

Mario Libertini

Il diritto della concorrenza in tempi di crisi economica

(ODC – Roma, 20 giugno 2009)

1. E' opinione diffusa che, in tempi di crisi economica, l'applicazione delle norme antitrust subisca un rallentamento spontaneo¹. Ciò, per la presunzione di legittimità che si è indotti ad attribuire al senso comune, induce anche a pensare che questo rallentamento sia anche giustificato.

Ambedue le proposizioni richiedono però un approfondimento: sia quella riguardante il dato storico, sia quella riguardante la giustificazione e la possibile razionalizzazione di regole antitrust speciali per i tempi di crisi.

Sul piano storico, l'idea del freno all'antitrust nei periodi di crisi è avvalorata dall'esperienza traumatica che toccò la politica della concorrenza negli Stati Uniti nei primi anni della Grande Depressione e del New Deal. Nel marzo del 1933, la Corte Suprema decideva il caso *Appalachian Coal*², riconoscendo la compatibilità con lo Sherman

¹ "La recessione è potenzialmente ostile alla politica della concorrenza", scrive, per esempio, J.FINGLETON, *La politica della concorrenza in tempo di crisi*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2009, 7. O, con altri termini (che riassumono il senso comune, non la posizione personale dell'autore), "antitrust seems to be a luxury that the country cannot afford in any crisis" (D.CRANE, *Antitrust Enforcement During National Crises: An Unhappy History*, in *GCP – The Online Magazine for Competition Policy*, Dec. 15, 2008).

Una brillante sintesi del senso comune sul tema può leggersi anche in un breve intervento di D.SOKOL, *The Financial Crisis and its Effects on Antitrust*, in *Antitrust & Competition Policy Blog*, Sept. 18, 2008, secondo cui la crisi economica comporterà, probabilmente, i seguenti effetti: (i) il ritorno di un antitrust "populista" e paternalistico; (ii) una forte spinta per interventi pubblici dirigistici nei singoli settori economici; (iii) l'intrusione di considerazioni politiche nelle decisioni antitrust, con abbandono dell'impostazione tecnico-economica, che si era affermata negli ultimi decenni; (iv) un freno all'espansione di politiche antitrust in paesi di nuova industrializzazione; (v) un ritorno a considerazioni di difesa delle economie nazionali nell'azione delle autorità antitrust (in particolare, nel controllo delle concentrazioni transfrontaliere).

² *Appalachian Coals, Inc. v. United States*, 288 U.S. 344 (1933).

Act – in applicazione della *rule of reason* - di un tipico cartello difensivo tra produttori di carbone. Nel giugno dello stesso anno, era approvato il *National Industrial Recovery Act*, che disponeva una generale esenzione dalle norme antitrust per tutti gli accordi economici di settore approvati da un'apposita autorità indipendente e volti a stabilire codici di condotta interessanti tutti gli operatori del settore medesimo (imprese, grandi e piccole, e lavoratori: il modello – a parte le debite differenze del quadro politico generale - non era molto diverso da quello che, nello stesso tempo, si affermava nel diritto corporativo italiano). Nei due anni successivi furono sottoscritti ed approvati più di 1.000 codici di condotta³.

L'anno successivo (1934), un giuscommercialista italiano, scrivendo una monografia sui cartelli⁴, si spingeva a presentare la legge antitrust americana, in un quadro comparatistico, come un'esperienza estremistica di repressione dei cartelli, che però la saggia politica del presidente Roosevelt stava opportunamente correggendo, riportando anche il diritto americano alla più "moderna" visione, tendenzialmente favorevole ai cartelli, che in quel momento dominava in Europa⁵.

L'anno dopo ancora (1935) la Corte Suprema americana dichiarava incostituzionale il *National Industrial Recovery Act*⁶. La decisione non si fondava, invero, su ragioni di politica della concorrenza, ma su una più generale esigenza di limitazione dell'intervento pubblico sull'autonomia privata. I giudici mostravano preoccupazione verso una legge che consentiva ad un'autorità indipendente, senza alcun reale criterio limitativo, di attribuire efficacia *erga omnes* ad accordi economici collettivi di varia natura. In realtà, sembra che la sentenza della Corte Suprema sia venuta a ratificare una crisi latente del sistema creato dal N.R.A., minato dall'esplosione di conflitti interni relativi all'applicazione degli accordi e dalla scarsa autorevolezza

³ Traggo la notizia da R.PERITZ, *Competition policy in America*, Oxford University Press, rev.ed., 2000, 125.

⁴ V.SALANDRA, *Il diritto delle unioni di imprese (Consorti e gruppi)*, Cedam, Padova, 1934, 24 ss.

⁵ Ampie informazioni sul tema in L.F.PACE, *I fondamenti del diritto antitrust europeo*, Giuffrè, Milano, 2005, cap. I.

⁶ A.L.A. Schechter Poultry Corp. v. United States, 295 U.S. 495 (1935).

dell'*Authority* costituita in pochissimo tempo con il compito immenso di esercitare una funzione dirigistica sull'intera economia americana⁷.

Negli anni seguenti, la politica del *New Deal* abbandonò il modello del dirigismo corporativo generale e piegò verso interventi e regolazioni di settore, autonomizzando e sostenendo, in primo luogo, il potere dei sindacati dei lavoratori.

Per quanto riguarda più specificamente la politica della concorrenza, nel 1936 si ebbe un'altra sentenza-schock della Corte Suprema (*Sugar Institute*)⁸, legittimante un cartello tipico, dichiaratamente volto a prevenire gli effetti "distruttivi" dell'eccesso di concorrenza, ed operante in un settore tradizionalmente cartellizzato. Poco tempo dopo (1938) iniziava però un'inversione di tendenza: Roosevelt rafforzava, all'interno del *Department of Justice*, la *Antitrust Division* e ne nominava direttore Thurman Arnold, il quale imprimeva alla politica antitrust americana una svolta attivistica, destinata a durare nei decenni successivi⁹. Si iniziava quel ciclo della politica antitrust che, in seguito, sarà definita "populista", e che è stata spesso accusata di mancare di criteri politico-economici coerenti¹⁰. Una politica comunque attivista ed ispirata non solo dalla fede in un ideale di democrazia economica, ma anche dalla convinzione che, per uscire dalla recessione, occorresse combattere i cartelli e tutela la libertà e il potere d'acquisto dei consumatori.

⁷ Per questo giudizio storico v. R.PERITZ (nt. 3), 130 ss.

⁸ *Sugar Institute, Inc. v. United States*, 297 U.S. 553 (1936).

⁹ La vicenda presenta alcuni tratti curiosi, sul piano storico. Sembra certo che il presidente Roosevelt non avesse particolare sensibilità per la politica di concorrenza. Thurman Arnold, per di più, in un suo libro, all'epoca molto conosciuto (*The Folklore of Capitalism*, Yale University Press, 1938) aveva espresso dure critiche sull'efficacia e sulla opportunità della politica antitrust. Malgrado queste premesse, egli divenne, negli anni successivi, una figura emblematica di *trust-buster*.

Sulla vicenda v. l'accurata ricostruzione di S.W.WALLER, *The Antitrust Legacy of Thurman Arnold*, in 78 *St. John's Law Rev.*, 569 ss. (2004); nonché E.W.HAWLEY, *The New Deal and the Problem of Monopoly*, Princeton University Press, 1966, 383 ss.

Secondo la tesi più accreditata, Arnold fu persuaso, durante la guerra, a dimettersi dal suo ufficio per accettare un prestigioso incarico giudiziario, al fine di frenare la sua azione giacobina nei confronti dell'industria delle forniture militari (v., oltre agli aa. precedenti, D.CRANE [nt. 1]).

¹⁰ V. già PERITZ (nt. 2), 157 ss., nonché tutta la letteratura, dagli anni '80 in poi, ispirata dalla scuola di Chicago.

2. In sostanza, l'esperienza della Grande Depressione negli Stati Uniti mostra segnali contraddittori, che vanno dalla sospensione al rafforzamento della politica antitrust.

L'esperienza europea dello stesso periodo non offre esperienze analoghe, per la semplice ragione che l'orientamento degli ordinamenti statali europei era, nella prima metà del sec. XX, tendenzialmente favorevole ai cartelli. L'adozione di norme antitrust europee avveniva dopo la guerra, sotto l'impulso attivistico generato da una duplice matrice: da un lato l'ideologia ordoliberalista che ispirava le norme tedesche e poi comunitarie, dall'altro l'esempio fornito dalla politica antitrust "populista", a quel tempo dominante negli U.S.A.

Fino alla crisi attuale, il diritto antitrust europeo non ha dovuto affrontare recessioni gravi, ma solo crisi settoriali o congiunture negative di limitata entità. In questo quadro di esperienze si è formato un orientamento, molto restrittivo ma non completamente negativo, nei confronti dei "cartelli di crisi": gli accordi relativi sono stati eccezionalmente esentati dalla Commissione, a condizione che fossero supportati da un concreto programma di ristrutturazione produttiva del settore, volto a dare una risposta efficiente ad una situazione di squilibrio strutturale fra domanda ed offerta, e non contenessero misure restrittive della concorrenza reciproca non indispensabili, rispetto al fine dell'attuazione del programma di ristrutturazione¹¹.

Ad una impostazione simile si è ispirata – sempre prima dell'attuale crisi - anche la disciplina comunitaria relativa agli aiuti di Stato ad imprese e settori in difficoltà, oggi contenuta nell'art. 1.7, Reg. 800/08/CE, e comunque tendenzialmente sempre più restrittiva nell'ammettere aiuti di salvataggio¹². La normativa sugli aiuti è, peraltro, la sola che contiene espressamente una previsione relativa a situazioni di crisi economica generale (con la clausola del "grave

¹¹ Per informazioni di dettaglio sul punto v., da ultimo, VAN BAEL & BELLIS, *Il Diritto Comunitario della Concorrenza – Con analisi della disciplina del procedimento antitrust in Italia*, Giappichelli, Torino, 2009, 280 ss.

¹² V. per esempio, per l'atteggiamento più recente della Commissione, tendenzialmente ostile all'ammissibilità di aiuti di salvataggio di settore, Commiss. CE, Dec. 19 maggio 2004, C(2004) 1802, *Programma A.I.M.A. settore avicolo* (2007/52/CE).

turbamento dell'economia di uno Stato membro", come possibile giustificazione dell'aiuto pubblico, ai sensi dell'art. 87.2.b del Trattato).

Infine, in materia di concentrazioni è stata accolta, nel diritto antitrust europeo, la *failing firm defense*, ma in una versione piuttosto restrittiva, che pone a requisito dell'autorizzazione dell'operazione non solo l'effettivo e irreversibile stato di crisi aziendale dell'impresa acquisita, ma anche l'ineluttabilità dell'effetto di mercato che l'operazione realizza (occorre provare che qualsiasi soluzione più favorevole allo sviluppo concorrenziale del mercato sia concretamente inattuabile)¹³.

Può osservarsi, in conclusione, che il diritto antitrust europeo prevede soluzioni appropriate per situazioni di crisi aziendali individuali o per crisi di settore, ma non prevede alcunché per le situazioni di crisi economica generale (salvo la previsione in materia di aiuti, già citata, riguardante il "grave turbamento dell'economia di uno Stato membro").

A ciò si aggiunga che la modernizzazione del diritto antitrust comunitario, entrata in vigore nel 2003, è figlia di un periodo di grande sviluppo e di prevalente ideologia neoliberista, e non si pone neanche il problema della possibile sopravvivenza della figura del "cartello di crisi" nel nuovo quadro normativo, che prevede una esenzione *ex lege* delle intese che rispettino i requisiti dell'art. 81 § 3 del Trattato. E ciò senza considerare che una procedura di *self-assessment* può essere una soluzione razionale ed efficiente se attuata da imprese efficienti e prospere, mentre si presenta molto meno credibile se attuata da imprese che si trovano in condizioni di emergenza o di vera e propria crisi strutturale di settore.

3. La crisi attuale ha investito gli ordinamenti dei paesi capitalistici in una fase storica in cui le norme antitrust, pur scontando le perenni incertezze nell'individuazione dei principi ispiratori, si trovavano in una fase di espansione, a livello comparatistico, e – per altro verso – in

¹³ Cfr. anche qui, da ultimo, VAN BAEL & BELLIS (nt. 11), 784 ss.

una fase di allentamento applicativo evidente, in un quadro ideologico iperliberistico, proprio negli Stati Uniti¹⁴.

La reazione alla crisi, da parte del potere politico statunitense, sembra finora molto diversa da quella dei tempi della Grande Depressione. E' certamente vero che lo Stato è intervenuto massicciamente per il salvataggio di imprese in crisi, non solo nel settore bancario¹⁵. Ma è anche vero che il messaggio politico, lanciato dalla presidenza Obama attraverso la nomina di Christine Varney alla direzione dell'Antitrust Division, e le dichiarazioni programmatiche da costei effettuate, è stata di segno contrario al *laissez-faire*, ed anzi palesemente rivolta a dare un messaggio di inversione di tendenza rispetto alla tendenza permissiva degli anni recenti.

L'impatto sul diritto antitrust europeo è stato apparentemente più vistoso, ma per la sola ragione che qui la disciplina degli aiuti di Stato è parte integrante del diritto antitrust.

La grave crisi finanziaria mondiale, apertasi nell'autunno del 2008, ha creato un clima di emergenza, nel quale alcuni stati membri hanno pensato di dovere immediatamente intervenire, in primo luogo per il salvataggio di banche in difficoltà. La reazione della Commissione è stata quella di autorizzare rapidamente, mediante una sorta di sanatoria, questi interventi¹⁶. La Commissione è anche subito intervenuta con una Comunicazione sugli aiuti di Stato a favore delle banche in crisi¹⁷, cui ha fatto seguito una seconda comunicazione sulla ricapitalizzazione delle banche e imprese finanziarie in crisi¹⁸.

¹⁴ Cfr. R.PERITZ, *The Roberts Court after two years: Antitrust, Intellectual Property Rights, and Competition Policy*, in *Giur.comm.*, 2008, I, 1028 ss.

¹⁵ Cfr. G.NAPOLITANO, *Il nuovo "Stato salvatore": strumenti di intervento e assetti istituzionali*, in www.side-isle.it (ottobre 2008).

¹⁶ Cfr. COMM.CE, Case n. 507/2008, *Financial Support Measures to the banking Industry in the UK*, Dec. 13 ottobre 2008 (in *G.U.CC.EE.*, C 290 del 13 novembre 2008), a cui hanno fatto seguito diverse decisioni parallele.

¹⁷ COMM.CE, Comunicazione su *The application of State aid rules to measures taken in relation to financial institutions in teh context of the current global financial crisis*, in *G.U.CC.EE.*, C 270 del 25 ottobre 2008.

¹⁸ COMM.CE, Comunicazione su *The recapitalisation of financial institutions in the current financial crisis: limitation of aid to the minimum necessary and safeguard against distortion of competition*, Bruxelles, 5 dicembre 2008 [C(2008) 8259].

La posizione della Commissione è stata nel senso che la gravità della crisi giustifica ampi interventi di sostegno alle banche, perché altrimenti anche banche sane potrebbero trovarsi in difficoltà nel concedere credito, con il risultato di provocare una grave recessione di tutta l'economia.

La Commissione ha però dichiarato di volere prevenire fenomeni distorsivi della concorrenza, sia nei rapporti fra i diversi Stati membri (evitare che qualcuno di essi conceda aiuti più elevati rispetto a quelli di altri Stati), sia nei rapporti fra banche (evitare che le banche sane siano trattate allo stesso modo delle banche che si trovano in difficoltà per loro responsabilità). Ha perciò sancito che le misure di aiuto adottate siano proporzionate e temporanee, sì da prefigurare un ritorno alla normalità del mercato. In tale contesto, la Commissione ha espresso una raccomandazione agli Stati perché gli apporti di capitale dati alle banche in difficoltà siano remunerati a tassi di mercato, che devono anche tenere conto del differente grado di rischio che può essere insito nelle diverse operazioni di intervento a sostegno. Occorre anche che le misure di aiuto prevedano possibilità di rapida uscita dello Stato dal capitale delle banche, nel momento in cui si ripresentino condizioni di normalità¹⁹.

¹⁹ In coerenza con queste indicazioni, anche lo Stato italiano è intervenuto con la previsione delle nuove obbligazioni bancarie speciali, c.d. Tremonti *bond* (art. 12, d.l. 28 novembre 2008, n. 185, conv. con l. 28 gennaio 2009, n. 2), che sono una nuova figura di strumenti finanziati convertibili in azioni, emessi dalle banche e sottoscritti dallo Stato, nei limiti di una certa percentuale (normalmente il 2%) dell'attivo patrimoniale della banca emittente. Le condizioni dell'emissione sono state precisate con un decreto ministeriale del 25 febbraio 2009, e sono abbastanza stringenti (comprendono, per esempio, impegni ad attuare una politica del credito efficiente a favore delle p.m.i. all'adozione di un codice etico). E' garantita altresì una remunerazione piuttosto elevata, rispetto ai rendimenti di mercato. Al di là del primo impatto si deve però notare che la legge istitutiva prevede che le obbligazioni bancarie speciali possano dare interessi condizionati al conseguimento di utili e possano essere convertite (ciò che costituisce una novità assoluta, sul piano normativo) su richiesta dell'emittente, e non del sottoscrittore.

E' dunque abbastanza evidente che l'assunzione di rischio, da parte dello Stato, va ben oltre quello che potrebbe essere il criterio di comportamento di un "investitore privato".

Ma in ogni caso tutta l'attuale vicenda della ricapitalizzazione delle banche da parte degli Stati membri dimostra come il criterio dell'investitore privato sia stato largamente derogato, non solo per ciò che attiene all'assunzione del rischio, ma soprattutto per ciò che attiene al reperimento delle risorse utilizzate nelle operazioni di salvataggio, che solo l'esercizio del potere politico (e del relativo prelievo d'autorità sulla cittadinanza attraverso l'indebitamento pubblico poteva realizzare).

A parte le misure relative agli aiuti a favore delle banche e delle imprese finanziarie, la Commissione, con lodevole tempestività, è intervenuta poi a tracciare un quadro di intervento dell'Unione Europea su tutti gli aspetti della crisi in atto. E' stato così adottato il c.d. *Recovery Plan* del 26 novembre 2008²⁰, che prevede un piano organico di interventi, comprendente misure urgenti per rilanciare la domanda²¹, ma anche obiettivi di politica industriale (per esempio interventi a sostegno della diffusione della c.d. banda larga nelle comunicazioni elettroniche), nonché raccomandazioni per la liberalizzazione dei nuovi investimenti da parte delle imprese.

A questo documento ha fatto seguito una Comunicazione di carattere generale in tema di aiuti alle imprese²², intitolata "*Quadro di riferimento temporaneo comunitario*"²³. La comunicazione prende atto realisticamente della circostanza che la crisi finanziaria rende necessario un ricorso agli aiuti di Stato ben più ampio di quello che si era ammesso negli anni precedenti. Da qui, in primo luogo, un innalzamento della soglia *de minimis* (portata a 500.000 €), ma anche una raccomandazione agli Stati a fare largo uso delle forme di aiuto ammesse *ope legis*, in primo luogo gli aiuti diretti (non discriminatori) ai consumatori.

La Commissione ritiene di dovere poi fare uso del suo potere discrezionale con riferimento ad uno dei casi previsti dall'art. 87 CE, cioè quello del "grave turbamento" alle economie nazionali. Da qui alcune dichiarazioni di intenzione, in termini di *soft law*, circa un'applicazione più elastica delle norme sugli aiuti (anche rispetto a quanto previsto nelle esenzioni per categoria). Nuovi massimali sono

²⁰ COMM.CE, Comunicazione su *Un piano europeo di ripresa economica*, del 26 novembre 2008, COM(2008) 800.

²¹ Anche in questo campo lo Stato italiano è rapidamente intervenuto, disponendo incentivi all'acquisto diretti a favore dei consumatori (art. 1, d.l. 28 novembre 2008, n. 185, conv. con l. 28 gennaio 2009, n. 2; artt. 1 e 2, d.l. 10 febbraio 2009, n. 5).

²² COMM.CE, *Comunicazione della Commissione – Quadro di riferimento temporaneo comunitario per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'accesso al finanziamento nell'attuale situazione di crisi finanziaria ed economica* (2009/C 16/01) del 22 gennaio 2009. La Comunicazione di gennaio ha già avuto alcune correzioni con una successiva Comunicazione del 25 febbraio 2009.

²³ Per un primo commento v. C.BUZZACCHI, *Crisi finanziaria e deroghe alla disciplina comunitaria sugli aiuti di Stato*, in *Amministrazione in cammino* (rivista telematica), marzo 2009.

indicati per le garanzie a favore delle imprese e per i contributi in conto interessi. La Commissione tenta però di trasmettere anche segnali di continuità, sottolineando la temporaneità di queste misure e poi lanciando una indicazione di particolare favore per l'autorizzazione di nuovi aiuti destinati a favorire la produzione di "prodotti verdi" (cioè ecologicamente compatibili).

Come segnale politico, ancora più importante è quello espresso dalla *Comunicazione della Commissione relativa all'applicazione della normativa in materia di aiuti di Stato da parte dei giudici nazionali*²⁴, dell'aprile 2009. Con questa si esprime un orientamento netto è nel senso di favorire il *private enforcement* contro gli aiuti di Stato illegittimi, in parallelismo con quanto già realizzato, a livello più avanzato, per il *private enforcement* contro intese illecite e abusi di posizione dominante.

Sarebbe dunque precipitosa una conclusione, che presentasse l'antitrust comunitario come un istituto in rotta, di fronte all'avanzata incontrollabile del dirigismo dei singoli Stati²⁵. Tanto più questa impressione è poi contrastata, se si guarda ai profili di diritto antitrust diversi da quello degli aiuti. Qui, anzi, l'attivismo della Commissione sembra non aver subito alcun freno, a seguito della crisi. Non solo si è registrata la condanna record di 1.06 miliardi di € a carico di Intel, per abuso di posizione dominante²⁶, ma si è anche prospettata una nuova condanna per abuso di posizione dominante a carico di Microsoft, stavolta per comportamenti escludenti nei confronti dei concorrenti di MS Internet Explorer²⁷. Per fare qualche altro esempio recente: è stata irrogata un'ammenda di 20 milioni di € ad Electrabel, per una concentrazione non autorizzata²⁸, e si è aperto un procedimento per intesa illecita nei confronti di diverse compagnie aeree²⁹ (quindi in un settore particolarmente colpito dalla crisi, e spesso destinatario di

²⁴ In G.U. C 85 del 9 aprile 2009.

²⁵ Per una equilibrata valutazione positiva della politica seguita dalla Commissione, in risposta agli impatti iniziali della crisi finanziaria, v. V.GIGLIO, *Gli aiuti di Stato alle banche nel contesto della crisi finanziaria*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2009, 23 ss.

²⁶ V. il comunicato stampa della Commissione del 13 maggio 2009.

²⁷ V. il comunicato stampa della Commissione del 12 giugno 2009.

²⁸ V. il comunicato stampa della Commissione del 10 giugno 2009.

²⁹ V. il comunicato stampa della Commissione del 20 aprile 2009.

trattamenti di favore da parte delle politiche di concorrenza nazionali).

Tutti i segnali politici, a livello europeo, sembrerebbero dunque orientati nel senso di una sostanziale continuità delle norme di concorrenza, fatte salve le temporanee aperture in materia di aiuti di Stato.

Segnali della stessa natura sembrano provenire dai governi e dalle autorità antitrust nazionali. La relazione del presidente Catricalà, del 16 giugno scorso, è stata lodata per le critiche avanzate nei confronti di Governo e Parlamento; ma queste critiche si riferivano a passi indietro, nei processi di liberalizzazione, che solo indirettamente possono essere collegati alla crisi economica; e comunque denotano una dichiarata volontà della nostra AGCM di applicare le norme antitrust senza deroghe particolari dovute alla crisi, salvo che queste siano imposte dal legislatore, come finora è avvenuto nel solo caso Alitalia³⁰.

Non mi risulta, poi, che deroghe emergenziali alle norme antitrust generali (intese, abusi, concentrazioni) siano state adottate in alcun paese dell'Unione europea. Per trovare una disciplina di emergenza a favore dei cartelli di crisi si deve andare, per quanto a mia conoscenza, in Corea³¹.

³⁰ Rispetto al quale la deroga alle norme generali, pur vistosa e discutibile (anche per profili non riguardanti il diritto antitrust), è stata meno penetrante di quanto comunemente si è ritenuto, perché l'AGCM è stata pur sempre investita del potere-dovere di dettare prescrizioni, atte a limitare gli effetti anticoncorrenziali dell'operazione; ed ha poi concretamente esercitato questo potere, pur evitando di porre intralci pesanti allo svolgimento dell'operazione.

La vicenda, innescata dal d.l. 28 agosto 2008, n. 134, può essere letta come espressione della volontà del governo di spostare sul piano legislativo una soluzione che sarebbe stata sostanzialmente possibile – ma con il corredo di rischi giudiziari, potenziali responsabilità e qualche limite normativo ulteriore – anche con l'applicazione delle norme antitrust ordinarie, e in particolare del (mai finora applicato) art. 25, l. 10 ottobre 1990, n. 287.

Su tutta la vicenda v. G.OLIVIERI – A.PEZZOLI, *L'antitrust e le tentazioni della crisi*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2009, 11 ss.

³¹ Cfr. H.S.HARRIS jr. - P.WANG – S.WATANABE, *China: Korea Considers Antitrust Exemptions for Certain Cartels to Assist Economic Recovery*, in www.mondaq.com (Jan. 2009).

4. Questi dati non devono essere, tuttavia, sopravvalutati, e non possono indurre ad esprimere un giudizio sostanzialmente opposto a quello di senso comune, e cioè ad affermare che la risposta alla crisi economica, da parte delle politiche di concorrenza, consista nel continuare come se nulla fosse, o addirittura nell'incrementare l'attivismo.

Certe volte si leggono affermazioni di questo tipo, secondo cui un'attiva politica antitrust è uno dei mezzi migliori per uscire rapidamente dalla crisi. Ma mi sembrano affermazioni rituali, prive di serie verifiche empiriche. Se invece si guarda alle riflessioni più serie e meditate, sull'argomento, si vede che il problema esiste, e che i segnali finora avvertiti in Europa non coprono tutti gli aspetti significativi del problema: la crisi non è ancora finita, e certi cambiamenti, nelle politiche di concorrenza, possono realizzarsi anche senza clamore e senza dichiarazioni ufficiali.

In particolare, sembra esserci largo – seppure spesso solo implicito - consenso su un'affermazione di principio, secondo cui i principi di tutela della concorrenza devono ritenersi subordinati ai vincoli di carattere macroeconomico e quindi devono essere adattati o derogati quando interferiscano con misure necessarie ai fini della stabilità complessiva del sistema economico³². La tutela della concorrenza, come del resto qualsiasi altro valore o principio, non può essere assolutizzata e dev'essere invece temperata con la tutela di altri valori o principi, quando entri in conflitto con essi.

5. Su queste premesse, vorrei ora commentare due scritti recenti in argomento.

Il primo, già citato³³, è di John Fingleton, direttore dell'*Office of Fair Trading* britannico. In questo scritto alcune conclusioni sono un po' sfocate, come quella che auspica che le autorità antitrust siano "flessibili e pragmatiche"³⁴; altre sono sagge (almeno a mio avviso),

³² Così, testualmente, M.KATZ – A.BANICEVIC – J.DINNING, *Antitrust in a Financial Crisis – A Canadian Perspective*, in www.antitrustsource.com (Apr. 2009).

³³ V. nota 1.

³⁴ Cfr. J.FINGLETON (nt. 1), 18.

benché generiche, come quella che auspica che le autorità svolgano una più intensa attività di *advocacy*, anziché concentrarsi su procedimenti sanzionatori³⁵. Al di là di ciò, emerge però dal saggio una posizione netta: le norme antitrust devono essere praticamente sospese nei mercati bancari e finanziari, perché, in tempi di crisi, l'obiettivo di stabilità di questi settori diviene primario e solo la continuità dei flussi creditizi e finanziari può consentire alle imprese di tutti gli altri settori di affrontare in modo efficiente il gioco della concorrenza nei rispettivi mercati. Se questi flussi sono invece garantiti, i meccanismi concorrenziali possono realizzare al meglio la loro funzione anche in tempi di crisi, ed anzi la crisi può essere volta in positivo, perché *“una recessione può facilitare una incisiva crescita della produttività nel medio periodo”* e *“il raffreddamento dell'economia tende a spingere fuori dal mercato gli operatori meno efficienti”*³⁶. Se poi si determinassero situazioni di vera emergenza in qualche settore, la soluzione preferibile sarebbe quella dell'aiuto di Stato, straordinario e temporaneo, rispetto a quella della legittimazione di cartelli di crisi.

Questa posizione ha probabilmente un punto debole, consistente nell'ipotizzare che, in tempi di crisi, i mercati creditizi e finanziari, le cui imprese sarebbero (sia pure eccezionalmente e temporaneamente) protette per prevenire effetti espansivi della crisi, possano funzionare in maniera perfetta, selezionando le imprese caratterizzate da maggiore efficienza produttiva nel lungo periodo. E' ragionevole supporre invece che la crisi comporti inevitabilmente inefficienze nei flussi creditizi e finanziari, derivanti dalla pressione di rapporti d'interesse preesistenti.

Del resto, la conclusione principale di Fingleton sembra avere il valore di un auspicio, più che di un reale programma d'azione, perché altrimenti non si spiegherebbe l'affermazione circa la necessità che le autorità di concorrenza siano flessibili e pragmatiche.

Una analisi simile, anche se parzialmente diversa, è presentata in un altro saggio recentissimo, di Gustavo Olivieri e Andrea Pezzoli³⁷.

³⁵ Cfr. J.FINGLETON (nt. 1), 19.

³⁶ Cfr. J.FINGLETON (nt. 1), 11.

³⁷ G.OLIVIERI – A.PEZZOLI, (nt. 29), 1 ss.

La differenza più significativa sta nell'assunto secondo cui, in tempi di crisi economica, la concentrazione fra imprese può essere la risposta più efficiente ai problemi insorti. Da qui l'affermazione – a mio avviso condivisibile - secondo cui, nella valutazione delle operazioni di concentrazione, si dovrebbero superare, in tempi di crisi economica, le strette maglie della *failing firm defense*³⁸. In questa prospettiva, l'art. 20, comma 5-bis, della legge 287/90, che detta una norma speciale per le concentrazioni bancarie, consentendone l'autorizzazione anche quando creino posizioni dominanti, ma in contempo garantiscano la stabilità del sistema, diventa una norma esemplificativa di un criterio di valutazione delle concentrazioni che potrebbe avere applicazione generale. In altri termini, tutte le volte in cui la concentrazione sia una alternativa ragionevole alla pura e semplice perdita di capacità produttiva, conseguente ad una crisi d'impresa, essa può essere autorizzata, senza dover sottostare alle strette maglie della *failing firm defense* (prova della mancanza di soluzioni alternative; prova del fatto che la domanda si sarebbe comunque spostata a favore dell'impresa acquirente).

Le regole antitrust speciali per i tempi di crisi dovrebbero però fermarsi qui. Nessuna deroga si giustificerebbe, invece, per ciò che riguarda intese ed abusi. Per le situazioni di emergenza, anche secondo Olivieri e Pezzoli, sarebbe preferibile una disciplina straordinaria di aiuti di Stato, rispetto ad una legittimazione straordinaria di cartelli di crisi.

Anche questa posizione, tuttavia, presta il fianco ad una perplessità. L'esito della proposta è quello di favorire oltremodo i processi di concentrazione, ostacolando soluzioni provvisorie di conservazione della struttura del mercato ed agevolando, invece, la perdita di indipendenza delle imprese più deboli. Può però avvenire, soprattutto in tempi di crisi e di contrazione della domanda, che le imprese destinate a questa sorte siano quelle meno dotate di sostegno finanziario, ma non necessariamente le imprese meno efficienti e meno innovative. Così pure, può più facilmente accadere che

Un approccio simile può vedersi in G.ADDY – A.BANICEVIC – M.KATZ, *Antitrust Legislation and Policy in a Global Economic Crisis – A Canadian Perspective*, in *GCP – The Online Magazine for Global Competition Policy* (Dec., 15, 2008).

³⁸ G.OLIVIERI – A.PEZZOLI (nt. 29), 7.

l'operazione di concentrazione, in un mercato già oligopolistico o comunque di concorrenza imperfetta, si traduca non nella conservazione, bensì nella perdita di una certa capacità produttiva differenziata, che potrebbe essere garantita dalla conservazione di una impresa indipendente.

Ancora, il favore che viene espresso, di fronte alle situazioni di emergenza, per la soluzione dell'aiuto di Stato rispetto alla soluzione del cartello di crisi, mi sembra trascurare – a parte i problemi strettamente politici e di finanza pubblica - i pericoli che derivano dal rafforzamento di legami politico-clientelari, legati alla gestione dell'aiuto, e le conseguenti spinte all'inefficienza e alla collusione, che facilmente si determinano nei settori sovvenzionati.

In altri termini, se soluzioni di emergenza devono giustificarsi, per l'insorgere della crisi economica, l'ostilità di principio verso accordi economici collettivi temporanei, volti a difendere la struttura di un mercato nel periodo di crisi, sembra fondarsi soprattutto su ragioni ideologiche. In ultima analisi, un accordo fra imprese può esser un ostacolo più fragile e precario, ai fini del ripristino di una concorrenza effettiva nel settore, di quanto non sia l'instaurarsi di meccanismi di scambio politico, alimentati da regimi di sovvenzione pubblica delle imprese operanti nel settore medesimo.

Il problema più grave, come si è già accennato, sta nella difficoltà di conciliare l'eccezionalità degli accordi di crisi con la disciplina di *self-assessment* delle intese e con la relativa segretezza dell'accordo. L'eccezionalità della misura richiederebbe invece regole di trasparenza e qualche forma di controllo preventivo da parte dell'Autorità antitrust. Il criterio di valutazione fondamentale dovrebbe essere costituito dalla capacità dell'accordo di conservare un'offerta differenziata di beni e servizi, che rischierebbe di perdersi per effetto del trauma finanziario in corso, e quindi di beneficiare il consumatore, almeno sotto il profilo della conservazione di una maggiore libertà di scelta. Altro vantaggio del controllo preventivo sarebbe quello di imporre alle imprese di limitare l'accordo alle clausole effettivamente indispensabili per evitare gli impatti negativi della crisi congiunturale, evitando una cartellizzazione più spinta.

Il Regolamento 1/03 contiene, in effetti, strumenti idonei, almeno in astratto, a soddisfare queste esigenze. Mi riferisco, in primo luogo, alla procedura di “constatazione di inapplicabilità” dei divieti di cui agli artt. 81 e 82, prevista dall’art. 10 del Regolamento, ed attivabile eccezionalmente, per ragioni di interesse pubblico comunitario. Nel diritto interno, non essendo stata formalmente abrogata la disciplina dell’autorizzazione in deroga, la possibilità di un controllo preventivo degli accordi di crisi sarebbe, in astratto, ancora più facile.

Vincenzo Calandra Bonaura

"Crisi bancarie, effetti sistemici e interventi pubblici: qualche spunto per una riflessione"

(ODC – Roma, 20 giugno 2009)

Scopo del mio intervento è unicamente quello di segnalare spunti di riflessione che potrebbero essere opportunamente sviluppati nel prossimo convegno dell'Associazione, suggeriti dalla grave crisi che ha coinvolto il sistema bancario e dagli interventi pubblici che sono stati adottati nei diversi Paesi per evitare o prevenire gli effetti sistemici della crisi bancaria.

1. Un primo spunto viene dalla constatazione che le crisi più gravi e gli interventi più invasivi sono avvenuti negli Stati Uniti e nel Regno Unito i cui mercati erano tradizionalmente ritenuti più efficienti e dove più accentuata era la tendenza alla *deregulation*. E', infatti, inevitabile aprire una riflessione in merito alla persistente validità di alcuni dei postulati su cui si sono fondate le teorie favorevoli ad una piena liberalizzazione del mercato bancario e, più in generale, ripensare al rapporto dialettico tra stabilità e mercato.

a) Il mito della capacità del mercato di autoregolarsi si è rilevato decisamente più illusorio e pericoloso per i mercati finanziari di quanto non lo sia l'economia reale. La pressione del mercato all'ottenimento di risultati di breve periodo ha spinto gli amministratori di banche ad assumere strategie sempre più aggressive e rischiose di immediata valorizzazione delle azioni in evidente contrasto con obiettivi prudenziali e di mantenimento della stabilità e della crescita di valore nel tempo.

La vicenda dei *subprime*, che ha costituito il fattore scatenante della crisi finanziaria, e l'illusione di poterne "socializzare" i rischi attraverso la distribuzione dei relativi titoli tossici ne costituiscono una dimostrazione evidente. Ma vorrei anche ricordare le pressioni esercitate da analisti e fondi *hedge*, sotto la bandiera dell'efficienza della struttura del capitale, per spingere gli ammi-

nistratori a redistribuire valore attraverso l'acquisto di azioni proprie e ad incrementare l'indebitamento in funzione della crescita dell'utile per azione.

Il compito di chi voglia introdurre nuove regole prudenziali non si profila agevole come dimostra la resistenza che le banche americane (tra l'altro le più colpite dalla crisi) stanno opponendo alle intenzioni emergenti a livello governativo di regolamentare il gigantesco mercato dei derivati.

- b)** Il rapporto tra regole di stabilità e regole di mercato basato sul controllo dei rischi correlato a coefficienti patrimoniali non ha dimostrato di funzionare in modo efficiente.

Parafrasando la metafora del *metal detector* utilizzata da Macey e Miller nel loro volume *Banking law and regulation* (per spiegare che la regolamentazione bancaria debba essere tarata come un *metal detector*, sufficientemente sensibile da bloccare chi porta materiali pericolosi, ma non tanto sensibile da bloccare il passaggio e creare lunghe file e disagi ai passeggeri) si può constatare come, soprattutto nei paesi a finanza più avanzata, il livello della taratura sia stato abbassato, in modo tale da consentire il passaggio dei materiali più pericolosi e tossici. Occorre una profonda revisione della regolamentazione dei mercati finanziari che introduca meccanismi più adeguati di controllo e monitoraggio dei rischi, impedisca la crescita abnorme di prodotti finanziari sottratti ad ogni forma di controllo e privi di efficienti modelli di valutazione, imponga metodologie e sistemi di controllo capaci di adattarsi all'elevata globalizzazione dei mercati finanziari, evitando quell'effetto di contagio e di propagazione della crisi che la disomogeneità delle regole e la frammentazione dei controlli hanno prodotto con una impressionante rapidità.

Non è certamente una novità che anche a livello di Unione Europea convivono metodologie di controllo dei rischi e sistemi di calcolo dei coefficienti patrimoniali notevolmente diversi e manca un'autorità sovraordinata cui sia affidato il controllo, con criteri omogenei, sul comune mercato bancario.

- c)** La crisi ha fatto vacillare anche il mito secondo il quale la *public company* costituisce il modello ideale per le banche di rilevanti dimensioni.

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

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

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

Sotto questo profilo, non credo che si possa più sostenere che la presenza delle fondazioni bancarie nel capitale delle nostre banche, non più in veste di controllanti, ma di investitori istituzionali di lungo periodo, costituisce una anomalia. Da un lato non ha impedito l'apertura al mercato ed una rapida crescita, anche sul piano competitivo, dei nostri maggiori istituti; dall'altro, ha rappresentato un importante fattore di sostegno e di stabilità che ha consentito di supplire ad un intervento pubblico decisamente più tardivo e meno consistente di quello che si è verificato negli altri maggiori paesi europei.

2. Secondo profilo che offre notevoli spunti di riflessione è rappresentato dall'analisi delle modalità con le quali l'intervento pubblico si è venuto realizzando nelle esperienze degli Stati Uniti e dei principali Paesi europei per valutarne le conseguenze sul piano degli assetti proprietari e della *governance* e del grado di pubblicizzazione del sistema anche sotto il profilo della funzionalizzazione dell'attività al perseguimento di finalità di pubblico interesse.

a) Per quanto riguarda il primo aspetto, va precisato che l'intervento diretto nel capitale delle banche è avvenuto in quei paesi e in quelle situazioni nelle quali la crisi ha assunto connotati di particolare gravità e ha richiesto una urgente capitalizzazione.

Non ha avuto modo di approfondire le modalità con cui questo è avvenuto negli Stati Uniti in quanto, dal punto di vista legislativo, l'autorizzazione data dal Congresso consente al Tesoro di intervenire con lo strumento ritenuto più idoneo senza legare l'intervento a modalità predeterminante. Per poter valutare il modo con il quale questa impostazione programmatica si è tradotta nelle diverse operazioni di salvataggio o di sostegno effettuate a favore del sistema bancario occorrerebbe analizzare il contenuto dei singoli interventi di cui conosco soltanto gli importi aggregati.

La situazione è, inoltre, in continua evoluzione come dimostra il piano di *equity swap* lanciato recentemente da Citigroup ad esito del quale il governo USA dovrebbe acquisire il 34% delle azioni ordinarie convertendo le attuali azioni privilegiate.

In ogni caso gli interventi sul capitale si fondano sul principio della *temporary public ownership* con l'intento di una restituzione della proprietà al mercato appena ve ne siano le condizioni.

Al medesimo principio è ispirata la previsione contenuta nella Sect. 12 del Banking Bill inglese che ha consentito la ricapitalizzazione di Bank of Scotland e di Halifax Bank of Scotland. In precedenza, il Governo Britannico era già intervenuto, in via d'urgenza, con il Banking Special Provisions Act del 21 febbraio 2008, che aveva autorizzato la nazionalizzazione della Northern Rock e il trasferimento coattivo di depositi di clienti *retail* di altri istituti di credito in crisi tramite aggiudicazione a diversa banca effettuata attraverso asta pubblica.

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

La capitalizzazione effettuata dal Governo Britannico, e attualmente gestita da una società (*UK Financial Investment Ltd.*) interamente posseduta dal Tesoro, si è realizzata tramite la sottoscrizione di azioni ordinarie e di azioni privilegiate che ha consentito al Governo di acquisire circa il 70% del capitale di RBS e il 44% del capitale di Lloyds TSB che ha, nel frattempo, assorbito HBOS. All'acquisizione di una posizione di controllo non si è fatto corrispondere, peraltro, un diritto alla nomina della maggioranza degli amministratori: al Governo è stato riservato unicamente il diritto

di nomina di alcuni amministratori indipendenti (tre in RBS e due in Lloyds TSB), diritto che si ridurrà numericamente o verrà meno del tutto nel momento in cui la partecipazione pubblica dovesse scendere al di sotto di determinate soglie. La diretta influenza dello Stato sulla gestione (quanto meno quella che si esercita tramite l'organo di governo della società) viene, in tal modo, limitata con clausole di segno opposto a quelle su cui si era espressa negativamente la giurisprudenza della Corte di Giustizia in materia di *golden share* e di poteri speciali dei governi in cui veniva messa in rilievo, come fattore distorsivo, la mancanza di proporzionalità tra il diritto esercitabile dallo Stato e l'entità della partecipazione (v. la giurisprudenza della Corte nel caso Federconsumatori / AEM / Comune di Milano del 6/12/2007 che ha ravvisato un contrasto con il disposto dell'art. 56 del Trattato CE nell'attribuzione allo Stato o ad un ente pubblico del potere di nomina diretta di una parte degli amministratori ai sensi dell'art. 2449 c.c. quando tale diritto, sommandosi a quelli ottenibili tramite la partecipazione al voto assembleare, consente allo Stato o all'ente pubblico di "godere di un potere di controllo sproporzionato rispetto alla sua partecipazione nel capitale" della società).

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

Il piano di rifinanziamento delle banche francesi, approvato dalla Commissione Europea il 30/10/2008, ha previsto, oltre ad apporti di liquidità sotto forma di prestiti, la creazione di un *plafond* di 40 Md a disposizione di una società di proprietà dello Stato e finanziata con fondi pubblici (*Société de prise de participation del l'État - SPPE*) che ha sottoscritto nel mese di dicembre titoli super - subordinati (TSS) per 10.5 Md, mentre una seconda tranche, del medesimo importo, è aperta fino al 31/08/2009 con possibilità per le

banche di utilizzarla con l'emissione dei medesimi titoli subordinati o di azioni privilegiate senza diritto di voto.

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

Data la modalità prescelta, l'intervento francese non comporta una presenza pubblica negli organi di governo delle banche beneficiarie e una diretta influenza interna sulla *governance* e sulla gestione.

Ho ritenuto opportuno illustrare brevemente il contenuto dei piani di ricapitalizzazione attuati in Gran Bretagna e in Francia poiché, avendo ottenuto per primi l'avallo della Commissione Europea, hanno rappresentato i modelli di riferimento anche per gli altri Paesi europei. Come si può constatare, diverse sono le modalità di intervento pubblico e differenti sono gli effetti sul piano degli assetti proprietari e della *governance* delle banche. Può apparire strano che il modello più invasivo sia quello inglese (anche perché non consente di formulare previsioni sicure né prevede specifici meccanismi di incentivo che garantiscano la temporaneità dell'intervento, legata alla possibilità di ricollocare le azioni sul mercato così come avvenuto nella crisi bancaria scandinava degli anni '90), ma ciò è dovuto alla diversa gravità della crisi che ha connotato il piano inglese più dei caratteri del salvataggio che di quelli di un rafforzamento dei coefficienti patrimoniali a sostegno della capacità di credito delle banche. E', peraltro, notizia di questi giorni che, come peraltro sta avvenendo per le banche americane, Lloyds Group ha iniziato a rimborsare l'intervento del Tesoro con i proventi di un aumento di capitale ad esito del quale, comunque, la quota di capitale in mano al Governo britannico resterà sostanzialmente invariata.

Il modello francese è stato seguito in altri paesi europei come l'Italia e l'Austria, seppure con differenti connotati: la principale differenza è nella previsione della conversione in azioni ordinarie con diritto di voto e, nel caso austriaco, la conversione può in talune ipotesi avvenire ad iniziativa del governo. Mentre in Germania, nel cui sistema bancario permane, peraltro, una significativa presenza pubblica, l'intervento diretto dello Stato nel capitale di banche private si è reso necessario per fare fronte alla profonda crisi di Hypo Real Estate (che ha ricevuto aiuti pubblici per oltre 100 miliardi di euro ed è stata sostanzialmente nazionalizzata) e alle difficoltà di Commerzbank conseguenti anche all'acquisizione di Dresdner Bank.

Vale la pena di notare che, accanto agli interventi di ricapitalizzazione, in quasi tutti i principali paesi europei sono stati effettuati interventi pubblici di natura finanziaria diretti a sostenere la provvista e la liquidità delle banche, quali le garanzie statali sulle emissioni obbligazionarie o sulle passività e l'acquisizione di attivi illiquidi o problematici (es. i titoli derivanti dalla cartolarizzazione di mutui immobiliari). Si tratta di uno strumentario di interventi, in parte previsti anche dal nostro D.L. 185 del 2008, ma non utilizzati, che non hanno una diretta influenza sugli assetti proprietari salvo che una evoluzione negativa dell'andamento delle banche che fruiscono del sostegno finanziario non porti a modificarne la natura.

- b)** Il secondo profilo di pubblicizzazione, che ho definito di funzionalizzazione dell'attività, è costituito dalle condizioni relative alla gestione delle banche al cui rispetto l'intervento pubblico viene subordinato.

Caratteristica comune degli interventi di sostegno sopra menzionati è la previsione di *covenants* che impegnano le banche che beneficiano dell'apporto finanziario pubblico:

- a perseguire determinati obiettivi di sostegno dell'economia attraverso il mantenimento dei livelli precedenti o di crescita dei prestiti (ed in particolare di quelli erogati alle imprese minori e alla famiglia) e il finanziamento di iniziative industriali in conformità a linee guida stabilite dal Governo;

- a prevedere adeguate forme di aiuto alle categorie più deboli o più colpite dalla crisi (es. l'impegno a non procedere esecutivamente nei confronti dei mutuatari inadempienti appartenenti a determinate categorie)
- a dare priorità al rafforzamento dei mezzi propri nella destinazione dei risultati dei prossimi esercizi;
- ad assumere impegni di carattere etico riguardo alla remunerazione dei dirigenti.

La ragione politica di questi *covenants* è quella di non concepire l'intervento pubblico unicamente come salvataggio della banca in crisi o come sostegno ad un sistema bancario in difficoltà, ma anche come strumento per garantire un sostegno all'economia del Paese anche con sacrificio degli interessi degli azionisti privati.

I problemi che queste condizioni di accesso all'intervento pubblico, che si traducono nella stipula di apposite convenzioni o protocolli d'intesa, pongono sul piano giuridico riguardano le modalità di controllo del loro rispetto, l'*enforcement* degli impegni assunti e le sanzioni in caso di inadempimento. E' sulla base della risposta a questi problemi che si può valutare l'effettiva capacità degli impegni richiesti di condizionare l'attività bancaria o, viceversa, la loro sola valenza di "manifesto" che esaurisce la sua funzione nel dotare l'intervento pubblico di una giustificazione politica. Nei provvedimenti adottati nei vari Stati cui ho fatto riferimento viene preso in considerazione unicamente l'aspetto del controllo (v. ad es. il controllo prefettizio previsto dalla disciplina dei "*Tremonti bonds*") e, sotto questo profilo la disciplina francese sembra essere la più interessante. Essa fa riferimento ad una istituzione già esistente nell'esperienza francese, l'ufficio del "*mediateur du credit*", già professionalmente abilitato a svolgere un ruolo di mediazione tra banche e utenti del credito e al quale viene attribuito un più ampio ruolo di garanzia obbligando le banche a collaborare attivamente con lo stesso per la ricerca, caso per caso, delle soluzioni idonee ad assicurare la continuità del sostegno al maggior numero possibile di imprese.

3. Il terzo aspetto su cui vale la pena di aprire una riflessione è quello che riguarda i profili comunitari degli aiuti di stato alle banche. Nel valutare la compatibilità degli interventi a sostegno delle banche con la disciplina relativa al divieto di aiuti di Stato, credo che si deb-

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

La gravità della situazione e l'urgenza di provvedere, in assenza di un'iniziativa coordinata a livello europeo, hanno indotto la Commissione a confrontarsi con i diversi provvedimenti proposti dai Governi e ad adottare criteri decisamente meno rigidi e restrittivi di quelli che, in precedenza, avevano caratterizzato l'interpretazione delle autorità comunitarie e la giurisprudenza della Corte di Giustizia in materia di aiuti di stato, di restrizioni ai movimenti di capitali e di poteri speciali dei Governi.

Prescindendo dall'esame delle decisioni assunte in merito all'approvazione dei singoli provvedimenti adottati dai Governi, i principi cui la Commissione Europea, in linea con le conclusioni raggiunte dal Consiglio Ecofin, si è ispirata sono definiti nelle comunicazioni 2008/C 270/02 del 13/10/2008 e 2009/C 10/03 del 15/1/2009.

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

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

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

- la fissazione di condizioni di accesso agli interventi basate su criteri oggettivi e non discriminatori (quali la fissazione di un livello sufficiente di capitalizzazione determinato in base a requisiti minimi di solvibilità);
- la limitazione del conferimento a capitale al minimo necessario, ad evitare di consentire al beneficiario di perseguire strategie aggressive o espansive;
- la fissazione di condizioni di prezzo del sostegno pubblico basate su una valutazione orientata al mercato;
- l'adozione di misure di salvaguardia contro eventuali abusi e indebite distorsioni della concorrenza;
- l'obbligo degli Stati membri di presentare alla Commissione relazioni semestrali sull'utilizzo del nuovo regime degli aiuti.

Con la seconda comunicazione, la Commissione proponeva una più articolata definizione dei profili di compatibilità concorrenziale e dei criteri per la determinazione della remunerazione dell'intervento statale sul capitale nell'ottica di prevenire distorsioni competitive e un effetto di spiazzamento (*crowding out*) sulle operazioni basate sul mercato. Sottolineava, inoltre, la necessità di garantire la temporaneità dell'intervento tramite la previsione di incentivi per il rimborso del capitale da attuarsi con il ricorso a clausole di step up volte a rendere più onerosa, nel tempo, la presenza pubblica nel capitale della banca. I più recenti interventi della Commissione, espressi informalmente da taluno dei suoi membri, manifestano la preoccupazione - a mio avviso del tutto fondata - che, con la ripresa dei mercati finanziari, il diverso supporto dato alla banche dai paesi dell'Unione sia destinato a produrre rilevanti effetti distorsivi sul piano concorrenziale, non limitati al solo mercato bancario, ma anche sotto il profilo della capacità di credito e, quindi, di sostegno delle economie nazionali. Da qui l'invito a vigilare sull'utilizzo degli aiuti e ad incentivarne la restituzione là dove ne siano venuti meno i presupposti.

4. Un ultimo aspetto che mi pare meriti attenzione riguarda i nuovi strumenti finanziari cui si è fatto ricorso nelle diverse operazioni di ricapitalizzazione.

Mi riferisco, in primo luogo, alla disciplina dei Tremonti Bonds come definita dal Decreto del Ministero dell'Economia del 25/2/2009 e

dall'allegato prospetto di emissione emanati in attuazione del disposto dell'art. 12 del D.L. 185 del 2008.

Non mi soffermo sulle caratteristiche di questi titoli:

- che vengono sostanzialmente parificati alle azioni ordinarie sotto il profilo del grado di subordinazione e della partecipazione alle perdite nel caso in cui riducono il patrimonio di vigilanza (*Total Capital ratio*) al di sotto di una determinata percentuale (8%);
- e il cui diritto al pagamento degli interessi è condizionato all'esistenza di utili distribuibili ed entro il limite degli stessi e al fatto che il *total capital ratio* non scenda, per effetto di perdite, all'8% o al di sotto di tale percentuale.

Mi limito a ricordare che si tratta di titoli

- che scadono soltanto alla scadenza della società o a seguito dell'ammissione alla procedura di liquidazione coatta amministrativa o ad altra procedura concorsuale;
- e che sono riscattabili, da parte dell'emittente, previa approvazione della Banca d'Italia o convertibili, sempre su richiesta dell'emittente, in azioni ordinarie (e non in azioni privilegiate senza voto come previsto, invece, per i TSS francesi, ma anche per l'intervento diretto sul capitale regolato dal D.L. 155/2058, rimasto privo di attuazione, seppure tuttora in vigore: la legge 190/2008 di conversione ha precisato, infatti, che si tratta di azioni senza voto, riscattabili e non computate nel limite della metà del capitale di cui all'art. 2351, co², c.c.).

Credo che meritino attenzione anche altre operazioni di ricapitalizzazione che sono state perfezionate da alcune banche (in particolare da Monte Paschi e da Unicredit) senza l'intervento dello Stato e, quindi, su un piano squisitamente privatistico, ma, anche in questi casi, con l'utilizzazione di particolari strumenti ibridi.

Si tratta di strumenti finanziari, assimilabili ad obbligazioni, convertibili e subordinati, emessi su base fiduciaria da una banca estera e correlati ad un aumento di capitale della banca interessata che hanno in comune alcune caratteristiche che ne consentono la computabilità nel patrimonio di vigilanza di base (*Core Tier one*) sulla base di quanto previsto in proposito dal tit. I, cap. 2, Sez. II delle Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche emanate dalla Banca d'Italia:

- a) sono automaticamente convertiti in azioni ordinarie della banca quando il valore di quotazione di queste ultime supera per un certo periodo il 150% dell'*exchange price* contrattualmente fissato ovvero quando vi sia una perdita di capitale che riduca il *total capital ratio* della banca al di sotto di una determinata soglia o in caso di insolvenza o di *default* della banca, nonché alla data di scadenza e in altri casi che non merita menzionare in questa sede;
- b) agli interessi è riservato un trattamento che li assimila a quello dei dividendi; sono, infatti, pagabili soltanto:
- se il bilancio della banca approvato precedentemente alla data di pagamento degli interessi evidenzia utili distribuibili e sia stata deliberata una distribuzione di dividendi per cassa;
 - nei limiti della differenza positiva tra ammontare dell'utile distribuibile e dividendi pagati alle azioni (quest'ultima previsione non era contenuta nell'originario Regolamento delle obbligazioni MPS, ma il suo inserimento è stato richiesto dalla Banca d'Italia quale condizione per l'imputazione del prestito obbligazionario al *Core Tier one* della banca ed è stato sottoposto all'approvazione dell'assemblea degli obbligazionisti lo scorso 10 marzo 2009);
- c) il collegamento con il trattamento dei dividendi viene, poi, ulteriormente accentuato dalla previsione del pagamento alle obbligazioni di un "*additional coupon*", in caso di distribuzione alle azioni di un dividendo eccedente una determinata soglia percentuale rispetto al valore di quotazione delle stesse, di importo pari a tale dividendo straordinario.

Come si può constatare, la necessità di regolamentare questi strumenti finanziari in modo tale da consentirne la ricomprensione nel coefficiente patrimoniale primario della banca ha condotto ad assimilarne le caratteristiche a quelle di un investimento in capitale di rischio. Non è previsto il rimborso dei titoli (salvo la possibilità di riscatto su base consensuale), ma unicamente la loro conversione entro il termine di durata dell'emissione o alla scadenza; la remunerazione è condizionata all'esistenza di un utile distribuibile e concorre, entro l'ammontare di quest'ultimo, con la remunerazione corrisposta alle azioni; i rischi che corre il sottoscrittore sono del tutto analoghi a quelli dell'azionista, in quanto

l'automatica conversione in caso di insolvenza o di scioglimento della banca fa del sottoscrittore un creditore *de residuo* come l'azionista, con la differenza che il sottoscrittore non gode di diritti amministrativi e i titoli non sono, e non è previsto che possano essere, quotati (il che ne ha consentito il collocamento unicamente ad investitori istituzionali e senza la redazione del prospetto informativo).

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

Con riferimento a questi strumenti ibridi e innovativi di capitale, credo che la preferenza agli stessi accordata rispetto alla sottoscrizione di un aumento di capitale si debba al fatto che:

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

D'altra parte, però, la necessità di disciplinare questi strumenti in modo tale da computarne l'importo nel patrimonio di vigilanza di base della banca ha condotto ad una sostanziale assimilazione del loro trattamento, sotto il profilo della corresponsione della relativa remunerazione e della partecipazione alle perdite, a quello delle azioni.

Tale assimilazione, che li colloca in una peculiare terra di confine fra azioni e obbligazioni, partecipando di caratteristiche delle une e delle altre, può sollevare una serie di problemi sul piano della qualificazione civilistica, sotto il profilo fiscale (ad es. per i Tremonti Bonds già si parla di ineducibilità degli interessi, sostan-

zionalmente equiparati ai dividendi) e sul piano della loro corretta iscrizione in bilancio, che meritano di essere approfonditi.

Paolo Montalenti

Crisi finanziaria, struttura dell'impresa, corporate governance.

(ODC – Roma, 20.06.2009)

1. Una delle prime difficoltà analitiche nell'indagare le conseguenze della crisi finanziaria sugli istituti del diritto dei mercati finanziari e del diritto societario consiste nell'individuazione e nell'ordinazione graduata delle cause, da un lato, nella necessità, in qualche misura opposta, di cogliere le interrelazioni tra di esse, dall'altro lato.

2. Se volessimo stilare una semplice "tabella" per punti¹ potremmo ordinare le cause della crisi come segue:

- (i) la crisi dell'idea dello Stato mero regolatore esterno del mercato;
- (ii) le carenze nel controllo delle banche sul merito di credito;
- (iii) la crisi del modello *originate – to – distribute*;
- (iv) il mancato coordinamento tra controllo dei mercati e controllo di politica economica;
- (v) i conflitti di interessi delle agenzie di *rating*;
- (vi) le carenze dei controlli da parte dei *Regulators*, anche soltanto di trasparenza, sull'emissione di titoli;
- (vii) l'eccessivo utilizzo della leva finanziaria (in particolare negli Stati Uniti);
- (viii) la crisi della concezione dell'impresa fondata sul paradigma dello *shareholder value* e su prospettive *short-term*;

¹ Ho trattato più analiticamente alcuni dei temi indicati in *Corporate governance* e mercati finanziari, in *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche risparmiatori*, Atti del Convegno del CNPDS, Courmayeur, 26-27 settembre 2008, Giuffrè, Milano, 2009, p. 55 ss.

- (ix) l'uso distorto e distorsivo dei sistemi di remunerazione degli amministratori fondati sulla c.d. creazione di valore per gli azionisti;
- (x) le carenze dei sistemi di *Corporate Governance* in senso stretto;
- (xi) la necessità di revisione dei sistemi di controllo.

3. Il dibattito si è sinora concentrato soprattutto sul salvataggio del sistema bancario (che, attraverso forme differenziate, ha imposto un costo complessivo di circa 1.700 miliardi di Euro); sui c.d. titoli tossici; sulla necessità di creare un'istanza sovranazionale di vigilanza dei mercati a livello europeo o, secondo alcuni, addirittura mondiale.

4. E' interessante però sottolineare come uno dei rapporti più accreditati sulla crisi – il Rapporto Larosière² – al Capitolo dedicato alla *Corporate Governance*, apra con un'affermazione netta: “*This is one of the most important failures of the present crisis*”³.

5. Un primo elemento critico è – sempre secondo il rapporto citato – l'insufficiente “*consideration for the long-term interest of its stakeholders*”.

Già prima del caso Enron critici la teoria dello *shareholder value* come paradigma dell'agire degli amministratori. Inevitabile l'incentivo ad operare più sulle quotazioni di borsa – anche a costo di politiche di bilancio o elusive o scorrette o decisamente fraudolente – e a trascurare totalmente una visione dell'impresa come *organizzazione complessa* (di là da ogni più specifica e puntuale opzione teorica), irriducibile alla mera aspettativa degli azionisti alla lievitazione dei corsi di borsa.

Sul punto sono ipotizzabili significative proposte regolatorie, ma la “tecnicità” delle singole misure non può non essere inquadrata in un più solido e ampio contesto teorico.

² Reperibile sul sito ec.europa.eu/internal_market/finances.

³ *Ivi*, (p. 30, p.to 107).

Il primo tema da esplorare è, appunto, il tema dell'interesse sociale, che deve essere rimeditato alla luce: (i) della "costituzione materiale" dell'impresa; (ii) dell'evoluzione normativa; (iii) dell'evoluzione autoregolatoria; (iv) degli sviluppi teorici che superano, a me pare, antiche preclusioni e pregiudizi ideologici.

Vorrei svolgere alcune sintetiche considerazioni sui singoli punti.

6. A partire dagli anni '70 il sistema impresa si articola, sotto il profilo dell'assetto dialettico degli interessi sottesi, in due periodi nettamente distinti.

La prima fase, che termina verso la metà degli anni '80, è segnata dal dibattito sulla democrazia industriale nelle sue diverse declinazioni, dalle esperienze più nettamente codeterminative (Germania, Austria, Olanda) alle esperienze di compartecipazione conflittuale (si pensi alla Francia, all'Inghilterra, all'Italia).

Tematica rimasta poi confinata *de residuo* nelle Direttive Europee sull'informazione del lavoratori e ridotta in chiave di attuazione minimalista: si pensi allo Statuto della società europea oppure agli obblighi di informazione sui riflessi sull'occupazione in caso d'offerta pubblica di acquisto, introdotti in attuazione della XIII Direttiva (cfr. art. 103 comma 3-*bis* T.U.F., introdotto con il d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229).

7. Dagli inizi degli anni '90 il *focus* si sposta nettamente verso la tematica della *Corporate Governance*, dei diritti delle minoranze, dell'attivismo degli investitori istituzionali.

Con un effettivo allineamento progressivo – dagli strumenti di tutela delle minoranze agli istituti di autoregolamentazione (Codici di Autodisciplina, *Audit*, *Nomination*, *Remuneration Committees*) al ruolo degli amministratori indipendenti – dei principali ordinamenti europei.

Ma con non pochi problemi aperti su cui ritornerò poco oltre.

Sicuramente si può dire che la tematica della *Corporate Governance* apre la strada ad una concezione "allargata" dell'impresa e dell'interesse sociale.

8. Un aspetto significativo è costituito dall'approccio innovativo della *Corporate Social Responsibility*.

Il tema è realmente troppo complesso per poter essere trattato in poche battute.

Personalmente sono convinto che la contrapposizione tra istituzionalismo e contrattualismo debba ritenersi superata e che debba oggi affermarsi una concezione dialettica – nel senso tecnico del termine – dell'interesse sociale come composizione tra interessi degli azionisti e interessi degli *stakeholders* (e cfr. Costi, Libertini). Questa concezione dell'impresa (e dell'interesse sociale) emerge con diversità di declinazioni e di accenti in numerose legislazioni, dal *Companies Act* inglese alle legislazioni statali statunitensi, in particolare in materia di *antitakeover defenses*, al *Corporate Law* australiano.

L'art. 103, comma 3 bis T.U.F., sopra ricordato, impone ora anche in Italia che il comunicato degli amministratori della *target* sul *takeover* deve precisare quali "effetti ... l'eventuale successo dell'offerta avrà sugli *interessi dell'impresa*".

Responsabilità sociale dell'impresa e codici di autodisciplina costituiscono poi il paradigma del mutamento negli obiettivi e negli strumenti.

9. Se nella letteratura mondiale la tematica del cambiamento verso il c.d. *Multi - Stakeholders approach* è un assunto condiviso da molti, un punto è rimasto sinora non sufficientemente esplorato: si tratta della questione della misura concreta del temperamento tra interessi configgenti, in tutte le diverse possibili variazioni in cui esso può presentarsi [*Shareholders vs. stakeholders (as a whole); shareholders and creditors vs. workers; long term /short term view ecc...*]

Un'ipotesi interessante da esplorare è l'indicazione per un approccio procedurale anziché contenutistico (cfr. Denozza) e cioè l'introduzione di un sistema di regole di *disclosure* (il cui perimetro è da definire) sul processo che ha condotto alla decisione di impresa attraverso la valutazione dei diversi interessi.

Il risultato, realistico e non agiografico o apodittico, può essere quello di garantire la tracciabilità delle decisioni, la verificabilità dell'esercizio della discrezionalità tecnica di valutazione degli

interessi da parte degli amministratori, la controllabilità delle scelte gestorie.

10. Il tema dei controlli interni pare a me nettamente più rilevante della questione dei compensi agli amministratori che pure ha focalizzato forti attenzioni in tutti gli ordinamenti [come è noto da noi affidati all'approvazione assembleare e a obblighi di *disclosure*: art. 114-bis T.U.F. (ex d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303)]. “*Corporate governance is one of the most important failures of the present crisis*”; “*risk monitoring and management practices within financial institutions have dramatically failed in the crisis*”, si legge nel Rapporto Larosière⁴.

11. *Il sistema dei controlli: una revisione necessaria*⁵. – Si è detto infatti che il mondo dei controlli è oggi un “reticolo”, non un “sistema”.

Collegio sindacale, comitato *audit*, società di revisione, dirigente preposto ai documenti contabili, preposto al sistema di controllo interno, organismo di vigilanza: funzioni, rapporti interorganici, coordinamento complessivo non sono chiaramente delineati.

La materia richiede un ripensamento sistematico per (i) eliminare le vere e proprie sovrapposizioni; (ii) disciplinare il coordinamento tra organi con funzioni condivise, ove si reputi che la coimputazione conduca a sinergie positive; (iii) disciplinare i rapporti tra organi societari e organismo di vigilanza; (iv) rendere equivalenti le istanze di controllo nei diversi modelli di *governance*.

E' necessaria altresì una revisione sistematica delle partizioni concettuali tradizionali (controllo di legalità, controllo di legalità sostanziale, controllo di merito).

12. Il *controllo di merito* spetta ai soci nei confronti del consiglio di amministrazione e a quest'ultimo, come *plenum*, nei confronti dei

⁴ *Ivi*, nn. 107, 119.

⁵ La materia è stata oggetto di uno specifico Convegno promosso dall'Osservatorio sul Diritto Societario della Camera di Commercio di Milano del 28-11-2008; si vedano gli atti in AA.VV. *Il sistema dei controlli societari: una riforma incompiuta?* Ed. *Il Sole 24 ore*, Milano, 2008.

delegati. Si tratta di un controllo in forma di *potere di indirizzo, di condizionamento di opposizione* (con la revoca dell'amministratore o della delega) non già di sorveglianza e verifica in funzione di eventuali iniziative sul terreno della responsabilità.

Infatti il *merito* della gestione, e cioè il contenuto delle scelte manageriali, è assistito – il punto è pacifico anche nel nostro ordinamento – dalla c.d. *business judgement rule*: le operazioni gestorie degli amministratori non sono sindacabili, né dal collegio sindacale, né dal comitato *audit*, né dai revisori, né dal giudice se non in caso di *manifesta irrazionalità* oppure di *palese assenza di procedimenti di valutazione* dei profili economici, finanziari, tecnici dell'operazione.

L'altro profilo del controllo è il *controllo sull'adeguatezza degli assetti organizzativi e sul rispetto dei principi di corretta amministrazione* (cfr. art. 2381, comma 3°, art. 2403, comma 1°, art. 149, comma 1° t.u.f.; art. 149, comma 4-bis e comma 4-ter, t.u.f.), controllo affidato, con compiti differenziati, sia all'organo di gestione come *plenum* sia all'organo di controllo.

In conclusione, la partizione pare oggi potersi schematizzare in (i) *controllo di merito*; (ii) *controllo di adeguatezza organizzativa*; (iii) *controllo di correttezza gestionale*; (iv) *controllo di legalità*.

Ed è allora nell'ambito di questo paradigma concettuale che l'assegnazione delle funzioni ad uno più organi deve essere ripensata, interrogandosi se (i) debba trattarsi di competenza da assegnarsi ad un unico organo oppure (ii) da imputarsi a più organi in un'ottica "policentrica" (iii) oppure invece da razionalizzarsi con più precise attribuzioni di competenze e con specifiche regole di coordinamento⁶.

13. *Il coordinamento tra gli organi di controllo: un problema aperto.* – L'intensificarsi e l'espandersi del "reticolo" dei controlli solleva numerosi interrogativi. E' stato davvero raggiunto un punto di equilibrio tra necessità di prevenire (irregolarità contabili e fiscali, conflitti di interessi, abusi di maggioranza, false informazioni al mercato ecc.) e rischio di imporre alle imprese vincoli o costi eccessivi?

In effetti regole insufficienti in materia di controlli alterano il

⁶ Ho trattato più diffusamente il tema in *Organismo di vigilanza 231 e ordinamento societario: spunti di riflessione sul sistema dei controlli*, in *Giur. comm.*, I, 2009, in corso di pubblicazione.

corretto funzionamento dei mercati, ma regole eccessivamente severe rischiano di rivelarsi comunque inidonee ad impedire qualsiasi "devianza" e contemporaneamente in grado o di stimolarne l'elusione o di incidere negativamente sull'efficienza e la redditività dell'impresa: l'esperienza, oggi oggetto di profonde rimediazioni, del Sarbanes-Oxley Act è significativa.

Ed ancora: si sono create sinergie positive o prodotte invece sovrapposizioni e/o duplicazioni? Gli operatori si chiedono, infine, come coordinare l'intero meccanismo (sindaci, revisori, amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, *leading independent director*, comitato audit, responsabile dei documenti contabili, organismo di vigilanza, preposto al controllo interno, ecc.). E il problema si acuisce nei settori vigilati - banche e assicurazioni - ove si aggiungono le norme speciali, primarie e secondarie, e le Istruzioni dell'Organo di vigilanza.

14. Controlli diretti e controlli indiretti: un punto critico. – Dall'esame della complessa e articolata disciplina del "reticolo" dei controlli, oltre ai profili critici già analizzati, derivanti, in particolare, dall'eccesso di competenze concorrenti e dalle vere e proprie sovrapposizioni di funzioni, si deve altresì segnalare che il "sistema" si fonda ormai sulla netta prevalenza dei controlli indiretti sui controlli diretti.

Ciò deriva, è indubbio, anche dalla oggettiva complessità della grande impresa moderna nella quale il potere, sia pure gerarchicamente organizzato, è fortemente articolato e diffuso, per cui ben si può affermare che anche la "direzione suprema degli affari" si estrinseca, da un lato, in linee direttrici generali, dall'altro nella verifica dell'efficienza e dell'efficacia dell'azione di altri soggetti (organi delegati, alta dirigenza, *managers*, responsabili di settore, amministratori di società controllate, ecc.).

Analogo fenomeno si verifica nelle procedure di controllo per cui molte istanze procedono non già ad atti di ispezione e di vigilanza *diretta*, bensì ad atti di accertamento presso le "istanze inferiori", volte a verificare il corretto svolgimento delle procedure di controllo e l'adeguatezza degli assetti organizzativi, di cui le procedure stesse sono parti integranti. L'amministratore delegato riceve i *report* del preposto al sistema di controllo interno, questi le informazioni dai

propri sottoposti, il consiglio di amministrazione – per effettuare la valutazione di adeguatezza – le “attestazioni di conformità” dagli organi delegati, “validate” dal preposto al controllo interno e dal collegio sindacale (che sugli assetti organizzativi deve vigilare con atti di ispezione sì ma, anch’esso, prevalentemente, attraverso un’attività di sorveglianza indiretta).

15. In conclusione il sistema si presenta come una sorta di “piramide rovesciata” che ricomprende l’insieme delle funzioni di controllo indiretto e che poggia sul vertice, anch’esso rovesciato, dei controlli diretti su cui si regge, in definitiva, l’intera architettura.

Difficile dire se la materia debba essere in qualche modo regolata in via normativa: certo è però che il sistema presenta una evidente fragilità, in quanto se i controlli diretti (i cosiddetti “controlli di linea”) dovessero fallire, l’intero sistema dei controlli si troverebbe ad essere inefficace. In altre parole: i controlli indiretti, proprio perché molteplici articolati e diffusi, contengono in sé maggiori risorse di *feedback* e quindi di “autocorrezione”; i controlli diretti, se non opportunamente presidiati, ad esempio con l’istituzione di “controllori dei controllori”, i quali verifichino, periodicamente ma sistematicamente e direttamente, che i controlli diretti siano effettuati e che siano effettuati in modo adeguato, rischiano di minare la solidità e l’efficacia dell’intero sistema.

Un problema che la sovrapposizione di funzioni di controllo indiretto, di cui si è detto, può certamente acuire.

16. *Ipotesi di lavoro per una semplificazione.* – Immaginare soluzioni non è semplice. Nel rivisitare la materia bisogna anche evitare di gettare a mare i risultati di un percorso lungo e complesso attraverso il quale il nostro legislatore ha voluto, peraltro in sintonia con l’evoluzione dei principali ordinamenti, costruire un sistema di controlli articolati e pervasivi di cui società e mercati certamente necessitano per il loro ordinato funzionamento. Si tratta allora di ipotizzare interventi correttivi e non totali inversioni di rotta. Una linea che potrebbe essere percorsa è quella, a mio parere, di individuare le vere e proprie duplicazioni che rischiano di creare, effettivamente, conflitti di competenza negativa.

Il compito non è facile. La stessa espressione “controllo” è ormai difficile da decifrare, perché è utilizzata per indicare concetti e funzioni assai diversi: dall’influenza dominante su di una società controllata alla valutazione di merito delle scelte gestionali; dalla verifica di legalità al giudizio di correttezza istruttoria e procedurale; dal controllo preventivo sull’idoneità delle procedure e degli assetti organizzativi adottati al controllo successivo sul concreto funzionamento degli stessi; dalla vigilanza diretta sull’operatività delle funzioni d’impresa alla vigilanza indiretta effettuata attraverso l’assunzione di informazioni. Le categorie stesse – controllo di legalità, di legalità sostanziale, di correttezza contabile, di correttezza amministrativa, di efficacia, di efficienza, di merito – dovrebbero dunque essere rimesse in discussione.

Anche la compresenza di organi affini – ad esempio *comitato audit* e collegio sindacale – potrebbe essere messa in discussione. A mio avviso si deve piuttosto lavorare in una diversa direzione: tentare di eliminare o, quanto meno, ridurre le sovrapposizioni di competenze o, quanto meno, le duplicazioni di funzioni.

17. *Proposte per un dibattito* - Formulo sinteticamente alcune ipotesi di rivisitazione della materia relativamente alle *società quotate*, prescindendo, allo stato, dalla questione se i problemi debbano trovare una soluzione in via normativa, di autodisciplina o di interpretazione condivisa:

- (i) circoscrivere il controllo del collegio sindacale al *controllo di legalità sostanziale*, escludendo espressamente il controllo sulla contabilità e sui bilanci, il controllo sul merito delle scelte⁷, il controllo sulla correttezza della gestione;
- (ii) confermare l’attribuzione al consiglio di amministrazione come *plenum* della funzione di *controllo sul merito della gestione* da parte degli organi delegati;

⁷ Controllo di merito che oggi deve invece ritenersi attribuito, quanto meno in termini di efficienza delle scelte, anche al collegio sindacale: cfr. P. MONTALENTI, *La società quotata*, Padova, 2004, 258 ss. In senso analogo P. MARCHETTI, *Controllo e gestione nel sistema dualistico*, in AA.VV., *Sistema dualistico e governance bancaria*, a cura di P. Abbadessa e F. Cesarini, 2009, Giappichelli, Torino, 158.

- (iii) attribuire soltanto al comitato *audit* il controllo sulla correttezza della gestione e sulla adeguatezza delle procedure interne;
- (iv) limitare, in materia di procedure, la funzione del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari alla predisposizione di *adeguate procedure amministrative e contabili per la formazione dei bilanci*;
- (v) affidare invece alla società di revisione, oltretutto, ovviamente, il controllo dei conti, la *verifica di adeguatezza delle procedure stesse*;
- (vi) attribuire al sistema di controllo interno la *verifica sul rispetto effettivo delle procedure amministrative e contabili* (oggi assegnato al dirigente preposto) e sulle procedure interne, in senso ampio;
- (vii) assegnare espressamente all'ODV poteri circoscritti alla *verifica delle sole procedure relative alla prevenzione degli specifici reati* che nella specifica società potrebbero essere compiuti, con esclusione delle competenze di controllo sulla sicurezza già affidate ai soggetti competenti ai sensi della L. 626/1996 e s.m.;
- (viii) nel modello dualistico prevedere che lo statuto debba stabilire le funzioni di alta direzione attribuite al *consiglio di sorveglianza*; introdurre l'obbligo di istituire il *comitato audit* nell'ambito di questo organo; statuire espressamente che i rapporti tra consiglio di gestione e consiglio di sorveglianza siano disciplinati da un regolamento interno.

Si tratta, come è ovvio, di ipotesi di lavoro su cui riflettere: ciò che è sicuro è che semplificazione e razionalizzazione sono esigenze da tutti avvertite come non più differibili.

18. Non v'è dubbio che i problemi qui accennati trascendono, in qualche misura, la crisi finanziaria in atto perché coincidono con un'istanza di carattere più generale di verificabilità della correttezza dei sistemi di funzionamento dell'impresa nel contesto dei mercati finanziari.

E' certo tuttavia che la crisi finanziaria ha posto drammaticamente in luce come un sistema efficace ed efficiente di *Corporate Governance* – inteso come insieme appropriato di procedure

idonee alla rilevazione delle criticità, di meccanismi adeguati di *feedback*, di corretta rilevazione contabile, di equilibrato presidio delle situazioni di conflitto di interesse, di ponderata composizione degli interessi nel consiglio di amministrazione – è l'antecedente logico necessario per una corretta rappresentazione dei valori d'impresa nei mercati finanziari e per un conseguente ordinato funzionamento dei meccanismi di formazione dei prezzi.

Ogni segmento della realtà sempre più complessa dell'ordinamento capitalistico ha le sue specificità – di problemi e di tecniche di regolazione - ma di là dalla necessità di ordinare e collegare i diversi tasselli ordinamentali (nuova regolazione degli strumenti finanziari; disciplina degli intermediari; nuove regole per agenzie di *rating*, revisori, banche di collocamento; regole più stringenti sulla vigilanza), resta a mio parere prioritario concentrare l'attenzione sulla *Corporate Governance* interna alla grande impresa per proseguire il cammino verso la trasparenza e la correttezza gestionale.

Un percorso che sia ispirato ad obiettivi di semplificazione, maggiore efficienza ed equilibrato compromesso tra necessità di vigilanza da un lato, dinamicità della gestione dall'altro lato; nell'esigenza, in altri termini, di un *monitoring* reale, tempestivo ed efficace, ma anche di un agire d'impresa che corra il rischio di mercato e non pretenda di sacrificare l'iniziativa imprenditoriale sull'altare del "proceduralismo" di maniera.