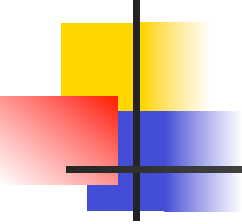


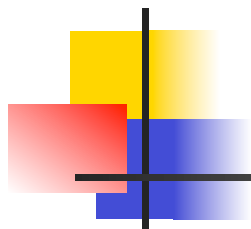
Crisi finanziaria e nuovi scenari del diritto dell'economia

Prof. Matteo De Poli
Padova, 24 luglio 2009

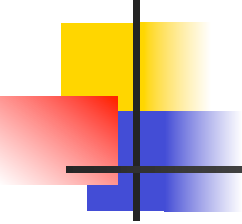


Cause, effetti, scenari..

- Le cause della crisi finanziaria
- Gli attuali effetti sul diritto dell'economia
- I grandi mutamenti di scenario politico – economico che essa ha aperto

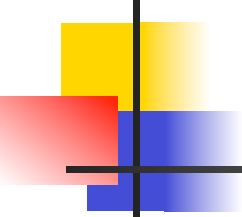


Le cause della crisi



I principali fattori

- Lo storico basso livello dei tassi d'interesse seguita dalla Fed dal 2001 al 2003, con la conseguente enorme crescita delle attività finanziarie
- Il modello di business bancario “*originate and distribute*” e la crisi dei mutui *subprime*
- Le inefficienze del processo di *rating*, la scarsa liquidità dei titoli strutturati, il *deficit* di trasparenza di questi prodotti finanziari
- La fiducia, il fallimento di Lehman Brothers ed il crollo del dogma “*too big to fail*”: da un eccesso di liquidità ad un difetto della stessa



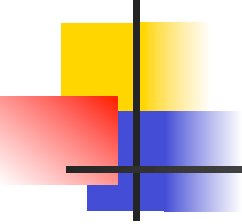
In particolare: sulla crisi dei mutui *subprime*...

Ha messo in definitiva luce tre effetti:

1. Gli effetti perversi della politica dei bassi tasso d'interesse
2. Il livello di “analfabetizzazione finanziaria”
3. La pericolosità dell'innovazione finanziaria insita nella cartolarizzazione delle attività illiquide

Ed ha aperto questo dibattito:

1. Maggior trasparenza + maggiore educazione finanziaria, o
2. Regolamentazione più stringente?



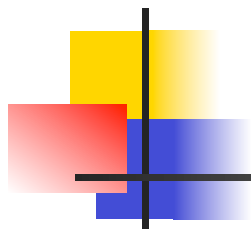
Ancora sui mutui *subprime*: il rovescio ... e la sua medaglia

Il rovescio

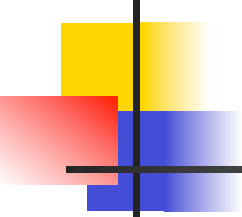
Bisogni finanziari *soddisfatti*, bisogni finanziari *creati* e la *pervasività* dei conflitti di interesse. Il mercato degli strumenti derivati

La medaglia

“Bancabilità”, accesso al credito ed inclusione sociale



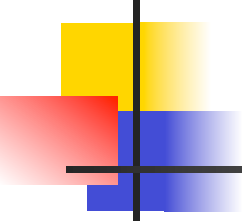
Gli effetti della crisi sul diritto dell'economia



I provvedimenti nazionali di maggior rilievo

- A) Decreto-legge 29 novembre 2008 n. 185 convertito in L. 28 gennaio 2009 n. 2 (Misure urgenti per il sostegno a famiglie, lavoro, occupazione e impresa e per ridisegnare in funzione anti-crisi il quadro strategico nazionale)
- B) Decreto legge 10 febbraio 2009, n. 5 (cd. decreto incentivi), convertito in L. 9 aprile 2009, n. 33

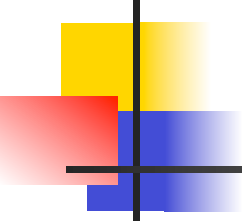
A.
Il Decreto-legge 29 novembre 2008
n. 185
(L. 28 gennaio 2009 n. 2)



D. L. 185/2008 e nuova disciplina dell'O.P.A. ostile: vecchio e nuovo testo dell'art. 104 Tuf confronto

Vecchio testo. “Salvo autorizzazione dell’assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane quotate i cui titoli sono oggetto dell’offerta **si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell’offerta....**Le assemblee deliberano, in ogni convocazione, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentano almeno il **trenta per cento** del capitale”

Nuovo testo. “1. **Gli statuti delle società italiane quotate possono prevedere** che, quando sia promossa un'offerta pubblica di acquisto o di scambio avente a oggetto i titoli da loro emessi, si applichino le regole previste dai commi 1-bis e 1-ter. 1-bis. 1.bis Salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane quotate i cui titoli sono oggetto dell'offerta si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta.”

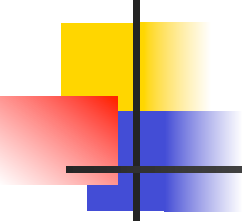


Semplici aggiustamenti tecnici?

No! La modifica esprime una **radicale** inversione della direzione di marcia della politica economica

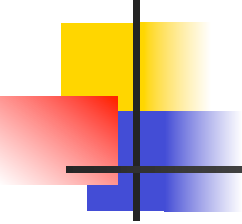
Il contrasto agli *hedge fund* ed ai fondi sovrani

1. comprime la contendibilità del controllo azionario,
2. premia gli azionisti di riferimento danneggiando i piccoli investitori,
3. disincentiva l'afflusso di capitale straniero in Italia



Ancora sul D.L. 185/08 ed il controllo prefettizio sul credito

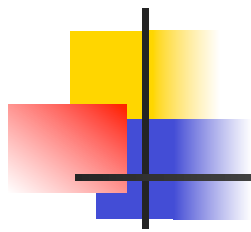
*Art. 12.6 “Sul finanziamento all'economia il Ministro dell'economia e delle finanze riferisce periodicamente al Parlamento fornendo dati disaggregati per regione e categoria economica; **a tale fine presso le Prefetture è istituito uno speciale osservatorio con la partecipazione dei soggetti interessati.** Dall'istituzione degli osservatori di cui al presente comma non devono derivare nuovi o maggiori oneri a carico del bilancio dello Stato; al funzionamento degli stessi si provvede nell'ambito delle risorse umane, strumentali e finanziarie già previste, a legislazione vigente, per le Prefetture.”*



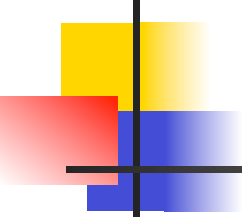
Anche qui: è possibile una lettura della novità in chiave tecnico-burocratica?

No! L'innovazione mette in luce due dati di natura squisitamente politica. Per il Governo:

1. Banca d'Italia è autorità ... troppo indipendente;
2. L'attività creditizia è, d'ora in avanti, un po' meno affare privato ed un po' più questione pubblica (i.e.: politica)

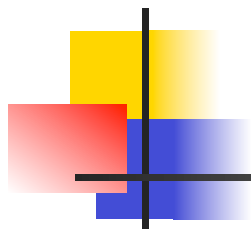


B.
Il Decreto legge 10 febbraio 2009,
n. 5
(cd. decreto incentivi),
convertito in L. 9 aprile 2009, n.
33



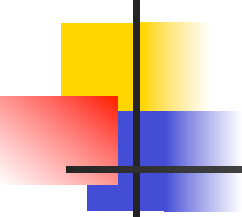
Le modifiche introdotte ...

- 1. Innalza la soglia rilevante (da 3% a 5% annui) ai fini dell'OPA da consolidamento, consentendo a chi detiene una partecipazione superiore al 30% in una società quotata, senza disporre della maggioranza dei diritti di voto in assemblea ordinaria, di poter acquistare ulteriori azioni fino al 5% senza incorrere nell'obbligo di lanciare un'opa;
- 2. Prevede la possibilità che Consob introduca, in casi "motivati", soglie inferiori al 2% (ex art. 120 Tuf) per la comunicazione di partecipazioni rilevanti. Questo vale per le società ad alto valore corrente di mercato ed a azionariato particolarmente diffuso
- 3. Eleva il limite all'acquisto di azioni proprie elevato dal 10% al 20% del capitale sociale (art. 2357, comma 3)



... ed i loro concreti effetti

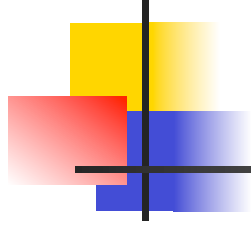
Anche queste sono misure rivolte a rafforzare il controllo azionario, a ridurre il flottante ed a consolidare la posizione degli azionisti di riferimento



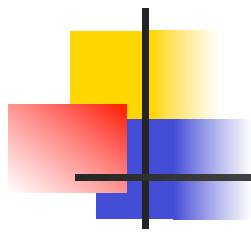
Una prima conclusione

- I provvedimenti normativi conseguenti alla crisi finanziaria del 2008 mettono in luce:
 1. un ritorno del “protezionismo finanziario”,
 2. una maggior presa dello Stato sull'economia

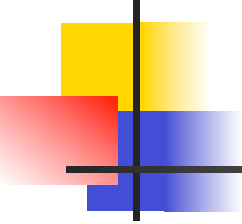
Mutamenti di scenari politico-economici



I concetti “chiave” per comprendere i valori in conflitto ed i prossimi scenari



1. **BANCHE, MODELLI DI BUSINESS, POLITICA CREDITIZIA.** Banche di deposito vs banche di investimento, e loro separazione (ritorno al *Glass Steagall Act*?); assunzione del rischio vs originazione e trasferimento dello stesso; le banche come *utilities*? deglobalizzazione
2. **LIBERTA' CONTRATTUALE VS CONTROLLO LEGALE.** Educazione finanziaria v. divieti e regole contenutistiche; innovazione finanziaria e pericolosità dei nuovi prodotti: derivati *plain vanilla* di *default*, con facoltà di *opting-out*? Sull'ipertrofia del rapporto precontrattuale.
3. **MODELLI CULTURALI SOCCOMBENTI E MODELLI VINCITORI.** Mercato e Stato nell'economia: verso un nuovo socialismo economico? Il caso delle nazionalizzazioni; Mercatismo e la “religione” del liberismo; Morale ed etica economica: sussidi alle banche, responsabilità dei banchieri, limiti ai compensi ai manager



In conclusione, un'ipotesi da verificare

“New capitalism has failed. The era of financial liberalisation has ended ... but... non credible alternative to the market economy exists”

M. Wolf, *Seeds of its own destruction*,
in *The future of Capitalism*,
Financial Times, May 12 2009