel mezzo tra unità in surplus che hanno disponibilità di risorse finanziarie ed unità in deficit che necessitano di tali fondi. Le attività che svolge in tale ambito sono:

- trasformazione di attività\passività: tale trasformazione avviene in termini di scadenze, dimensioni e liquidità.

La trasformazione di scadenze si ha perché la banca raccoglie fondi tramite depositi che, di norma, sono a vista e quindi a breve termine e li utilizza per erogare prestiti che invece sono a lungo termine; in tal senso vi è quindi una trasformazione delle scadenze dal breve al lungo termine.

Inoltre i fondi raccolti dal pubblico sono di dimensioni sicuramente minori rispetto all'ammontare richiesto nell'erogazione di prestiti; la banca riesce a far combaciare tali risorse tramite una intermediazione di taglio che permette la trasformazione della dimensione.

Infine sviluppa una trasformazione della liquidità perché le banche emettono passività (i depositi) che sono caratterizzati da un'elevata liquidità e detiene prestiti che sono invece attività illiquide fino al loro rimborso.

- selezione ex ante e selezione ex post: Durante la selezione ex ante la Banca conduce un'attività di screening con l'intento di ridurre, quanto più possibile, il problema di selezione avversa; con questa attività si cerca di ottenere più informazioni possibili riguardo il richiedente dei fondi in maniera tale da riuscire a prevedere la probabilità di insolvenza di questo ultimo.

La maggior parte delle informazioni vengono ottenute internamente alla banca rifacendosi ai rapporti che essa sviluppa o ha sviluppato con il richiedente altrimenti, un altro modo utilizzato, è quello di utilizzare agenzie esterne denominate: agenzie di rating e credit bureau.

I modelli che vengono utilizzati per calcolare il rischio di insolvenza del prestatore sono tre: modelli di natura quali-quantitativa, modelli di *credit scoring* e modelli fondati sul mercato dei capitali.

Per quanto riguarda invece la selezione ex post la Banca sviluppa azioni di *monitoring* per ridurre il problema di azzardo morale e porta avanti tale controllo per tutta la durata della relazione. L'obiettivo è quello di verificare il mantenimento del merito di credito da parte del richiedente e si utilizzano principalmente due pratiche per far sì che non venga messa in pericolo la sua solvibilità: introduzione di clausole contrattuali, sviluppo di una relazione con il cliente (*relationship banking*).

Per quanto riguarda la prima si attua tramite l'introduzione di livelli minimi di liquidità o imponendo una maggiore condivisione di informazioni, anche sensibili, con la banca in modo tale da evitare che il debitore intraprenda azioni che possano andare ad aumentare il rischio a cui è esposto l'intermediario.

La seconda invece si basa su un rapporto fiduciario tra banca e richiedente dove la prima riduce l'attività di *monitoring* facendo affidamento ai precedenti rapporti instaurati con il secondo avendo quindi una maggiore tranquillità in termini di pagamenti e quant'altro.

- 2) Funzione monetaria: la Banca garantisce l'efficiente funzionamento del sistema dei pagamenti tramite l'offerta di servizi e strumenti di pagamento. La Banca infatti ha la facoltà di emettere segni di debito denominati quasi moneta o moneta bancaria che hanno lo stesso valore e funzione della moneta legale.
- 3) Funzione di riduzione dell'incertezza: la riduzione avviene tramite una trasformazione del rischio (fa corrispondere le richieste di rischio sia nei confronti dei prenditori sia nei confronti dei datori) e attraverso una gestione dei rischi.

Oltre a tali funzioni, in particolare quella di intermediazione creditizia, il TUB concede alle banche di operare anche in termini di attività finanziarie tra cui⁴⁰:

- Intermediazione mobiliare: negoziano gli strumenti finanziari per conto degli investitori.
- Possibilità di effettuare negoziazioni sia in proprio che nei confronti di terzi.
- Gestione patrimoniale individuale.
- Servizi di pagamento: ad esempio deposito in conto corrente e carte di credito.
- Assunzione diretta di partecipazione nel capitale di rischio delle imprese non finanziarie.
- Varie attività di servizio: servizi di cassetta di sicurezza ed custodia e amministrazione di titoli

In termini generali quindi le banche italiane possono andare ad operare in quattro aree fondamentali: raccolta di risparmio, attività di credito, servizi finanziari e di intermediazione mobiliare, investimenti in partecipazioni.

Il testo di riferimento in termini di attività bancaria e creditizia è il Testo Unico Bancario, entrato in vigore nel 1 gennaio 1994.

In Italia sono previste due tipologie di società attraverso le quali la banca può operare⁴¹:

- Società per azioni
- Società cooperativa a responsabilità limitata

Le differenze che si sviluppano, relative all'adozione di una delle due tipologie, sono relative ai vicoli sulle partecipazioni dei soci all' interno del capitale delle banche e sulla finalità di fondo; per quanto riguarda le prime l'obbiettivo è quello di massimizzazione del profitto senza nessun vincolo di attività, per le seconde invece è prevalente il carattere di mutualità ovvero che i fondi, nella maggior parte o nella loro totalità, devono essere riposti nei confronti dei soci della banca o comunque investiti nel territorio in cui questa opera.

Andando ad analizzare più nel dettaglio notiamo che nelle banche che adottano una struttura di società per azioni non vi è nessuna presenza di vincoli inerenti sia all' attività che essa può svolgere sia al numero di soci; infatti anche un singolo socio può detenere il 100% del capitale.

Nel 2019 il numero di banche spa era di 127 su 489 totali; nonostante il numero sia inferiore della metà possiamo ben capire che l'importanza di queste banche è di gran lunga maggiore rispetto alle banche che adottano una struttura di società cooperativa a responsabilità limitata avendo una maggiore capitalizzazione e importanza all' interno del sistema.

⁴⁰ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, op. cit., p. 33.

⁴¹ *Ibidem*

Tra le principali banche che hanno scelto questa tipologia di struttura ricordiamo: Unicredit spa, Banca Monte dei Paschi di Siena spa, Intesa Sanpaolo spa, Banco di Napoli spa.

Per quanto riguarda le banche che adottano una società cooperativa a responsabilità limitata le tipologie di banche che si possono costituire sono: banche popolari e banche di credito cooperativo.

Entrambi hanno un carattere di mutualità prevalente e sono differenti rispetto alle banche spa, come detto precedentemente, per il numero e le caratteristiche dei soci.

In riferimento alle prime ogni socio ha un limite di voto pari a uno (una testa o un voto) e non può avere una percentuale del capitale superiore all' 1% di esso.

Le banche di credito cooperativo presentano misure più stringenti: per i soci vale, anche in questo caso, la regola una testa un voto inoltre è necessario operare nel territorio in cui la banca esercita la propria attività.

La possibilità di esercitare l'attività bancaria si esercita con l'iscrizione all'interno dell'apposito albo, come previsto dall' articolo 13 del TUB.

L' articolo 14 dello stesso definisce le condizioni necessarie affinché possa essere rilasciata l'autorizzazione ad esercitare l'attività bancaria. I requisiti minimi richiesti sono i seguenti⁴²:

- Venga utilizzata la forma di società per azioni o società cooperativa a responsabilità limitata
- Il capitale non sia inferiore rispetto a quanto definito dalla Banca D'Italia
- Esibizione di piano di attività insieme allo statuto e all'atto costitutivo
- La sede legale e la Direzione siano collocati nel territorio della Repubblica
- Inesistenza di relazioni tra banca e soggetti del gruppo di appartenenza che ostacolino la funzione di vigilanza.

L'autorità di esercitare l'attività in esame, se sussistono tali condizioni, verrà rilasciata dalla BCE su proposta della Banca D'Italia e negata da entrambe o una delle due quando non vi è la possibilità di accertare l'esistenza di tali condizioni che vadano quindi ad ostacolare il principio cardine di sana e prudente gestione.

⁴² F. Cesarini, G. Gobbi, *Le banche e l'economia. Il nostro sistema finanziario tra crisi e mercato globale*, op. cit. p., 42.

1.3 L'EUROSISTEMA E GLI STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA

La struttura del Sistema europeo di banche centrali, conosciuto come “Eurosistem” o “gestore” della politica monetaria europea comprende la Banca Centrale Europea (BCE) e le banche centrali nazionali dei paesi che compongono l'Unione economica e monetaria(BCN)⁴³.

La BCE è costituita da un comitato direttivo, da un comitato esecutivo, e da un consiglio generale.

Il comitato direttivo è costituito da 6 membri del comitato esecutivo e dai Governatori delle banche centrali nazionali dell'eurozona e ha il compito di svolgere le decisioni di politica monetaria.

Il comitato esecutivo è un organo costituito da sei membri: Presidente, Vicepresidente e 4 membri, quest'ultimi nominati in base a competenze bancarie di alto spessore e la cui carica dura otto anni e non può essere rinnovata. Ha il compito fondamentale di porre in essere la politica monetaria seguendo le linee guida imposte dal consiglio direttivo sia in termini strumenti, condizioni e procedure da utilizzare.⁴⁴

Il Consiglio generale è costituito dal Presidente, Vicepresidente e dai Governatori delle Banche centrali nazionali dei paesi che compongono l'Unione Europea⁴⁵.

Gli scopi della politica monetaria sono disciplinati dall'art. 105 (1) che concede priorità totale alla stabilizzazione dei prezzi; infatti, gli altri scopi possono essere raggiunti solo se compatibili con gli scopi della stabilizzazione dei prezzi. Oltre a questo compito, il SEBC, secondo l'art. 2, supporta le politiche dell'Unione per realizzare gli obiettivi generali.

Le operazioni che possono essere intraprese dal SEBC, su indicazione della BCE, si suddividono in due grandi macro categorie: operazioni di mercato aperto e la riserva obbligatoria.

Le prime si suddividono a loro volta nelle seguenti modalità:⁴⁶:

- *operazioni di rifinanziamento principali*, presentano un carattere temporaneo avendo un termine massimo di due settimane, eseguite tramite un'asta diretta dalla BCE; essendo il tasso utilizzato per tali tipologie di operazioni particolarmente influente su quelli che si generano sul mercato e ricoprendo un ruolo fondamentale nel finanziamento del settore finanziario assumono una posizione dominante nel raggiungimento delle finalità di politica monetaria;
- *operazioni di rifinanziamento a più lungo termine*, a differenza di quanto definito per le operazioni precedenti, quest'ultime, presentano scadenze maggiori di norma intorno ai tre mesi in modo tale da garantire un arco di tempo maggiore ed inoltre non hanno l'obiettivo di andare a condizionare il tasso d'interesse;
- *operazioni di fine – tuning*, la caratteristica principale di questa tipologia di operazioni è che non prevede nessun termine e il fine ultimo è monitorare l'andamento dei tassi e guidare la liquidità del

⁴³ M. Pifferi – A. Porta, *La Banca centrale europea. La politica monetaria nell'area dell'euro*, EGEA, 1999, p. 18.

⁴⁴ N. Acocella, *Politica economica e strategie aziendali*, Carocci Editore, 1999, p. 558.

⁴⁵ A. Porta, *La struttura operativa del sistema europeo di banche centrali*, in Fondazione Rosselli, Sesto rapporto sul sistema finanziario italiano, Edibank, 2001, p. 40.

⁴⁶ *Ibidem*

mercato. Sono operazioni compiute normalmente dalle BCN nonostante possa essere previsto in situazioni singolari l'intervento diretto della BCE utilizzando aste veloci o procedure bilaterali⁴⁷;

- *operazioni di tipo strutturale*, sono operazioni compiute affinché il SEBC possa correggere la sua posizione rispetto al settore finanziario.

Si può quindi riconoscere l'importanza del ruolo svolto dai tassi utilizzati nelle operazioni di mercato aperto come indicatori della politica monetaria.

Per quanto riguarda invece la riserva obbligatoria quest'ultima vincola gli intermediari finanziari a mantenere una riserva di liquidità all'interno delle loro casse assume un ruolo fondamentale poiché in base alle variazioni di quest'ultima, commissionate dall'autorità monetaria, si potrà andare a influire sui tassi d'interesse del mercato monetario⁴⁸.

La possibilità concessa agli intermediari finanziari di mobilizzare la riserva – ossia di modificare quotidianamente la quantità di base monetaria detenuta a fini di riserva, permettendo, il raggiungimento dell'obbligo nella media delle riserve giornaliere detenute nel periodo di riferimento – contribuisce alla destabilizzazione dei tassi di interesse perché incoraggia le istituzioni ad alleggerire il risultato di fluttuazioni temporanee di liquidità⁴⁹.

L'ammontare relativo a tali obblighi di riserva, ai quali dovranno sottostare tutti gli istituti di credito presenti all'interno degli Stati membri, verranno calcolati in base alle passività a loro proprie escludendo dal calcolo però tutte le passività che questi ultimi hanno rispettivamente con la BCE e la BCN.

Tuttavia i depositi e i titoli di debito con durata superiore ai due anni e le operazioni pronti contro termine hanno una aliquota di riserva pari a zero, mentre i depositi e i titoli di debito a scadenza minore e i titoli di mercato monetario hanno una aliquota positiva che può essere modificata in qualsiasi momento dalla BCE⁵⁰. La remunerazione della riserva obbligatoria viene calcolata sulla base del tasso medio delle operazioni di rifinanziamento principale eseguite dalla SEBC nel medesimo periodo di riferimento.

Le operazioni che possono essere intraprese dalle controparti possono essere di due tipi:

- *operazioni di rifinanziamento marginale*, in questo caso le controparti, previa presentazione di adeguate attività poste a garanzia, ottengono liquidità overnight che verrà remunerata al tasso d'interesse di rifinanziamento marginale il quale delinea il tetto del tasso d'interesse sul mercato overnight o; con queste operazioni di durata brevissima la BCE può svolgere una limitatissima funzione di prestatore di ultima istanza, ciò che accomuna la Banca stessa alla Bundesbank e la differenza dalla Banca d'Italia e da altre banche centrali europee (prima dell'avvento della moneta unica) ed extraeuropee⁵¹;

⁴⁷ Le aste veloci sono quelle che si svolgono nell'arco di un'ora dall'annuncio. Le procedure bilaterali sono operazioni eseguite in borsa o per il tramite di operatori di mercato con un'unica controparte, senza ricorrere a procedure d'asta.

⁴⁸ F. Papadia – C. Santini, *La Banca centrale europea. Le nuove sfide dopo la Grande Recessione*, Il Mulino, 1998, p. 43.

⁴⁹ Ibidem

⁵⁰ L. Bini Smaghi – D. Gros, *Open Issues in European in Central Banking*, Macmillan, 2000, p. 61.

⁵¹ C. Zanghì, *Istituzioni di diritto dell'Unione Europea*, Giappichelli Editore, Torino, 2010, p. 156.

- *operazioni di deposito presso le BCN*; con esse le controparti gestiranno un'operazione opposta alla precedente utilizzando la liquidità in eccesso a un tasso che rappresenterà il pavimento per il tasso d'interesse overnight.

Queste due tipologie di operazioni svolgono quindi un ruolo cruciale poiché permettono alle controparti di ottenere o impiegare liquidità in deficit o in eccesso a seconda di quelle che sono le necessità di queste ultime⁵².

La scelta delle controparti è di particolare importanza, in termini di efficienza dell'azione politica monetaria. Un ampio numero di controparti possono essere autorizzate ad accedere alle operazioni per iniziativa delle controparti, al fine di accrescere l'efficienza dell'azione di politica monetaria, garantire condizioni concorrenziali uniformi, il decentramento delle operazioni di politica monetaria del SEBC e favorire il funzionamento del sistema dei pagamenti.

Questo principio induce a non porre nessun limite alla gamma delle controparti per le operazioni definitive. Per le altre, invece, le controparti ammesse comprendono di norma soltanto gli intermediari finanziari soggetti all'obbligo di riserva.

Nel caso delle operazioni di *fine – tuning* ragioni di celerità nell'esecuzione delle operazioni inducono a selezionare il numero delle controparti autorizzate. Comunque, le controparti devono essere finanziariamente solide, in particolare per garantire il buon fine delle operazioni temporanee⁵³.

La garanzia di solidità è assicurata dal fatto che le controparti siano sottomesse alle autorità nazionali attraverso le forme di vigilanza armonizzata UE/SEE previste dalla Seconda direttiva di coordinamento bancario (89/646/CEE) ma possono essere accettate anche istituzioni soggette a forme di vigilanza nazionale non armonizzata.

⁵² Ibidem

⁵³ A. Porta, *L'unione economica e monetaria. Come e perché l'Europa è arrivata fin qui e quali sono le prospettive*, op. cit., p. 36.

CAPITOLO SECONDO -

LA CRISI FINANZIARIA DEL 2008

2.1 GLI USA PRIMA DEL 2008

Verso la fine del 2007 la crisi dei mutui *subprime* era iniziata negli Stati Uniti ma era stata preceduta da anni di politiche fiscali espansive favorite prima da Reagan e poi da Bush che avevano aumentato di molto il tasso di indebitamento dei privati⁵⁴.

Un ruolo importante ebbe la politica monetaria voluta da Alan Greenspan, Governatore della Fed che aveva diminuito i tassi di interesse a livelli molto bassi⁵⁵.

Greenspan aveva avuto effettivamente un approccio particolare alla gestione della politica monetaria, che all'epoca sembrava funzionare bene. Infatti, aveva attuato una politica monetaria condotta all'interno di una progressiva deregolamentazione del mercato finanziario che permise la concessione di crediti e mutui immobiliari spesso non collegata alla effettiva solvibilità del debitore.

Inoltre tra il 1993 e il 2000 si era assistito a ad un calo vistoso della disoccupazione, un declino che aveva fatto diminuire, per la prima volta dal 1970, la disoccupazione ad un tasso al di sotto del 4%⁵⁶.

In quel periodo la tesi convenzionale era che se il tasso di disoccupazione fosse sceso intorno al 5,5 %, l'inflazione avrebbe cominciato ad accelerare. Sembrava quella la lezione dei due decenni precedenti. In effetti, l'inflazione era aumentata alla fine degli anni Ottanta, quando il tasso di disoccupazione si era avvicinato al 5%⁵⁷.

A metà degli anni Novanta, quando il tasso di disoccupazione era sceso al di sotto di quella tradizionale soglia di pericolo, un gran numero di economisti aveva invitato Greenspan ad alzare i tassi di interesse per prevenire una ripresa dell'inflazione, ma Greenspan si era rifiutato di agire prima di aver visto un'effettiva ripresa dell'inflazione.

Greenspan pensava che l'accelerazione intervenuta nella crescita della produttività avrebbe potuto modificare la storica relazione tra bassa disoccupazione e accelerazione dell'inflazione e, quindi, che non ci sarebbe stato un effettivo aumento dell'inflazione.⁵⁸

In quegli anni la disoccupazione era diminuita, ma l'inflazione era ferma e il Paese percepiva una sensazione di benessere che non percepiva dagli anni Sessanta⁵⁹.

Durante la presidenza di Greenspan, dal 1987 al 2006, si erano verificate due bolle speculative, la prima di tipo azionario e la seconda di tipo immobiliare. Vediamo come si erano formate le due bolle.

⁵⁴ A. Porta, L'Unione economica e monetaria. Come e perché l'Europa è arrivata fin qui e quali sono le prospettive, op. cit., p. 63

⁵⁵ Ibidem

⁵⁶ P. Krugman, *Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008*, Garzanti, 2009, p. 157.

⁵⁷ P. Krugman, *Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008*, op. cit., p. 159.

⁵⁸ Ibidem

⁵⁹ N. Acocella, *Politica economica e strategie aziendali*, op. cit., p. 567.

La bolla azionaria evidenziava due cause: una era il grande ottimismo derivante dal profitto che potevano generare le nuove tecnologie.

L'altra, la sensazione di sicurezza sull'andamento dell'economia e il pensare che il periodo di crisi fosse finito. Entrambe le cause avevano portato i prezzi delle azioni a livelli molto alti⁶⁰.

Oggi molti sono a conoscenza della bolla delle dot.com⁶¹, simboleggiata probabilmente al meglio dal fenomeno Pets.com che ha trasformato un modello di *business* assai dubbio, accompagnato da un'abile campagna pubblicitaria, in una valutazione astronomica. Ma il problema non riguardava solo le dot.com. Nella maggior parte dei settori, le aziende affermavano che la rivoluzione digitale aveva modificato tutto, e che le vecchie regole sui limiti che si frapponivano al profitto e alla crescita non si applicavano più. Il problema era che gli investitori, dati i grandi guadagni realizzati dai titoli provenienti da aziende IT come Microsoft, erano fortemente convinti che altre aziende fossero in grado di realizzare lo stesso miracolo⁶². Con l'aumento dei corsi azionari, la bolla aveva cominciato ad autoalimentarsi e indipendentemente dalle argomentazioni più o meno ragionevoli a favore degli investimenti azionari, alla fine degli anni novanta le persone pensavano che chiunque avesse comprato delle azioni riusciva a guadagnare tanti soldi mentre chi stava prudentemente a guardare non guadagnava nulla.

Per questo motivo sempre più fondi avevano puntato sul mercato azionario e conseguentemente i prezzi erano aumentati ulteriormente e la bolla si era estesa⁶³.

Per quanto riguarda le azioni, il valore massimo era stato raggiunto nel 2000 e, negli anni seguenti, le azioni erano scese circa del 40% rispetto al valore iniziale.

Poco dopo aveva cominciato a gonfiarsi la bolla successiva. La bolla immobiliare, in un certo senso, era ancora meno giustificata di quella azionaria del decennio precedente.

Come si giustificava una bolla speculativa nel mercato immobiliare?

In questo periodo i tassi di interesse erano bassi e ciò portava le persone ad investire nel mattone. Come conseguenza i prezzi delle case erano saliti di molto. E naturalmente ciò giustificava una certa lievitazione dei prezzi. Non giustificava, tuttavia, la convinzione che le vecchie regole non gli si applicassero più.

Una consuetudine americana si basava sul comprare casa attraverso la richiesta di un mutuo sostenibile che gli americani potevano rimborsare ma dal 2003 c'era stata una esuberanza irrazionale di molte famiglie che avevano deciso di accendere il mutuo senza essere certi di poter rimborsare il mutuo⁶⁴.

Tutto ciò conseguiva da un cambiamento nella concessione dei mutui: si autorizzavano richieste di mutuo che potevano difficilmente essere restituiti, sia per la capacità di rimborso sia per l'eventuale rialzo dell'interesse iniziale. Infatti i mutui immobiliari, una volta stipulati, venivano cartolarizzati attraverso lo strumento dei contratti derivati che gli istituti bancari giravano a risparmiatori, investitori e fondi pensioni.

⁶⁰ B. Bernanke, *La Federal Reserve e la crisi finanziaria, quattro lezioni*. Il Saggiatore, 2014

⁶¹ Bolla speculativa che ha avuto suo sviluppo negli anni tra il 1997 ed il 2000.

⁶² B. Bernanke, *La Federal Reserve e la crisi finanziaria, quattro lezioni*. Il Saggiatore, 2014

⁶³ J. Attali, *La crisi e poi?*, Fazi Editore, 2009, p. 44.

⁶⁴ Ibidem

A loro volta gli istituti bancari si rivolgevano alle assicurazioni per garantirsi dal rischio di default dei mutui attraverso i Credit Default Swaps (CDS)

La maggior parte dei finanziamenti a rischio facevano parte dei rischi “*subprime*”, finanziamenti che venivano sottoscritti da tutti ma difficilmente restituibili perché concessi ad acquirenti con una bassa retribuzione o persone con problemi economici⁶⁵.

Gli enti finanziatori non avevano posto molti vincoli nel momento del rilascio dei mutui per due ragioni: da un lato, pensavano che i prezzi degli appartamenti sarebbero saliti, dall'altro, i mutui non erano stati collocati all'interno degli enti finanziatori ma fuori portafoglio perché venduti a investitori esterni.

La “cartolarizzazione” dei prestiti immobiliari non era sicuramente una pratica recente. In effetti era stata avviata da Fannie Mae⁶⁶, l'agenzia di finanziamenti sponsorizzata dal governo che fu costituita negli anni Trenta. Ma fino alla grande bolla immobiliare, la cartolarizzazione era quasi completamente limitata ai mutui “prime”: quelli concessi a delle persone che erano in grado di anticipare una somma consistente e avevano un reddito sufficiente a rimborsare le rate.

Di tanto in tanto andavano in *default* anche questi mutuatari, a seguito della perdita del lavoro o di una emergenza sanitaria; ma i tassi di insolvenza erano bassi e gli acquirenti di titoli basati sui mutui sapevano, a grandi linee, a che cosa potessero andare incontro.

Nel 2005, i prezzi delle case continuavano a crescere nonostante il calo delle vendite⁶⁷. Il mercato, alla fine del 2006, iniziava a mostrare le sue debolezze. Inizialmente i prezzi erano scesi lentamente e poi molto velocemente ma al diminuire dei prezzi delle case non era susseguito un aumento delle vendite e i tassi di insolvenza iniziavano ad aumentare.

La complessità dell'*engineering* finanziario sottostante ai mutui *subprime*, che distribuiva la proprietà dei mutui tra un gran numero di investitori con diversi gradi di “privilegio”, creava formidabili ostacoli giuridici a qualunque tipo di indulgenza sul debito⁶⁸.

Dunque, la ristrutturazione del debito era sostanzialmente impensabile, il che comportava necessariamente l'esecuzione di costosi pignoramenti.

Di conseguenza, i titoli di credito sorretti da mutui *subprime* si sono trasformati in pessimi investimenti non appena il boom immobiliare ha cominciato a sgonfiarsi.

Un momento difficile era avvenuto nel 2007 quando il problema dei mutui *subprime* iniziava a prendere forma.

Le CDO⁶⁹ avevano previsto una graduazione nel livello privilegiato delle quote che comportava che per chi possedeva le quote “senior”, attribuzione della tripla A, avevano precedenza nei pagamenti mentre

⁶⁵ F. Macheda, *Dalla crisi dei mutui subprime alle crisi finanziarie*, op. cit., p. 63.

⁶⁶ U. Kregel, *Uscire dalla crisi finanziaria statunitense: la politica domina l'economia millenaria*, Economia Politica, p. 28.

⁶⁷ T. Chiminazzo, *Crisi, ricchezza, povertà. Nuovi modelli per affrontare la crisi e costruire nuovi scenari*, 2009, p. 81.

⁶⁸ *Ibidem*

⁶⁹ L'acronimo indica *Collateralized Debt Obligations*, prestiti obbligazionari istituiti attraverso una cartolarizzazione.

quelli che possedevano quote meno privilegiate, con un *rating* inferiore, potevano essere soddisfatti solo dopo i creditori privilegiati.

Solo all'inizio di febbraio 2007 si incominciò a capire che le quote, a livello di *rating*, meno affidabili avrebbero patito forti perdite e il prezzo sarebbe crollato.

In questo periodo l'erogazione dei mutui *subprime* era terminata: nessuno comprava quote meno privilegiate e, quindi, non potevano più essere venduti i mutui *subprime*. La conseguenza che ne derivava era un peggioramento della crisi⁷⁰.

Pian piano emergeva l'importanza della crisi immobiliare e, soprattutto, i finanziatori paventavano di perdere molti soldi nello stesso modo degli investitori che avevano comprato titoli sostenuti da mutui.

Nella prima metà del 2007 c'erano dei seri tremori finanziari ma all'inizio di agosto l'opinione ufficiale definiva ancora contenuti i problemi posti dalla crisi immobiliare e dai mutui *subprime* – e la forza del mercato azionario indicava che i mercati condividevano quella posizione⁷¹.

La crisi era dovuta agli *asset* di lungo termine che risultavano poco liquidi e ad alto rischio. La corsa agli sportelli era iniziata con le perdite legate ai mutui sub prime, che avevano scardinato la fiducia nelle banche, e questa perdita di fiducia aveva avviato un circolo vizioso di *deleveraging*⁷².

Il valore declinante degli *asset* aveva danneggiato i bilanci, promuovendo una ulteriore liquidazione degli *asset*, in un processo che si autoalimentava. In sostanza era la stessa logica di *deleveraging* che aveva determinato le crisi finanziarie in Asia nel 1997 e nel 1998.

In questo caso le perdite si erano determinate attraverso la svalutazione dei rischiosi *asset* finanziari, anziché attraverso la svalutazione della moneta nazionale, com'era avvenuto in India o in Argentina; ma la dinamica era praticamente la stessa. Il risultato consisteva nella corsa

E il risultato di questo processo autorinforzantesi era stato in effetti una grande corsa agli sportelli che aveva portato il sistema bancario - ombra⁷³ a ridimensionarsi, nello stesso modo in cui avevano reagito le banche negli anni Trenta.

Il sistema bancario ombra è un sistema che cresce in modo complementare al sistema bancario nazionale.

*“L'espressione sistema bancario ombra fu coniata, per la prima volta, proprio nel 2007 da Mc Cully che definì il sistema bancario ombra come quell'insieme di intermediari finanziari non bancari che operano al di fuori dei circuiti regolamentati”*⁷⁴. Rappresenta un sistema collaterale che comportava forme di finanziamento alternative dove l'intermediazione si basava su investimenti che si finanziavano attraverso il mercato esponendosi quindi ad una eventuale carenza di liquidità.

Il mercato finanziario iniziava a traballare: i tassi di interesse sui buoni del Tesoro erano scesi quasi a zero.

⁷⁰ T. Chiminazzo, *Crisi, ricchezza, povertà. Nuovi modelli per affrontare la crisi e costruire nuovi scenari*, op. cit., p. 83.

⁷¹ J. Attali, *La crisi e poi?*, op. cit., p. 50.

⁷² Indica una riduzione del livello di indebitamento delle istituzioni finanziarie. Le soluzioni adottabili per ridurre l'indebitamento sono: aumentare il capitale o ridurre i prestiti alla clientela. Una terza soluzione è rappresentata dall'intervento dello Stato.

⁷³ U. Kregel, *Uscire dalla crisi finanziaria statunitense: la politica domina l'economia millenaria*, op. cit., p. 32.

⁷⁴ Consultabile su <https://www.economiaepolitica.it/banche-e-finanza/sistema-bancario-ombra-collaterale-sotterraneo-banche-ombra-shadow-banking-system/>

Tutto ciò accadeva in quanto gli investitori volevano acquistare titoli sicuri e le uniche cose che erano disposti ad acquistare erano i buoni del Tesoro.

In alcune occasioni i tassi di interesse sui bond USA erano stati addirittura negati, perché erano l'unica cosa che i finanziatori accettavano in garanzia, e c'era una domanda enormemente superiore all'offerta.

Alcuni mutuatari avevano contribuito al tracollo del sistema bancario – ombra rivolgendosi alle banche tradizionali. Uno degli aspetti apparentemente più perversi della crisi era dato dall'espansione del credito bancario poiché l'espansione del finanziamento bancario tradizionale non aveva compensato, se non in piccola parte, la crisi del sistema bancario – ombra⁷⁵.

Il credito al consumo è stato l'ultimo a risentirne ma nell'ottobre 2008 c'erano prove sempre più evidenti del fatto che anche le carte di credito stavano subendo una pesante contrazione, con la riduzione dei limiti di affidamento, una sempre maggiore selezione nella concessione e una crescente compressione della capacità di acquisto dei consumatori americani⁷⁶.

In tutti i settori dell'economia, alcune aziende e alcuni individui si videro negarsi l'accesso al credito mentre altri si ritrovavano a pagare interessi più elevati anche se la Federal Reserve cercava di far diminuire i tassi. Si stava profilando una trappola di tipo giapponese per la politica monetaria degli Stati Uniti.

2.2 LE CAUSE E GLI EFFETTI CHE HANNO GENERATO LA CRISI.

Quando scoppiò la crisi finanziaria negli Stati Uniti, Alan Greenspan non era più a capo della Federal Reserve e il suo successore era Ben Bernanke⁷⁷, un *ex* professore di economia di Princeton.

Bernanke era stato nominato al posto di Alan Greenspan perché era uno studioso della Grande Depressione e aveva approfondito all'Università di Princeton le problematiche finanziarie relative al Giappone, alla fine del secolo scorso⁷⁸. Dal punto di vista intellettuale era molto competente per fronteggiare la drammatica situazione in cui si trovavano gli Stati Uniti.

Con l'evolversi della crisi, la Federal Reserve di Bernanke aveva gestito con fatica il controllo del mercato finanziario.

La Federal Reserve doveva svolgere due compiti principali:

- la gestione dei tassi di interesse,
- e la distribuzione di liquidità agli istituti bancari.

⁷⁵ T. Chiminazzo, *Crisi, ricchezza, povertà. Nuovi modelli per affrontare la crisi e costruire nuovi scenari*, op. cit., p. 83.

⁷⁶ *Ibidem*

⁷⁷ Ben Bernanke era stato direttore del dipartimento di economia di Princeton prima di essere nominato alla FED.

⁷⁸ Crisi in Giappone: la bolla speculativa si formò dal 1986 per poi scoppiare nel 1991 a causa della liberalizzazione delle norme finanziarie, aumento dei prezzi dei beni immobiliari, aumento di liquidità delle imprese che investirono in attività speculative.

La gestione dei tassi di interesse significava acquisire i buoni del Tesoro dagli istituti bancari, e quindi incrementare le riserve, o vendere buoni del Tesoro agli istituti bancari, e quindi ridurre le riserve.

La distribuzione di liquidità a specifici istituti bancari nei momenti di bisogno, significa prestare loro direttamente dei soldi⁷⁹. All'inizio della crisi la Federal Reserve, aveva utilizzato questi strumenti e aveva cercato di tagliare il tasso di sconto federale – il tasso overnight a cui le banche si prestavano vicendevolmente i fondi considerato il normale strumento della politica monetaria – dal 5,25% alla vigilia della crisi all'1%⁸⁰.

Tendenzialmente, queste azioni avrebbero portato a una maggiore agevolazione del creditore e i prestiti agli istituti bancari avrebbero coperto la carenza di liquidità che si era venuta a creare nel sistema finanziario⁸¹.

La perdita di efficacia della Federal Reserve era particolarmente evidente per quanto riguarda i mutuatari più a rischio. Le aziende che non avevano il rating più elevato in termini di affidabilità pagavano tassi di interesse sul credito a breve termine più elevati di quelli che pagavano prima della crisi, anche se i tassi di interesse controllati dalla Federal Reserve erano diminuiti di oltre quattro punti percentuali. Ne avevano risentito anche i mutuatari “prime⁸²”: il tasso di interesse sui mutui trentennali era ancora più o meno lo stesso dell'estate 2007. Questo perché la crisi del sistema finanziario aveva praticamente espulso dal mercato i finanziatori privati, lasciandovi solo Fannie Mae⁸³ e Freddie Mac⁸⁴, le agenzie sponsorizzate dal governo. E anche Fannie e Freddie si erano trovate in pessime acque: non avevano concesso prestiti insoluti quanto le banche private, ma ne avevano concessi alcuni e avevano un capitale molto limitato. Allora il governo americano, nel settembre del 2008, decise di salvare e nazionalizzare le due agenzie finanziarie, Fannie Mae e Freddie Mac, ridotte ormai al collasso dalla crisi immobiliare⁸⁵.

Per quanto riguarda i prestiti erogati alle banche, la Federal Reserve era riuscita ad aiutare gli istituti bancari ma non nella misura attesa. La Federal Reserve, infatti, si era trovata ad affrontare una crisi finanziaria dove la politica monetaria istituzionale risultava perdente sull'economia reale. Certo, il tasso di sconto non era stato ridotto a zero, ma non c'erano ragioni di pensare che il taglio di un altro punto percentuale avrebbe un impatto significativo.

Che cos'altro poteva fare la Federal Reserve? In uno studio accademico del 2004, Bernanke aveva affermato che la politica monetaria poteva svolgere la sua azione in modo efficace solo se era presente la volontà di “cambiare la composizione dello stato patrimoniale della banca centrale”.

Invece di limitarsi a tenere in portafoglio buoni del Tesoro e a prestare soldi alle banche tradizionali, la Federal Reserve poteva concedere prestiti ad altri operatori: banche di investimenti, fondi e forse anche

⁷⁹ P. Krugman, *Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008*, op. cit., p. 194.

⁸⁰ *Ibidem*

⁸¹ J. Attali, *La crisi e poi?*, op. cit., p. 55.

⁸² Quelli godono di tassi più favorevoli per la loro affidabilità.

⁸³ Fannie Mae: è una società privata che svolge una funzione garantista sul mercato ipotecario attraverso l'emissione di obbligazioni garantite dal governo degli Stati Uniti.

⁸⁴ Freddie Mac: società privata equivalente nell'attività finanziaria alla Fannie Mae.

⁸⁵ A. Porta, *L'Unione economica e monetaria. Come e perché l'Europa è arrivata fin qui e quali sono le prospettive*, op. cit., p. 64

imprese non finanziarie. E nel 2008 la Federal Reserve aveva istituito una serie di agenzie speciali preposte a questo compito: la TSLF⁸⁶, la PDCF⁸⁷ e altri.

Nell'ottobre 2008 la Federal Reserve annunciò di acquistare anche *commercial paper*, in questo modo poteva erogare i prestiti che il sistema finanziario privato non era in grado di erogare.

Negli Stati Uniti, un'altra causa della crisi, insieme alla crescita del sistema bancario – ombra, era stata la trasformazione strutturale nel sistema finanziario, determinatasi in gran parte dopo la crisi asiatica – l'avvento del fenomeno della globalizzazione finanziaria aveva portato gli investitori ad avere in paesi esteri grandi partecipazioni finanziarie⁸⁸.

Nel 1996, alla vigilia della crisi asiatica, gli Stati Uniti avevano *asset* esteri pari al 52% del PIL, e passività estere pari al 57% del PIL.

Nel 2007, queste cifre erano salite, rispettivamente, al 128% e al 145% del PIL. Gli Stati Uniti erano diventati debitori netti ma questo aspetto era meno impressionante dell'enorme incremento registrato nelle partecipazioni incrociate.

Questo cambiamento avrebbe dovuto ridurre il rischio visto che gli investitori americani avevano una gran parte della propria liquidità all'estero e, quindi, pensavano di essere meno esposti a una crisi finanziaria all'interno del proprio paese non pensando invece che la crisi toccasse anche gli investimenti internazionali permettendo, a una crisi incominciata nel mercato immobiliare statunitense, di estendersi in altri paesi⁸⁹.

L'evento scatenante era stato il *default* della banca di investimenti Lehman Brothers, avvenuto il 15 settembre 2008. Nel marzo 2008, quando la Bear Stearns, un'altra delle cinque grandi banche d'investimento, era entrata in crisi, la Federal Reserve e il Tesoro degli Stati Uniti erano intervenuti – non per salvare l'azienda che era andata in liquidazione ma per proteggerne le “controparti”, ossia coloro a cui doveva dei soldi o con cui aveva concluso degli accordi di finanziamento. C'era la diffusa aspettativa che la Lehman ricevesse il medesimo trattamento ma il dipartimento del Tesoro aveva stabilito che le conseguenze di un eventuale fallimento della Lehman non sarebbero state troppo pesanti e l'aveva lasciata affondare senza offrire alcuna protezione delle controparti.

Di lì a poco era chiaro che si era trattato di una mossa disastrosa: la fiducia era diminuita ulteriormente, i prezzi degli *asset* erano scesi di più e i pochi canali di credito rimasti ancora attivi si erano prosciugati.

La nazionalizzazione della grande compagnia AIG, decisa dopo pochi giorni, non era servita ad arrestare il panico.

⁸⁶ Nel marzo del 2008 la *Federal Reserve* ha istituito il *Term Securities Lending Facility* come mezzo per affrontare le pressioni dei *primary dealer* (rappresenta un gruppo limitato di intermediari finanziari che operano come controparti della *Federal Reserve* nelle operazioni di mercato aperto) nel loro accesso ai finanziamenti a termine.

⁸⁷ PDCF è un programma con il quale è stato istituito una linea di credito con la finalità di concedere liquidità *overnight* contro garanzie costituite da titoli a vantaggio dei *primary dealer*.

⁸⁸ U. Kregel, *Uscire dalla crisi finanziaria statunitense: la politica domina l'economia millenaria*, op. cit., p. 34.

⁸⁹ F. Macheda, *Dalla crisi dei mutui subprime alle crisi finanziarie*, op. cit., p. 65

Il tracollo finanziario aveva trasformato quella che poteva essere una recessione “normale”: il tasso di occupazione degli Stati Uniti aveva cominciato a diminuire alla fine del 2007, ma fino a settembre del 2008 il declino era stato piuttosto modesto – in qualcosa di molto, molto peggio⁹⁰.

Il fallimento della Lehman Brothers, l'improvvisa crisi che colpiva i mercati emergenti, il crollo nella fiducia dei consumatori sembravano indicare la peggior recessione che potesse accadere negli Stati Uniti, e in tutto il mondo, dagli anni Ottanta⁹¹.

La cosa che aveva preoccupato di più era stata l'inefficacia della politica monetaria: la recessione del 1981 – 1982, che aveva spinto il tasso di disoccupazione sopra il 10%, era stata pesantissima; ma era più o meno frutto di una scelta deliberata. La *Federal Reserve* perseguiva una politica monetaria molto rigida per disinnescare l'inflazione, e nel momento in cui aveva stabilito che l'economia aveva sofferto abbastanza, il suo presidente, Paul Volcker, aveva allentato la stretta e l'economia era tornata a correre⁹².

La crisi economica si era trasformata in una opportunità per l'America con una rapidità impressionante⁹³. In questo caso l'economia ristagnava nonostante le politiche messe in atto dalle autorità monetarie per far ripartire il paese. Questa impotenza della politica monetaria ricordava da vicino ciò che era accaduto in Giappone negli anni Novanta ma ricordava anche le vicende degli anni Trenta.

2.3 L' IMPATTO DELLA CRISI: LA GENESI DI UN NUOVO MERCATO

Dopo il 2008 l'economia mondiale viveva un periodo che può essere definito come economia della depressione⁹⁴. Prima del 2008 nessuno poteva pensare che le nazioni moderne avrebbero patito recessioni per cautelarsi da speculazioni valutarie; che un paese come gli Stati Uniti avrebbe avuto difficoltà per l'occupazione dei lavoratori nelle industrie e che la *Federal Reserve* non sarebbe stata in grado di affrontare la crisi dei mercati finanziari⁹⁵. Purtroppo si era giunti ad una triste realtà: l'economia globale era meno sicura di quello che si poteva pensare.

L'economia della depressione si basava sulla scarsità della domanda ormai diventata un impedimento al benessere globale. L' “economia dell'offerta” non avrebbe avuto molto successo se non avesse fatto presa sui preconcetti della gente; nell'ultimo periodo, il pensiero economico aveva evidenziato il ruolo dell'offerta e non della domanda.

⁹⁰ P. Krugman, *Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008*, op. cit., p. 163

⁹¹ *Ibidem*

⁹² F. Macheda, *Dalla crisi dei mutui subprime alle crisi finanziarie*, op. cit., p. 67

⁹³ F. Macheda, *Dalla crisi dei mutui subprime alle crisi finanziarie*, op. cit., p. 68

⁹⁴ Quel particolare tipo di fenomeno che ha caratterizzato gran parte dell'economia mondiale negli anni Trenta.

⁹⁵ P. Krugman, *Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008*, op. cit., p. 195

Le dispute sull'“economia dell'offerta” si basavano sul fatto che tutte le riduzioni della domanda potevano risolversi da sole, se solo i salari e i prezzi fossero stati in grado di adeguarsi all'aumento della disoccupazione⁹⁶.

C'era stata una lunga serie di discussioni accademiche sulla recessione dove gli economisti osavano sempre meno avventurarsi; alla fine la gente era arrivata alla conclusione che, o gli economisti non capivano le recessioni, oppure i rimedi economici che si concentravano sulla domanda non erano attendibili.

Da una parte c'erano gli economisti che pensavano che lo strumento della politica monetaria servisse per salvare una economia dalla recessione, dall'altra c'erano gli istituti bancari che tagliando i tassi di interesse provavano a salvare l'economia statunitense.

La *Federal Reserve* e gli istituti bancari degli altri paesi potevano sempre tagliare i tassi di interesse in modo da mantenere elevata la spesa; quindi ad eccezione che nel brevissimo periodo, l'unico compito di un sistema economico era quello di produrre⁹⁷.

Molti economisti pensavano ancora che le recessioni rappresentassero un piccolo problema, e continuavano a studiare e ad approfondire problematiche quali le nuove tecnologie e la crescita di lungo periodo⁹⁸: argomenti ritenuti interessanti, problemi importanti, e nel lungo periodo conterranno di più – ma, come aveva sottolineato Keynes, rappresentavano tematiche utili nel lungo periodo.

Contrariamente, nel breve periodo, l'economia mondiale era dilaniata da crisi che evidenziavano che il problema più importante era quello di soddisfare il livello della domanda. Ad esempio un paese come il Giappone aveva notato come le politiche monetarie non rappresentavano più uno strumento utile per risolvere una crisi finanziaria.

Alcuni paesi in via di sviluppo come la Malesia, la Corea, il Brasile, il Messico e la Thailandia avevano subito la recessione che aveva eliminato un periodo fondamentale di progresso economico e avevano capitato quanto, in alcuni casi gli strumenti di politica monetaria non fossero utili a risolvere la crisi finanziaria.

Il rischio immediato che si correva in seguito al ritorno dell'economia della depressione era, naturalmente, che il danno si potesse diffondere – che l'Argentina, o il Sud Africa, la Turchia, o la Cina aggiungessero il proprio nome alla lista dei paesi colpiti; che la deflazione in Europa o il crollo del mercato azionario negli Stati Uniti creassero condizioni simili a quelle del Giappone in tutto il mondo industrializzato. Anche se tutto ciò rappresentava una eventualità piuttosto remota, il progresso economico correva oggi un rischio più insidioso, perché era difficile che i liberi mercati riuscissero rimanere in vita in un mercato dove la scarsità di domanda era un grosso problema.

⁹⁶ P. Krugman, *Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008*, op. cit., p. 196

⁹⁷ B. Bernanke, *La Federal Reserve e la crisi finanziaria, quattro lezioni*, op. cit., p. 65.

⁹⁸ T. Chiminazzo, *Crisi, ricchezza, povertà. Nuovi modelli per affrontare la crisi e costruire nuovi scenari*, op. cit., p. 90.

Il pensiero che sosteneva le ragioni del libero mercato guardavano alle politiche Keynesiane come uno ostacolo e non apprezzavano gli strumenti attuati dal governo per stimolare la domanda. Una teoria che risultava totalmente errata in quanto il libero mercato, in una economia dove la domanda risultava per lo più insufficiente, non era una tematica facilmente sostenibile⁹⁹.

La giusta via per affrontare il problema della crisi era cercare di comprendere che il problema era interno al sistema e non evidenziare le caratteristiche deboli di ogni paese e gli errori compiuti dai governanti¹⁰⁰.

Le banche giapponesi erano state eccessivamente prive di scrupoli, il padrone dell'Indonesia aveva esagerato con la corruzione, i deficit di bilancio del Brasile avevano superato ogni limite.

Quello che colpisce delle crisi economiche degli due anni era che i paesi coinvolti stavano applicando politiche in gran parte migliori di quelle attuate negli anni precedenti ma spesso si cercavano vittime da accusare.

In quel periodo circolava “teoria del pericolo incombente”, che sosteneva come le recessioni fossero una punizione meritata per espiare gli errori fatti negli anni precedenti. Il Giappone aveva pagato il prezzo per gli eccessi speculativi della sua “economia gonfiata”, e l'Asia per il boom “prendi in prestito e spendi” degli anni Novanta¹⁰¹.

Gli Stati Uniti erano stati bravi a non cadere nelle trappole della liquidità e la loro bravura doveva continuare nel futuro. L'obiettivo degli Stati Uniti era di non far abbassare troppo l'inflazione e, per questo motivo, avevano fissato il tasso di riferimento almeno al 2% al fine di poter scendere sotto tale soglia se la crisi perdurava ancora. Gli Stati Uniti, in questo modo, avevano cercato di risolvere il problema¹⁰².

Nel lungo periodo occorreva limitare alcune debolezze messe in evidenza dagli eventi avvenuti sul mercato. Il timore nei confronti degli *hedge funds* aveva mostrato che i mercati finanziari, che creavano molte istituzioni con funzioni simili a quelle delle banche (sistema bancario ombra) ma prive dei loro sistemi di sicurezza, avevano portato ad un clima negativo.

La crisi del 2008, oltre ai danni economici, aveva aperto una nuova stagione basata sulla divisione tra classi sociali che provavano a superare la crisi e a sopravvivere e classi sociali altamente danneggiate dalla globalizzazione¹⁰³. La crisi finanziaria partita dagli Stati Uniti si è estesa rapidamente soprattutto verso le economie avanzate e ha sfiorato le economie dei Paesi emergenti.

Infatti la crisi statunitense ha comportato, come ulteriore conseguenza, l'emergere della Cina come prima economia mondiale¹⁰⁴.

⁹⁹ B. Bernanke, *La Federal Reserve e la crisi finanziaria, quattro lezioni*, op. cit., p. 67.

¹⁰⁰ *Ibidem*

¹⁰¹ P. Krugman, *Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008*, op. cit., p. 167.

¹⁰² *Ibidem*

¹⁰³ Consultabile su <https://www.orizzontipolitici.it/la-crisi-del-2008-le-cause-ma-soprattutto-gli-effetti/>

¹⁰⁴ F. Targetti, *Globalizzazione e crisi economica*, Astrid-online, Roma, p. 3

In poco tempo le importazioni statunitensi hanno avuto un crollo e il contagio si è verificato soprattutto nei paesi con economie aperte e con forti scambi commerciali con gli Stati Uniti come Canada, Messico ed Unione Europea, in particolare Germania e Italia¹⁰⁵.

¹⁰⁵ F. Targetti, *Globalizzazione e crisi economica*, Astrid-online, Roma, p. 4

CAPITOLO TERZO – LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO

3.1 LA CRISI IN EUROPA

La crisi del debito sovrano che ha investito i paesi dell'euro è una netta conseguenza della crisi dei mutui subprime che si registrò nel 2007 negli Stati Uniti.

La crisi statunitense, infatti, aveva comportato la diminuzione della disponibilità di credito degli intermediari finanziari dovuta anche all'incertezza proveniente dal mercato¹⁰⁶.

Evidenti erano le diseguaglianze che si registravano in termini di finanza pubblica ed propensione alla crescita e per tale motivo erano definiti, da un lato, "Paesi core", quando evidenziavano livelli contenuti del debito pubblico e, dall'altro, "Paesi PIIGS" – Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna – detti anche "periferici" perché caratterizzati da una esposizione maggiore alla non sostenibilità del debito pubblico, spesso dovuta a cause quali l'indebitamento, l'incremento del deficit, un tasso basso di crescita del PIL e agli oneri provenienti dalle operazioni nate per salvare le banche in crisi.

La crisi si era verificata nei paesi periferici dell'eurozona, iniziando dal Portogallo, Irlanda e Grecia e, in seguito, si era estesa durante il 2011 a Italia e Spagna¹⁰⁷.

Nel 2011 si assisteva all'assenza di credito da parte degli emittenti sovrani più vulnerabili, inoltre i governi dei Paesi dell'eurozona avevano risposto alla crisi singolarmente, evidenziando l'insostenibilità politica dell'Unione Europea. In assenza di una politica europea comune si assisteva ad una crescita spaventosa dei premi di rischio che avevano raggiunto livelli molto alti.

La crisi bancaria dell'eurozona mise quindi sotto pressione quello che era l'assetto istituzionale ed l'effettiva efficienza degli strumenti ed procedure da adottare in virtù di una crisi bancaria europea¹⁰⁸.

La letteratura economica e giuridica ha dedicato molta attenzione all'analisi delle cause che avevano determinato le ampie turbolenze finanziarie degenerate in eventi di crisi che hanno innestato un grave processo recessivo esteso alla gran parte dei paesi dell'Unione¹⁰⁹. A fronte di un inappropriato uso dei meccanismi di cartolarizzazione correlato alla stipula dei mutui cd. subprime, l'esplosione del fenomeno dei derivati ha favorito la diffusione dei noti accadimenti negativi di cui si è detto nel secondo capitolo.

*"I sistemi finanziari legati alle banche e la globalizzazione hanno comportato inizi un perverso effetto domino le cui ripercussioni hanno investito, tra gli altri, alcuni paesi europei la cui fragilità economica ha trovato nella crisi un ineludibile elemento catalizzatore"*¹¹⁰.

Le autorità monetarie pur sapendo di dover adottare meccanismi idonei ad aumentare la liquidità dei sistemi, hanno evidenziato una notevole differenza, con gli Stati Uniti, nella capacità di affrontare la crisi.

¹⁰⁶ J. Attali, *La crisi e poi?*, op. cit., p. 50

¹⁰⁷ Consultabile su <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>

¹⁰⁸ G. Adinolfi, M. Vellano (a cura di), *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro. Profili giuridici*, op. cit., p. 31

¹⁰⁹ Ibidem

¹¹⁰ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, op. cit., p. 24.

Gli Stati Uniti, ad esempio, avevano saputo affrontare tempestivamente ed efficacemente la crisi; dall'altro lato, l'Europa aveva trovato con fatica la via d'uscita dalla situazione creata con la crisi.¹¹¹

Negli USA, infatti, il supporto finanziario predisposto dai vertici dello Stato aveva impedito un eccessivo dilagare della situazione patologica e, dunque, aveva facilitato la ripresa, con il risultato favorevole che tale Paese sembrava avesse intrapreso un nuovo ciclo positivo. Per converso, la limitata coesione che contraddistingueva il processo decisionale dell'Unione europea aveva causato effetti distonici nelle politiche di intervento, traducendosi in un *agere* nel quale l'assunzione di provvedimenti a favore degli Stati in difficoltà è avvenuta in un clima di contrasti e tensioni¹¹².

C'era stato un forte ritardo nel recuperare i livelli precedenti alla crisi, inoltre, alcuni Stati, che non avevano usufruito degli aiuti, avevano subito comunque l'onere di una "logica del rigore" che non aveva aiutato la ripresa.¹¹³ La crisi finanziaria aveva determinato un contesto nel quale le carenze della politica rischiavano di compromettere il progetto dell'UE e ciò si evinceva anche dai molteplici riflessi negativi di tali accadimenti sul piano sociale; come l'insorgere di movimenti antieuropeisti e di contestazione dell'euro.

Significativo era stato anche il venire meno a causa della crisi della fiducia degli investitori nei mercati, con conseguente debolezza dei sistemi finanziari. L'incertezza era alla base della spirale negativa che aveva alimentato la linea comportamentale dei risparmiatori, determinando un effetto moltiplicatore nella diffusione delle turbolenze finanziarie¹¹⁴.

A fronte di tale realtà, gli interventi dei pubblici poteri erano stati differenti nei diversi paesi, nonostante ci fosse una linea condivisa di voler, quanto più possibile, proteggere gli intermediari in modo tale da scongiurare un possibile fallimento del mercato.

Era evidente come l'aspettativa di incapacità degli Stati nel ridurre il proprio debito si traducesse in una valutazione sfavorevole dei dati quantitativi che caratterizzavano i loro conti pubblici.

Questi stessi dati, pur non discostandosi significativamente dalla precedente tendenza, apparivano quali fattori di instabilità sistemica, causando incertezze nei mercati; da qui la configurabilità di una realtà caratterizzata da preoccupazione e precarietà.

Un ulteriore fattore di criticità costituiva l'osservanza degli impegni assunti in sede europea: questi erano imposti dai vertici UE con modalità eccessivo rigore, senza lasciare spazio alcuno alla flessibilità nell'applicazione degli stringenti parametri di Maastricht¹¹⁵.

Da qui il perdurare della stagnazione, la grave disoccupazione, il disagio che si trasforma in povertà: eventi che danno spazio all'antipolitica ed a movimenti populistici che alimentano "una protesta senza proposte", individuando nella contestazione all'euro il fantomatico obiettivo da perseguire.

¹¹¹ A. Banfi, F. Di Pasquali, *Le Banche Centrali negli anni della crisi. L'operatività della Banca Centrale Europea, della Banca d'Italia e della Federal Reserve*, op. cit., p. 35

¹¹² Ibidem

¹¹³ F. Capriglione, *La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato*, in Riv. Trim. dir. Econ., 2017, n.2, p. 40

¹¹⁴ Ibidem

¹¹⁵ F. Capriglione, *La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato*, in Riv. Trim. dir. Econ., 2017, n.2, p. 41

All'indomani dell'inizio della crisi, importanti paesi dell'area occidentale, quali l'Inghilterra e la Germania, avevano ritenuto di porre rimedio agli esiti negativi delle turbolenze finanziarie modificando la loro regolazione speciale concernente il settore creditizio.

Si registravano interventi normativi volti prevalentemente ad introdurre nuovi modelli per l'amministrazione straordinaria delle banche in crisi; da qui la creazione di complessi disciplinari che, a livello d'impianto sistemico, riprendevano caratteristiche già vigenti nella legislazione italiana¹¹⁶.

Detti provvedimenti dispositivi – per quanto finalizzati a minimizzare l'impatto negativo di un possibile fallimento degli intermediari, rivelavano subito i loro limiti, legati essenzialmente alla difficoltà di pervenire, in modalità efficaci ed in tempi ristretti, alla risoluzione delle crisi.

La risoluzione della crisi era ostacolata sia dalle implicazioni rivenienti da inevitabili sovrapposizioni normative, sia dall'interazione tra autorità amministrative ed organi giurisdizionali nello svolgimento della procedura d'insolvenza, sia dalla realizzazione di forme di ristrutturazione e riorganizzazione di banche insolventi¹¹⁷.

Più in generale, costituiva fattore impediante nel conseguimento di un ottimale meccanismo di “risoluzione delle crisi bancarie” in ambito europeo la diversità che contraddistingueva le regolazioni applicabili nei differenti paesi, rendendo indispensabile il ricorso ad un'attività di coordinamento normativo, i cui risultati non sempre apparivano soddisfacenti. I progressi sul piano dell'integrazione europea si potevano vedere solo passando da una logica incentrata sull'armonizzazione dei complessi dispositivi nazionali alla previsione di un modello disciplinare unitariamente valido per l'intero sistema UE¹¹⁸.

In questa premessa si comprendeva la ragione per cui, a cinque anni dall'insorgere della crisi finanziaria, l'Unione – posta di fronte ad un bivio tra l'attivarsi o meno – avesse segnato una svolta nel processo evolutivo.

Facendosi carico di ricercare modelli disciplinari adeguati agli obiettivi che si volevano perseguire, non solo per la prevenzione di similari situazioni di crisi ma anche il superamento delle patologie aziendali in cui potevano incorrere molti intermediari – la Commissione aveva proposto e il Parlamento e il Consiglio avevano approvato la creazione di una “Unione bancaria europea”. In questo modo si era avviato un processo che aveva segnato una svolta in chiave politica per arrivare ad un riequilibrio della realtà economico – finanziaria dei paesi membri¹¹⁹.

Percorrendo la crisi che investì l'Europa, le autorità fiscali e monetarie insieme intervennero inizialmente, nel 2010, con un pacchetto di salvataggio di 110 miliardi di euro destinati alla Grecia.

Successivamente, in Irlanda furono stanziati aiuti destinati a ripianare le perdite del sistema bancario con un piano di sostegno di 85 miliardi di euro.

A seguire, nel maggio del 2011, la BCE, il FMI e l'Unione Europea stanziarono aiuti finanziari pari a 78 miliardi di euro al Portogallo.

Nel luglio del 2011, la crisi divenne particolarmente grave anche in Spagna e in Italia dove la conseguenza fu un aumento dei rendimenti dei titoli pubblici decennali.

¹¹⁶ G. Adinolfi, M. Vellano (a cura di), *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro. Profili giuridici*, op. cit., p. 33

¹¹⁷ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, op. cit., p. 25

¹¹⁸ Ibidem

¹¹⁹ A. Porta, *La struttura operativa del sistema europeo di banche centrali*, op. cit. p. 45

Per affrontare le crisi appena descritte nacque, per iniziativa dell'Unione Europea, il Fondo europeo di stabilità finanziaria noto come Fondo salva – Stati (FESF)¹²⁰.

Il FESF era una società di diritto lussemburghese che aveva il compito di aiutare economicamente quegli Stati che riscontravano situazioni di difficoltà finanziarie, attraverso la modalità di prestiti e acquisti di titoli di Stato. Nel caso in cui gli Stati in crisi non erano in grado di ottenere fondi sfruttando i mercati, il FESF interveniva reperendo l'ammontare necessario con agevolazioni in termini di tassi – in virtù delle garanzie date dai paesi membri – al fine di girarli sotto forma di prestiti ai paesi in difficoltà.

Dal luglio 2012 il FESF fu sostituito da un nuovo organismo permanente denominato Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (MES)¹²¹ mediante l'emanazione del regolamento UE n. 407/2010.

Nello specifico il Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria aveva di mira la predisposizione di un supporto agli Stati membri in condizioni di instabilità tanto grave da richiedere un intervento a sostegno, di intensità superiore a quello che erano in grado di fornire gli organi governativi nazionali; tale supporto si esplicava mediante l'erogazione di prestiti o linee di credito circoscritte entro un determinato massimale ed un limitato arco temporale¹²².

In tal senso si era venuto a configurare un agglomerato di strutture e meccanismi procedurali che si sostituirono alle modalità di coordinamento segnate dall'incontro relazionale tra gli Stati; si era realizzato, in questo modo, un progetto nel quale la costruzione di un sistema disciplinare fondato sul Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria assurgeva a presupposto dell'unificazione della normativa applicabile in ambito bancario e, dunque, dei canoni comportamentali cui devono attenersi gli appartenenti al settore. Tale progetto non si riassumeva nella mera identificazione di regole prudenziali destinate ad assicurare la stabilità delle istituzioni creditizie ma si estendeva anche a ricomprendere la previsione di significativi cambiamenti della gestione delle crisi bancarie e dei sistemi di garanzia dei depositi¹²³. In particolare, va sottolineata la positiva interazione che il regolatore europeo ravvisava tra il Meccanismo europeo di stabilizzazione e i sistemi centralizzati per risolvere le crisi, l'uno e gli altri strumentali alla tenuta del sistema.

In altri termini, la stabilità di quest'ultimo veniva correlata a forma di controllo volta a garantire, per un verso, sane e prudenti gestioni, per altro, idonei interventi attivabili in presenza di situazioni di insolvenza determinate da carenti capacità di valutazione dei rischi assumibili.

Conseguenza significativa della crisi era stata la messa a fuoco delle problematiche interne riguardo il risanamento delle banche soggette a situazioni di grave difficoltà e quindi, di conseguenza tutto ciò ad esso collegato come ad esempio la procedura di liquidazione (direttiva 2001/24/CE)¹²⁴.

¹²⁰ A. Porta, *La struttura operativa del sistema europeo di banche centrali*, op. cit. p. 46.

¹²¹ G. Adinolfi, M. Vellano (a cura di), *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro. Profili giuridici*, op. cit., p. 47

¹²² *Ibidem*

¹²³ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, op. cit., p. 39.

¹²⁴ A. Banfi, F. Di Pasquali, *Le Banche Centrali negli anni della crisi. L'operatività della Banca Centrale Europea, della Banca d'Italia e della Federal Reserve*, op. cit., p. 37

In particolare, dal confronto tra i sistemi di gestione delle crisi applicati nei diversi Stati membri, era emersa una differente capacità reattiva nell'utilizzo degli strumenti di composizione delle situazioni patologiche riguardanti gli appartenenti al settore¹²⁵.

L'ipotesi ricostruttiva del nuovo meccanismo per la risoluzione delle crisi bancarie formulata in sede europea ha trovato una compiuta definizione disciplinare, si come è dato desumere dal riferimento alla direttiva 2014/59/UE e alla proposta di regolamento – COM (2013),

3.2 LE MISURE DI RISPOSTA ALLA CRISI PER LA TENUTA DEL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO

L'ordinamento finanziario europeo era intervenuto a favore degli Stati membri che versavano in condizioni di difficoltà con misure innovative come i meccanismi di sostegno istituiti al fine di assicurare un'adeguata assistenza finanziaria ai paesi a rischio di imminente *default*¹²⁶.

La predisposizione di tali forme di intervento avevano assunto un ruolo primario nell'azione di contenimento delle ripercussioni negative delle turbolenze finanziarie, che – oltre a causare un rallentamento della crescita e una significativa destabilizzazione del sistema economico – si erano gradualmente estese fino a compromettere la stabilità di taluni degli Stati Europei (influenzandone i deficit di bilancio ed i relativi livelli di indebitamento)¹²⁷.

Le criticità causate dagli eventi patologici in esame, diffondendosi nell'eurozona, anche se in un primo momento potevano essere ricondotte a preesistenti situazioni di disfunzione operativa e gestionale di portata strettamente nazionale, di certo, col trascorrere del tempo, avevano finito con l'assumere rilevanza generale tanto da minare alle basi gli equilibri economici ed istituzionali dell'Unione.

Da qui, la precisa determinazione espressa dagli organi di vertice dell'UE di dar corso – ove ve ne fosse stato bisogno – ad interventi di carattere straordinario in grado di garantire l'integrità e la crescita dell'intera Europa. In tale contesto si collocava la creazione, a partire dal 2010, di strutture a carattere provvisorio, prima, e di natura permanente, poi, volte ad ottemperare alle richieste di aiuto dei paesi in difficoltà¹²⁸.

Da qui l'impegno della Commissione europea a reperire sui mercati finanziari – con le modalità utilizzate per la *Medium – Term Financing Facility* – le risorse necessarie per sostenere i paesi che vivevano in uno stato di difficoltà .

Per converso, era stato previsto che questi ultimi potessero aderire al meccanismo in parola dietro elaborazione di un programma di aggiustamento macroeconomico (con l'obiettivo di ristabilire la fiducia del mercato nel loro standing creditizio e nella loro competitività di lungo termine).

¹²⁵ Ibidem

¹²⁶ F. Cesarini, G. Gobbi, *Le banche e l'economia. Il nostro sistema finanziario tra crisi e mercato globale*, op. cit. p., 45

¹²⁷ Ibidem

¹²⁸ A. Porta, *La struttura operativa del sistema europeo di banche centrali*, op. cit. p. 47

La richiesta di aiuti formulata da diversi Stati europei – ed *in primis* dalla Grecia, dall'Irlanda e dal Portogallo – aveva reso pienamente operativo tale meccanismo di sostegno. In particolare, l'introduzione del Fondo europeo di stabilità finanziaria aveva consentito a detti Paesi di aderire ad un programma di riequilibrio delle proprie condizioni finanziarie e, al contempo, di usufruire di finanziamenti *ad hoc*, sotto la stretta supervisione della cd. troika¹²⁹.

L'operatività di tali istituzioni, caratterizzata da eccezionalità ed urgenza, era gradualmente venuto meno a seguito dell'introduzione del Meccanismo europeo di stabilità (reso ufficialmente operativo solo nel luglio 2013), il quale assolveva alle funzioni proprie di un dispositivo permanente di protezione predisposto dall'UE al fine di assicurare la stabilità dei mercati finanziari¹³⁰.

Il relativo intervento era rivolto ai soli paesi che avevano ratificato il Trattato sulla stabilità dell'Unione economica e monetaria; trattato che, come si specificherà meglio in seguito, aveva posto a carico degli Stati aderenti una serie di vincoli volti a contenere eventuali forme di espansione del debito pubblico¹³¹.

Era evidente, pertanto, come tale assetto disciplinare delle misure di intervento rifletteva l'intento di "razionalizzazione" delle forme di coordinamento in questa materia; era altresì chiara la finalità di determinare le condizioni per una maggiore coesione tra gli organi di vertice europei e quelli dei paesi aderenti, in vista dell'adozione di politiche interne in linea con gli equilibri complessivi dell'eurozona¹³².

Da qui, l'impegno degli Stati interessati di conformarsi alle indicazioni ad essi fornite per il raggiungimento di livelli organizzativi ed economici in grado di consentire un percorso di ripresa di medio – lungo periodo.

L'appartenenza all'UE, era fondata, dunque, su una comun volontà di "stare insieme", condividendo gli obiettivi di sviluppo economico e sociale, i quali dovevano trovare conferma in una *governance*, ma anche in un *government*, che tenesse conto dell'intermediazione tra i paesi membri, obiettivo destinato ad assumere peculiare rilievo soprattutto nell'ambito dell'eurozona¹³³.

Ciò implicava che le descritte misure di supporto adottate in sede UE dovevano presentare una valenza strutturale al contenimento della vulnerabilità di taluni bilanci pubblici, attenuando gli effetti negativi di momentanee situazioni di criticità.

Va da sé che ogni ipotesi di rafforzamento dei bilanci dei paesi dell'Unione non poteva prescindere dal primario coinvolgimento degli organi di governo politico ed economico operanti all'interno dei singoli Stati.

Già dal 2007, successivamente alla presa d'atto delle turbolenze finanziarie che avevano colpito gran parte del continente europeo, fu costituito un "gruppo di lavoro" guidati da J. De Larosiere al quale era stato affidato l'incarico di ridisegnare le modalità d'esercizio dell'azione di vigilanza bancaria .

Gli interventi o meglio le novità che furono introdotte da questo ultimo modificarono radicalmente le modalità con le quali si attuava un attenta analisi di supervisione finanziaria gettando inoltre le basi per una futura

¹²⁹ A. Porta, *La struttura operativa del sistema europeo di banche centrali*, op. cit. p. 48

¹³⁰ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, op. cit., p. 37

¹³¹ *Ibidem*

¹³² L. Di Brina, *La crisi della banca e degli intermediari finanziari*, in F. Capriglione (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, op. cit., p. 67

¹³³ *Ibidem*

ricostruzione in termini strutturali che sarebbe andata ad intaccare le rispettive competenze spettanti alle autorità di settore. .

Per vero, il recepimento negli Stati membri dei provvedimenti normativi comunitari emanati anteriormente alla crisi aveva lasciato inalterate le specificità nazionali, consentendo che la conduzione delle politiche di vigilanza continuasse ad essere demandata ai singoli paesi.

Come era stato delineato in dottrina non si era giunti ad un soddisfacente “*grado di integrazione finanziaria....laddove i meccanismi di cooperazione e coordinamento tra autorità nazionali sono risultati inidonei aconseguire modelli omogenei di controllo sulle attività economiche dell’Unione*”¹³⁴.

Le iniziative attuate a livello comunitario per superare la frammentazione dei mercati si erano rivelate insufficienti, ivi compresa la costituzione di organismi consultivi destinati ad affiancare la Commissione Europea nella stesura di proposte al Consiglio in vista di un ulteriore ravvicinamento disciplinare all’interno dell’UE¹³⁵.

Su tale realtà impattavano le riforme che avevano ricevuto una spinta propulsiva dalla crisi; ad essa necessitava far riferimento per comprenderne appieno lo spirito innovatore e, dunque, valutarne i riflessi e la portata storica, quali si individuavano non solo con riguardo alle opzioni normative adottate, bensì nel riferimento alla definizione di un’importante fase evolutiva degli accadimenti europei¹³⁶.

In un primo tempo, il cambiamento si era espresso nella costituzione di una pluralità di organismi di controllo le cui funzioni erano distinte sulla base di un criterio nel quale si teneva conto della specificità dei soggetti destinatari dell’attività di vigilanza¹³⁷.

Solo successivamente – quando si era presa consapevolezza dell’esigenza di dover proseguire, in modalità più concrete, nel cammino intrapreso – si era dato corso ad una ulteriore modifica delle forme di intervento, allocandone l’esercizio in un “meccanismo unico” operativamente demandato alla Banca centrale europea.

Inoltre, a seguito della crisi, al fine di “*preservare la stabilità finanziaria, creare la fiducia nel sistema finanziario e garantire una sufficiente protezione dei consumatori dei servizi finanziari*” fu istituito il SEVIF.

“*L’impianto ordinario di tale costruzione si articola su due pilastri costituiti, il primo, dal Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), con a capo il Presidente della BCE (con il ruolo di controllore e valutatore dei potenziali rischi per la stabilità finanziaria derivanti da processi macroeconomici) ed il secondo da tre nuove autorità europee (EBA, EIOPA ed ESMA) alle quali si affianca una rete di autorità nazionali che cooperano con esse*¹³⁸”.

Pertanto, se l’intervento del CERS si limitava a fornire raccomandazioni in modo tale da scongiurare l’avvento di rischi macrosistemici, quello dell’EBA era di emettere standard di vigilanza, spettando ad esso il compito di controllare il sistema bancario. Ben definiti erano quindi i confini dei ruoli spettanti ad ognuna delle nuove tre

¹³⁴ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, op, cit, p. 39

¹³⁵ A Di Clemente., *Rischio Sistemico e stabilità finanziaria. Problemi di stima e regolazione*, op. cit. p. 166

¹³⁶ *Ibidem*

¹³⁷ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, op, cit, p. 40

¹³⁸ *Ibidem*

autorità europee, discorso valido anche per l'ESMA che doveva assicurare un regolare funzionamento dei mercati finanziari, e per l'EIOPA che svolgeva il medesimo compito nell'ambito delle pensioni ed assicurazioni¹³⁹.

Con questo nuovo assetto si era in grado di risolvere quesiti inerenti la ciclicità del mercato attraverso la predisposizione di “correttivi” proporzionati alle difficoltà cui, sul piano delle concretezze, gli operatori vanno incontro¹⁴⁰.

Significativo al riguardo era l'ancoraggio istituzionale del CERS alla Banca centrale europea ed al SEBC, quale era dato desumere dalla particolare composizione di tale organo di controllo; nonché il riconoscimento al medesimo di specifiche competenze che garantiscano la solidità del sistema tra cui la facoltà di emanare *risk warnings* e raccomandazioni di diversa natura, che ne evidenziavano la centralità nella ridefinizione degli strumenti di *policy* macroeconomica¹⁴¹.

Un altro pilastro della nuova architettura dell'ordinamento finanziario europeo, rappresentato dal network di autorità incaricate dalla vigilanza microprudenziale si configurava preordinato a porre rimedio alle principali manchevolezze della precedente struttura. Tali autorità, che denotavano sostanziale equivalenza di fini e compiti, svolgevano una funzione volta alla prevenzione dell'arbitraggio regolamentare, nonché al controllo dei rischi ed alla protezione degli utenti dei servizi.

Aspetto di specifico rilievo, nel delineato contesto, era costituito dal fatto che le *European Supervision Authorities (ESAs)* aveva la facoltà di stipulare principi tecnici che presentavano un carattere vincolante nonostante rientrassero nelle aree di competenza della legislazione primaria.

Ed invero, la definizione di standard tecnici era forse l'attribuzione più significativa dei nuovi supervisori, in quanto strumentale ai fini della predisposizione di una disciplina realmente omogenea che, applicata in maniera vincolante in tutti gli Stati aderenti, poteva garantire la totale risoluzione dei problemi di raccordo a livello sovranazionale e di armonizzazione minima¹⁴².

Tutto ciò aveva perseguito la finalità di rendere la disciplina di settore sempre più prossima all'innovazione dei mercati finanziari e ai cambiamenti tecnico – operativi degli intermediari; ciò in una logica di potenziamento di collaborazione tra gli Stati membri e di coordinamento della loro azione su scala internazionale¹⁴³.

E' indubbio che le proposte di regole tecniche, elaborate nelle competenti sedi europee riducevano i margini di discrezionalità dei supervisori nazionali; era questa una conseguenza ineludibile del modello disciplinare in esame, nonostante esso agisse da particolare *trait d'union* tra l'orientamento normativo europeo e quelli domestici e sia, di solito, preceduto da un fase di consultazione pubblica e di analisi di impatto.

¹³⁹ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, op. cit, p. 41

¹⁴⁰ A Di Clemente., *Rischio Sistemico e stabilità finanziaria. Problemi di stima e regolazione*, op. cit, p. 166

¹⁴¹ Ibidem

¹⁴² A Di Clemente., *Rischio Sistemico e stabilità finanziaria. Problemi di stima e regolazione*, op. cit. p. 168

¹⁴³ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, op. cit, p. 42

3.3 I CONTROLLI BANCARI IN EUROPA DOPO LA CRISI

L'introduzione della nuova architettura di vertice dell'ordinamento bancario europeo era avvenuta in concomitanza con il rinnovamento dei canoni di adeguatezza patrimoniale delle istituzioni bancarie. L'evidente instabilità sistemica emersa a seguito della crisi aveva indotto a valutare con attenzione gli effetti che talune tipologie di rischio generano sulla solidità del sistema finanziario¹⁴⁴.

Ci si riferiva, in particolare, alle ripercussioni negative dei rischi sistemici e di liquidità, le quali avevano influenzato l'assetto gestionale ed operativo di non pochi intermediari creditizi. Da qui la necessità di un intervento disciplinare finalizzato a porre rimedio ai noti "fallimenti regolamentari", sia ad introdurre più efficienti criteri di natura organizzativa, economica e patrimoniale.

Si comprendeva la ragione per cui i nuovi principi di Basilea 3 guardavano alla stabilità del mercato con maggiore impegno rispetto al passato; ciò, previa introduzione di canoni operativi che consentivano agli intermediari di percepire con immediatezza il rischio connesso a taluni prodotti d'investimento ed a specifici meccanismi finanziari¹⁴⁵.

Nello specifico, la composizione del patrimonio di vigilanza era integrata dalla previsione di un limite alla leva finanziaria nonché dalla revisione dei criteri di quantificazione dei rischi di mercato.

Inoltre, rilevava la drastica riduzione dell'uso di strumento ibridi di patrimonio, cui conseguiva il soddisfacimento di una generalizzata esigenza di capitale di primaria qualità; ciò, con la conseguenza per gli intermediari di dover far fronte a tali imposizioni ricorrendo ad adeguate modifiche gestionali e statutarie¹⁴⁶.

A ben considerare, l'adozione degli standard tecnici di Basilea 3 da parte degli enti creditizi doveva indurre questa ultima alla definizione di logiche organizzative e strategiche diverse rispetto al passato; ci si riferiva, in particolare, alle politiche di raccolta di capitale e di distribuzione dei dividendi, le quali presumibilmente verranno modificate in vista del rafforzamento patrimoniale¹⁴⁷.

Occorre segnalare, inoltre, le molteplici prescrizioni del Comitato di Basilea volte ad un miglioramento della gestione del rischio degli istituti bancari e per consolidare la loro trasparenza informativa". Si era in presenza di innovazioni disciplinari introdotte a seguito della recente crisi che aveva evidenziato le gravi carenze connesse ad un'inefficiente attività di controllo dei *board* ed alla mancanza di flussi informativi adeguati alle caratteristiche dei fenomeni finanziari, patrimoniali e gestionali da analizzare.

L'obiettivo di fondo delle istituzioni internazionali era, dunque, quello di configurare regole di governo aziendale più articolate e pervasive in grado di fronteggiare compiutamente le situazioni di crisi.

Non a caso, l'identificazione della normativa di Basilea 3 di specifici profili di gestione del rischio, di auditing e di controllo rifletteva il particolare legame intercorrente tra la stabilità interna degli istituti bancari e l'integrità del patrimonio di vigilanza. Tale connubio interagiva sull'efficienza dell'azione di supervisione posta in essere

¹⁴⁴ G. Adinolfi, M. Vellano (a cura di), *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro. Profili giuridici*, op. cit., p. 42

¹⁴⁵ Ibidem

¹⁴⁶ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, op. cit., p. 47

¹⁴⁷ Ibidem

dalle autorità di settore; queste ultime, infatti, potevano accrescere il grado di tempestività ed efficacia dei relativi interventi mediante idonei sistemi di gestione e controllo interno¹⁴⁸.

In linea con tale impostazione si era mosso il regolatore europeo, il quale aveva proceduto alla formulazione del nuovo pacchetto normativo denominato CRD IV, seguendo logiche disciplinari coerenti con gli obiettivi prima indicati¹⁴⁹.

Tale pacchetto, costituito dal regolamento UE n. 575/2013 e dalla direttiva 2013/36/UE aveva recepito le prescrizioni dettate da Basilea 3 con riferimento sia a principi strettamente tecnici, sia a criteri organizzativi e gestionali. Con riguardo a tali profili disciplinari, le nuove regole di governo societario e di *risk management* recate dalla nominata direttiva 2013/36/UE incidono sulle modalità di composizione del *board* amministrativo delle società bancarie, sul regime di responsabilità nel controllo dei rischi nonché sui rapporti intercorrenti tra i diversi organi di gestione.

Non a caso, la sezione II della direttiva in parola dedicava specifica attenzione alla disciplina delle politiche di remunerazione, alla gestione e misurazione dei rischi ed, infine, ai dispositivi di *governance*¹⁵⁰.

Sotto altro profilo, doveva sottolinearsi che la delegazione di puntuali compiti di controllo e a livello nazionale (nonché all'EBA e all'ESMA) rifletteva l'intento del regolatore europeo di realizzare un sistema di vigilanza integrato e puntuale in grado, cioè, di incentivare gli esponenti bancari ad applicare politiche orientate alla sana e prudente gestione e all'equilibrio di lungo periodo.

In tale logica si inquadravano gli accertamenti di *Asset Quality Review* e gli *Stress Test* che la BCE stava ponendo in essere nei confronti degli intermediari operanti nel mercato finanziario; indagini che mirano a verificare la solidità patrimoniale delle maggiori istituzioni bancarie, sia in periodi di congiunture economiche favorevoli, sia in situazioni caratterizzate da gravi turbolenze sistemiche.

Con particolare riferimento al nostro Paese, occorre evidenziare che la Banca d'Italia era intervenuta con apposito provvedimento, con il quale si era proceduto al recepimento del pacchetto CRD IV.

In tale sede l'autorità di supervisione italiana aveva avuto di mira il rafforzamento dei canoni di trasparenza e di correttezza dell'informativa bancaria, tenuto conto delle molteplici indicazioni rivenienti dalla recente crisi finanziaria¹⁵¹.

Da qui, l'individuazione di specifiche regole in materia di controlli interni che, per quanto riguardava il contesto nazionale, erano puntualmente definite dalle disposizioni regolamentari emanate dalla Banca d'Italia. Ed era in base a tale normativa che l'implementazione dei meccanismi di misurazione e di gestione dei rischi presupponeva un'adeguata suddivisione dei ruoli e delle competenze tra le varie strutture interne alle banche¹⁵². Il sistema dei controlli interni degli intermediari creditizi assumeva, dunque, specifica rilevanza, specie con riguardo alla

¹⁴⁸ F. Capriglione, *La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato*, op. cit., p. 52

¹⁴⁹ Ibidem

¹⁵⁰ A. Porta, *La struttura operativa del sistema europeo di banche centrali*, op. cit. p. 49

¹⁵¹ F. Cesarini, G. Gobbi, *Le banche e l'economia. Il nostro sistema finanziario tra crisi e mercato globale*, op. cit. p., 48

¹⁵² A Di Clemente., *Rischio Sistemico e stabilità finanziaria. Problemi di stima e regolazione*, op. cit. p. 169

definizione di idonee forme organizzative in grado di assicurare corrette modalità di svolgimento dell'*agere* bancario¹⁵³.

Occorreva tenere presente, altresì, che la salvaguardia della completezza e dell'affidabilità di tale sistema minimizzava il rischio che l'attività posta in essere potesse essere influenzata da ingerenze esterne e/o da interessi estranei all'analisi della performance aziendale¹⁵⁴.

Ciò doveva garantire un'operatività indipendente e, dunque, sottratta all'ingerenza degli organi di direzione; da qui l'ulteriore benefica conseguenza di individuare e gestire eventuali carenze tecniche in modalità tempestive ed appropriate all'effettiva portata dei rischi sottoposti a rilevazione.

¹⁵³ F. Capriglione, *La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato*, op. cit., p. 53

¹⁵⁴ *Ibidem*

BIBLIOGRAFIA

- G. ADINOLFI, M. VELLANO (a cura di), *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro. Profili giuridici*, Giappichelli, Torino, 2013
- I. ANGELONI, intervento al convegno *Verso un'autorità di vigilanza per l'area dell'Euro*, Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza, 25 ottobre 2012, Roma
- G. ANTONUCCI, *Principio positivo e tolleranza nella risposta europea alle crisi bancarie*, in AGE, 2010
- A. BANFI, F. DI PASQUALI, *Le Banche Centrali negli anni della crisi. L'operatività della Banca Centrale Europea, della Banca d'Italia e della Federal Reserve*, Isedi, Torino, 2014
- C. BARBAGALLO, *La vigilanza bancaria tra presente e futuro, intervento al seminario "Vigilanza bancaria e correttezza nelle relazioni con la clientela"*, università LUISS, Roma, 23 gennaio 2014
- B. BERNANKE, *The real effects of the financial crisis*, BPEA Conference, 13 settembre 2018
- G. BOCCUZZI, *L'Unione bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Bancaria Editrice, Roma, 2015
- G. F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale 2 Diritto delle società*, a cura di M. CAMPOBASSO, UTET, Torino, 2010
- F. CAPRIGLIONE, *Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere*, in COLOMBINIPASSALACQUA (a cura di), *Mercato e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di stato*, Editoriale Scientifica, Napoli, 2012
- F. CAPRIGLIONE, R. MASERA, *La corporate governance delle banche: per un paradigma diverso (Corporate Governance of banks: a different paradigm)*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 4/2016
- F. CAPRIGLIONE, *La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato*, in *Riv. Trim. dir. Econ.*, 2017, n.2

F. CAPRIGLIONE, *Le amministrazioni di controllo del mercato finanziario. La particolare posizione della Banca d'Italia*, in Riv. trim. dir. econ., 2011, n.1

F. CAPRIGLIONE, *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Cedam, 2015

F. CAPRIGLIONE, *Unione monetaria e ruolo della BCE. Unione bancaria europea, SSM, SRM*, in Corso di diritto pubblico dell'economia, a cura di M. PELLEGRINI, Cedam, Padova, 2016

F. CAPRIGLIONE, G. SEMERARO, *Financial Crisis and Sovereign Debt. The European Union between risks and opportunities*, su *Law and economics yearly review*, vol 1, I, 2012

M. CLARICH, *Le sanzioni amministrative bancarie nel Meccanismo di vigilanza unico*, in Banca Impresa società, 2014.

P. DE CESARI, G. MONTELLA, *Insolvenza transfrontaliera e giurisdizione italiana. Competenza internazionale e riconoscimento delle decisioni*, in *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, IPSOA, Milano, 2002

L. DI BRINA, *La crisi della banca e degli intermediari finanziari*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Tomo II, CEDAM, Padova, 2010

L. DONATO, R. GRASSO, *Gli strumenti della nuova vigilanza bancaria europea. Oltre il testo unico bancario. Verso il Single Supervisory Mechanism.*, Rif. Banca Impresa Società, Edizione 2014

F. M. FERRARA, *Briefing tematico: L'Unione Bancaria dell'UE*, 29 marzo 2017

X. FREIXAS, B. M. PARIGI, J. ROCHET, *Systemic Risk, Interbank Relations, and Liquidity Provision by the Central bank*, «*Journal of Money, Credit and Banking*», edizione 2000

J.K. GALBRAITH, *The great crash*, Houghton Mifflin, Boston, 1954.

F. GUARRACINO, *Dal Meccanismo di vigilanza unico (SSM) ai sistemi centralizzati di risoluzione delle crisi e di garanzia dei depositi: la progressiva europeizzazione del settore bancario*, in «*Rivista Trimestrale di Diritto ed Economia*», Fondazione Gerardo Capriglione, Roma, n. 3/2013

- G. GODANO, *Sviluppi della vigilanza finanziaria europea: il rapporto de Larosière*, in *Queste istituzioni* n. 156-157 gennaio-giugno 2010
- M. JENSEN, W. H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, 1976
- A. KAMALNATH, *Cross – border insolvency protocols: a success story?*, su *International journal of legal studies and research*, vol. 2, n° 2, settembre 2013
- M. LAMANDINI, *Il “Controllo” nozioni e “tipo” nella legislazione economica*, Giuffrè Editore, Milano, 1995
- M. LAMANDINI, *Gli accordi di sostegno finanziario nel gruppo bancario*, in V. TROIANO, G.M. UDA, *La gestione delle crisi bancarie*, Cedam, Milano, 2018
- V. LEMMA, *Ad Un Anno Dal Single Supervisory Mechanism: Riflessioni Per Un Primo Bilancio*, *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 3 / 2015
- V. LEMMA, *‘Too Big to Escape’: Un Significativo Chiarimento Sull’Ambito Di Applicazione Del Single Supervisory Mechanism*, *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2/2017.
- L. LOPUCKI, *The case for cooperative territoriality in international bankruptcy*, in *Michigan Law Review*, 2000
- R. MASERA, *BU Rules on banking crises: the need for revision, simplification and completion*, in V. TROIANO, G.M. UDA, *La gestione delle crisi bancarie*, Cedam, Milano, 2018
- R. MASERA, *Crisi finanziaria e rimedi normativi*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, CEDAM, Padova, 2010
- R. MASERA, *Towards a sustainable future: the role of long term investments*, Venezia, 28 e 29 ottobre 2010

- S. MICOSSI, Relazione introduttiva al convegno “Unione Bancaria: istituti, poteri ed impatti economici” organizzato dalla LUISS School of European Political Economy, Roma, 26 febbraio 2014.
- S. MIELI, La crisi finanziaria internazionale e le banche italiane, intervento al convegno Mercati finanziari: profili civilistici, contabili e fiscali, Roma, 4 marzo 2009
- F. S. MISHKIN, S.G. EAKINS, E. BECCALLI, Istituzioni e mercati finanziari, Pearson, Milano, 2019
- M. MONTI, intervento al convegno *Finanza: Comportamenti, regole, istituzioni*, presso l’Università LUISS di Roma il 22 febbraio 2011
- M. PELLEGRINI, *Crisi bancarie e decreto Eurosim*, intervento al Convegno di studi su “La crisi del gruppo bancario”, tenutosi a Palermo il 13-14-15 giugno 1996
- M. PELLEGRINI, *Il caso delle banche Venete: le contraddittorie opzioni delle Autorità europee e la problematica applicazione degli aiuti di Stato*, in Riv. trim. dir. econ. 2017, supplemento al n.3.
- M. PELLEGRINI, *L’architettura di vertice dell’ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in Riv. Trim. dir. Econ., 2012
- M. PELLEGRINI, *La Banca d’Italia e il problema della sua autonomia (dalla traslazione della sovranità monetaria alla perdita della supervisione bancaria?)* in Rivista trimestrale di diritto dell’economia, 4/2018
- M. PELLEGRINI, *La conflittualità in ambito bancario a seguito della crisi finanziaria*, in Riv. Trim. diritto dell’economia, raccolta 2011
- M. PELLEGRINI, *Piani di risanamento e misure di early intervention*, su Federalismi.it, n.2, 17/1/2018
- A. PIRAS, *La crisi del gruppo bancario: profili generali*, in *La crisi del gruppo bancario*, a cura di G. BAVETTA, 1997, G. PRESTI, *Il Bail in*, in Riv. Analisi giuridica dell’economia, n. 2, 2016
- E. RICCIARDIELLO, *Gli accordi di sostegno finanziario infragruppo nella Direttiva 2014/59/UE (BRRD)*, in Dir. Banc, 2016
- D. ROSSANO, *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, UTET, Torino, 2015

- S. ROSSI, *Verso l'unione bancaria europea: in fondo a una strada lunga e tortuosa*, Intervento al Convegno in onore di Marco Onado tenutosi presso l'Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia, 15 gennaio 2014
- A. SACCO GINEVRI, *Il gruppo bancario nella direttiva BRRD*, in V. TROIANO, G.M. UDA, *La gestione delle crisi bancarie*, Cedam, Padova, 2018
- P. SARRA, *Corporate Group Insolvencies: Seeing the Forest and the Trees*, in *Banking and Finance Law Review*, 2008
- L. STANGHELLINI, *La gestione delle crisi bancarie, la tradizione italiana e le nuove regole europee*, in *Ricerche Giuridiche Ca' Foscari* vol. 4, n. 2, dicembre 2015
- L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, «Quaderni di ricerca della Consulenza legale», Banca d'Italia, Roma, 2013 (atti dell'omonimo convegno)
- V. J. STIGLITZ, *Too Big to Fail or Too Big to Save? Examining the Systemic Threats of Large Financial Institutions*, aprile 2009
- R. TOMASIC, *Beyond "Light Touch" Regulation of British Banks after the Financial Crisis*, in *The future of financial regulation*, MacNeil and O'Brien eds, Oxford, 2010
- V. TROIANO, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo*, in *Corso di diritto pubblico dell'economia*, a cura di M. PELLEGRINI, Cedam, Padova, 2016
- V. TROIANO, G.UDA, *La gestione delle Crisi Bancarie. Strumenti, processi, implicazioni nei rapporti con la clientela*, Cedam – Wolters Kluwer, Padova, 2018
- F. TRIMARCHI BANFI – *Lezioni di diritto pubblico dell'economia*. Giappichelli, Torino, 2014

SITOGRAFIA

<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>

<https://www.consob.it/web/investor-education/la-bolla-dei-tulipani1>

<https://www.orizzontipolitici.it/la-crisi-del-2008-le-cause-ma-soprattutto-gli-effetti/>

<https://wsimag.com/it/economia-e-politica>