

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DELLA TUSCIA  
DOTTORATO IN DIRITTO DEI MERCATI EUROPEI E GLOBALI. CRISI, DIRITTI,  
REGOLAZIONE

**Corso di eccellenza**

**CRISI SISTEMICHE DELL'ECONOMIA GLOBALE**

Università della Tuscia

11-12 ottobre, 2016

**1. DA LEHMAN BROTHERS AL DEBITO SOVRANO IN EUROPA**

**Percorsi e profili macroeconomici e giuridici delle crisi finanziarie  
“sistemiche”: aspetti comparati di politiche monetarie e mandati  
istituzionali di Federal Reserve e European Central Bank**

**2. CENNI ALLE TEMATICHE GIURIDICHE CONNESSE AL  
RISCHIO DI CREDITO**

**Inquadramento generale di alcuni problemi di ristrutturazione del  
debito pubblico e privato; il sistema bancario europeo, il caso italiano e  
le possibili “regole del gioco” per il XXI secolo**

MARCO R PROVVIDERA  
Avvocato del foro di New York

**Sinopsys**

L'obiettivo didattico del seminario consiste in un approfondimento, articolato sulla discussione di una selezione di qualificate fonti internazionali, delle principali tematiche legali e macroeconomiche emerse dalle due crisi “sistemiche” che hanno colpito l'economia globale negli anni 2008-2013, ovvero la c.d. “Great Recession” USA, originata dalla stretta creditizia seguita allo scoppio della bolla creatasi nel settore finanziario legato al credito immobiliare, e la successiva crisi del “debito sovrano” nella c.d. Eurozona. Nel corso della discussione, se necessario, si provvederà a rivisitare e ad inquadrare in contesto alcune nozioni/definizioni basilari di macroeconomia (politica monetaria e fiscale, tassi di interesse, inflazione, deflazione, debito pubblico, bilancio pubblico, ecc.).

Partendo da una disamina di alcune delle previsioni più importanti in materia di “mandato istituzionale”, contenute negli statuti della Federal Reserve (FED) e della European Central Bank (ECB), nonché di cenni sui fondamenti del sistema eurozona, contenuti nel Trattato di Maastricht – oggi integrato nel compatto *Treaty on the European Union* e *Treaty on the Functioning of the European Union* (TEU-TFEU) – la discussione comprenderà gli aspetti principali delle politiche monetarie messe in atto dalle banche centrali, e da quelle fiscali messe in atto dai governi, in risposta alle crisi suddette, cercando di chiarire i termini del controverso dibattito su problematiche giuridiche e logiche macroeconomiche sottostanti. In contesto, si evidenzieranno alcuni dei principali arresti legislativi/esecutivi nelle due giurisdizioni: programmi TARP (*Troubled Assets Relief Protection*), TALF (*Term Asset-Backed Securities Lending*), “Dodd-Frank Act” negli USA; *fiscal compact*, “meccanismi di stabilità” e Direttive in materia finanziaria in Europa. Saranno di ulteriore ausilio brevi cenni di storia economica: “Great Depression” del 1930 negli USA; istituzione del Fondo Monetario Internazionale; vertice di Bretton Woods nel 1944; abbandono del “gold standard” e dei cambi valutari fissi nel 1971.

Dopo aver proposto alla riflessione critica alcune delle teorie più autorevoli sull’origine delle due diverse crisi in oggetto e delle crisi finanziarie in generale, si ripercorreranno analiticamente attraverso una ricostruzione storica rigorosa genesi e problematiche giuridiche e macroeconomiche delle scelte fondamentali di politica monetaria delle due banche centrali, dalle manovre sui tassi di interesse all’espansione della massa monetaria attraverso il c.d. *quantitative easing* (QE); si discuterà immancabilmente sull’annoso dibattito tra fautori e critici dell’approccio “keynesiano” e “neo-keynesiano” al confronto con le crisi finanziarie e sulla teoria dei cicli.

Si toccheranno, nella seconda fase del seminario, sebbene necessariamente soltanto a titolo di inquadramento basilare, le complesse problematiche giuridiche comparate, oggi cruciali anche in materia di tutela dei risparmiatori, connesse con la ristrutturazione del debito sia pubblico che privato (da Lehman Brothers ai casi Argentina e Grecia).

Infine, si tenterà di inquadrare scientificamente alcune delle conseguenze di quelle crisi tuttora rilevabili nello scenario macro-economico attuale, dalla perdurante stagnazione dell’economia dell’eurozona ai complessi problemi connessi al voto britannico di uscita dalla Unione Europea (c.d. “Brexit”) e alla importanza “sistemica” dell’esposizione ai crediti inesigibili (*non-performing loans*) del sistema bancario italiano. In contesto, si esamineranno la struttura dei c.d. “stress test” sulle istituzioni bancarie sia americane che europee, l’impatto delle norme “Basilea III” e della Direttiva EU 59/2014 (c.d. “bail-in”) al fine di una conversazione sul rischio di credito in generale e sua possibile gestione e regolamentazione.

Il formato del seminario sarà di tipo “aperto”, incoraggiando la più ampia partecipazione dei dottorandi, anche alla discussione delle varie tesi divergenti in materia, e all’esame non solo delle fonti indicate in bibliografia, ma anche di un’ulteriore scelta di testi, selezionati dalla ricchissima pubblicistica internazionale sui temi esposti.

## Outline

11 ottobre 2016

- Testimonianza diretta: un giorno in corte federale a New York rappresentando alcuni risparmiatori nel procedimento di liquidazione Lehman Brothers;
- Quadro teorico: le crisi finanziarie “sistemiche” e quelle “idiosincratice”, cause e origini: “*This time is different...*”: il rompicapo del “mercato in equilibrio” e della stabilità finanziaria; cenni ad alcune teorie su “bolle” ed esplosioni delle medesime: Joseph Stiglitz, Milton Friedman, Paul Krugman, Ben Bernanke, Martin Wolf, Tim Geithner, George Cooper; digressione su Hyman Minsky, sul Keynes della “General Theory” (1936) e sulle teorie alternative e contrapposte del “mercato efficiente” e della “instabilità finanziaria inerente”; l’attuale (e annoso) dibattito sul ruolo delle banche centrali; l’ultimo genio: il Nobel John Nash e la teoria dell’“equilibrio di Nash”;
- Cenni storici: il crack di Wall Street del 1929, la Grande Depressione e gli errori dell’amministrazione Hoover; da Bretton Woods, 1944, in compagnia di John Maynard Keynes, a Maastricht, 1999—passando da Washington, in compagnia di Richard Nixon, 1971;
- Dalle avvisaglie dei “subprime mortgages” al disastro Lehman Brothers, 2007: la Grande Recessione 2008-2009; introduzione ai concetti di *bank runs* e *money market funds*; esoterismo finanziario: *collateralized debt obligations* (CDO) e *credit default swaps* (CDS); definizione delle “categorie filosofiche” della crisi: *moral hazard*, *counterparty risk*;
- L’America reagisce: dal Segretario del Tesoro Paulson che (letteralmente) implora il Congresso allo “stimulus” del 2008 di un miliardo di dollari e ai “poteri di emergenza” della Federal Reserve; salvataggi di banche (Citigroup, Bear Sterns), finanziarie governative decotte (Fanny May, Freddie Mac) e industria automobilistica privata (Crysler); i programmi del governo federale: TARP, TALF e *stress test* sulle banche; gli interventi legislativi dal Recovery Act alla catarsi del Dodd-Frank Act del 2010 e alla conseguente costituzione del potente *Consumer Financial Protection Bureau* (CFPB), ruolo e funzioni; politiche fiscali in tempo di crisi in fase acuta: austerità o intervento di tipo “keynesiano”, un dibattito vivissimo e irrisolto, i precedenti storici;
- L’impiego della capacità di fuoco della Federal Reserve, 2008-2014: analisi del “*dual mandate*”, discussione su “espansione della massa monetaria” (iniezioni di liquidità), congelamento dei mercati di capitali (*credit crunch*), tassi di interesse e mercato obbligazionario; manovra sui tassi e programmi *Large Scale Asset Purchase* (LSAP): fondamenti macroeconomici e legali del c.d. *quantitative easing* come strumento straordinario (*non-conventional*) di politica monetaria;
- Giocare con il fuoco: l’implosione del debito pubblico, o “sovrano”, in Europa, 2009-2010; il vertice G-20 di Londra, aprile 2009;
- La ECB inizia il processo di riforma e adeguamento della struttura istituzionale e legale del c.d. Eurosystem, 2009-2010; le nuove *Guidelines* sulla valutazione dei

- titoli di credito e le c.d. “misure esterne”: *Covered Bond Purchase Program* (CBPP1) del 2009 e del 2011 (CBPP2), *Security Market Program* del 2010; controversie legali;
- La saga della Grecia ed il rischio mortale per l’euro: Grexit 2011 (o 2012)? Spunti di diritto comunitario e di diritto internazionale pubblico dei trattati; timidi tentativi di arginare l’alluvione: “meccanismi di stabilità europei” ESM e EFSM e successivi sviluppi;
  - Il mercato dei capitali non perdona: il “novembre nero” 2011; vertice G-20 di Cannes; chiusura tedesca; debito italiano insostenibile; contagio Irlanda, Spagna e Portogallo; si dice Grecia ma si pensa Italia: la proposta (rifiutata) del Fondo Monetario Internazionale e gli *spread* fuori controllo; apertura di emergenza delle linee “swap” in USD della Federal Reserve; Mario Draghi al vertice della ECB;
  - Dicembre 2011: la nuova liquidità in dollari consente alla ECB di lanciare il programma agevolato di prestiti alle banche *Long-Term Refinancing Operation* (LTRO); il vertice EU del 9 dicembre e le proposte di modifica al Trattato;
  - *Bail-outs* 1 e 2 della Grecia: analisi e inquadramento giuridico-economico; il programma di emergenza della ECB per le banche greche: *emergency liquidity assistance* (ELA);
  - Reiterata manovra ECB al ribasso sui tassi di interesse: i tagli “asimmetrici” dal maggio 2013; dissezione dei tipi di tassi di interesse fissati istituzionalmente dalla ECB: *main refinancing rate* (“*policy rate*”), *marginal lending rate*, *deposit facility rate*; introduzione agli arcani del LIBOR;
  - Vertice G-20 di Los Cabos, giugno 2012: il piano Monti sostenuto dagli USA;
  - Londra, 26 luglio 2012: le 23 parole del discorso di Draghi che placarono i mercati internazionali (“*Whatever it takes...*”);
  - Settembre 2012: la ECB lancia la propria iniziale versione del “firewall” di contenimento; caratteri e struttura legale del programma *Outright Monetary Transactions* (OMT);
  - La controversia legale sullo OMT dalla Corte costituzionale tedesca alla Corte di Giustizia europea; riflessioni su paradigma legale del “divieto di assistenza finanziaria diretta ai Paesi membri” sancita dal Trattato e schemi di acquisto del debito sovrano da parte della banca centrale, la posizione di Draghi;

## 12 ottobre 2016

- 2012-2014: prospettiva “Giappone” per l’eurozona? Pericolo deflazionistico, *deleveraging* del sistema bancario, perdurante stagnazione e alti tassi di disoccupazione, crescita minima; limiti e insufficienza dello OMT; il problema dei “canali di trasmissione” della politica monetaria e della c.d. “sterilizzazione” dell’immissione di liquidità;
- I tentativi di riforme regolamentari dirette in materia di “riserve” di capitale e di c.d. *risk retention*: le “Capital Requirements Directives” (CRD I, II, III e IV), Direttiva 2013/36/EU, Reg. EU 575/2013); *International Regulatory Framework for Banks* (Basel III, 2012); il problema delle diverse metodologie contabili GAAP e IAS: tentativi di regolamentazione delle *rating agenzie* dal Dodd-Frank negli USA alla Direttiva 2011/61/EU e alla Reg. EU 462/2013 in Europa;

- Il *framework* legale della EU in materia di “market abuse” e regolamentazione di strumenti e prodotti finanziari (*European Market Infrastructure Regulation* (EMIR, Reg. EU 648/2012, Direttiva 2014/57/EU, MiFID I e II, MiFIR, “Updated Rules” del giugno 2016, Direttiva 2011/61/EU *Alternative Investment Fund Managers* o AIMF);
- Il percorso verso l’unione bancaria europea: il *Single Supervisory Mechanism* (SSM), settembre 2013; ruolo e funzioni di supervisione bancaria tra ECB e European Banking Authority (EBA);
- Il meccanismo di supervisione in azione: il primo *stress test* sulle banche europee e la *Asset Quality Review* (ALQ), 2014;
- Giugno 2014: la ECB espande la facilità di credito per le banche con il programma *Targeted Long-Term Refinancing Operations* (TLTRO); manovra sui tassi di interesse in “territorio negativo”;
- Marzo 2015: il *quantitative easing* sbarca in Europa, la ECB inizia la sua versione dello “stimulus” con un primo pacchetto di acquisto del debito; nuove sfide legali;
- Agosto 2015: *Bail-out 3* della Grecia, analisi dell’accordo con la c.d. *troika* di BCE, Commissione EU e Fondo Monetario Internazionale;
- Dicembre 2015: *Bail-out 4* della Grecia;
- Giugno 2016: la Gran Bretagna vota per uscire dalla EU; Tentativi di valutazione dell’impatto “Brexit” e possibili scenari legali e macroeconomici;
- Luglio 2016: il secondo *stress test* sulle istituzioni bancarie europee ed il problema del sistema bancario italiano (impatto Brexit); riflessioni sul quadro giuridico dopo la Direttiva 2014/59, c.d. del “bail-in”;
- Agosto 2016: la ECB espande il programma di *quantitative easing* in un quadro di persistente stagnazione dell’economia dell’eurozona; la grande variabile 2015-16 del prezzo del petrolio: brevissima introduzione allo studio della macroeconomia dell’energia e del mercato delle materie prime;
- Discussione di diritto comunitario: discrasia tra le competenze di politica monetaria e quelle di politica fiscale nel sistema eurozona: Trattato sull’Unione Europea (TEU), Criteri di Convergenza, Patto di Stabilità del 1997, “fiscal compact” del 2012; ancora sul problema dell’art. 125 del Trattato sul Funzionamento dell’Unione Europea (TFEU) “No Bail-out”; status giuridico della moneta comune;
- *Write-Down, Collective Action Clause (CAC), Choice-of-Law Distinction, Pari Passu Clause*: breve viaggio nei problemi giuridici delle ristrutturazioni del debito pubblico e privato (casi Grecia e Argentina); discussione generale sulla gestione del rischio creditizio; cenni sullo *shadow banking system*.

### Selection of References\*

#### **Lecture consigliate prima del seminario:**

- **U.S. Federal Reserve Act of 1913, as amended (12 U.S.C. 225 *et seq.*), sections 2A; 13(3); 14**  
[www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)

- Treaty on Functioning of the European Union (TFEU), Cons. Version, art. 63; 119; 125; 127; 129-130; 136; 138; 282-284; Protocol 4, art. 18-20; 25-28; 32-35 [www.eur-lex.europa.eu/legal-content/EN-TXT](http://www.eur-lex.europa.eu/legal-content/EN-TXT)
- Treaty of the European Union (TEU), Cons. Version, art. 50 [www.eur-lex.europa.eu/legal-content/EN-TXT](http://www.eur-lex.europa.eu/legal-content/EN-TXT)
- The European Central Bank (ECB) [http://europa.eu/legislation\\_summaries/economic\\_and\\_monetary\\_affairs/inst](http://europa.eu/legislation_summaries/economic_and_monetary_affairs/inst)
- Protocol (No. 4), on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank, art. 18.1, 2010 O.J. (C 83) 230, 238
- ECB, ESCB and the Euro-system, page links: Institutional Framework; Legal Framework, chapter 2, pp. 9-17, chapter 3, pp. 18-30 <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html>
- Guideline ECB/2010/13 of 16 September 2010 Amending Guideline EBC/2000/7 on Monetary Policy Instruments and Procedures of the Eurosystem, 2010 O.J. (C 83) 230; 238
- European Commission Economic and Financial Affairs, European Stability Mechanism (ESM) [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/european\\_stabilisation\\_actions/esm](http://ec.europa.eu/economy_finance/european_stabilisation_actions/esm)
- European Commission Economic and Financial Affairs, European Financial Stability Facility (EFSF) [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/european\\_stabilisation\\_actions/efsf/index](http://ec.europa.eu/economy_finance/european_stabilisation_actions/efsf/index)
- ECB Open Market Operations <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation>
- Council of the European Union, *Council Approves Single Supervisory Mechanism for Banking*, Luxembourg, October 15, 2013 14044/13 [press.office@consilium.europa.eu](mailto:press.office@consilium.europa.eu)
- Jack Ewing, *Huge Steps Taken by Europe's Bank to Abate a Crisis*, The New York Times, September 6, 2012
- *EU Lawmakers give ECB New Powers to Supervise Euro Zone Banks*, Reuters, September 12, 2013
- TARP Programs – US Department of the Treasury [www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs-Pages](http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs-Pages)
- *Basel Committee Releases Basel III Rules Text*, Torys on Financial Institution Regulation [www.torys.com](http://www.torys.com)
- Basel Committee on Banking Supervision Reforms – Basel III: Summary Table, Bank of International Settlements [www.bis.org/bcbs/basel3/b3summerytable.pdf](http://www.bis.org/bcbs/basel3/b3summerytable.pdf)
- International Monetary Fund History: Cooperation and Reconstruction (1944-1971); The End of the Bretton Woods System (1972-1981) [www.imf.org](http://www.imf.org)

Indicazione di alcune fonti relative ai temi della Outline del seminario (Lettura pre-seminario non obbligatoria):

- Martin Wolf, *Fixing Global Finance*, chapters 3-4;

- Timothy F. Geithner, *Stress Test – Reflections on Financial Crises*, pp. 3-17; 439-450; 472-477; 481-485; 510-516
- Samuel Dahan *et alia*, *Whatever It Takes? Regarding the OMT Ruling of the German Federal Constitutional Court*, *Journal of International Economic Law*, Vol. 18 No. 1, March 2015 Oxford University Press
- Cody Perlmenter, *The Rules of the Game for Eurozone Debtors*, *The International Lawyer*, Vol. 47, No. 1, Summer 2013 American Bar Association [www.americanbar.org/content](http://www.americanbar.org/content)
- Caroline Jensen, *What Doesn't Kill Us Makes Us Stronger: But Can the Same Be Said of the Eurozone?* *The International Lawyer*, Vol. 46, No. 2, Summer 2012 American Bar Association [www.americanbar.org](http://www.americanbar.org)
- Rodrigo Olivares-Caminal, *Understanding the Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments*, *The International Lawyer*, Vol. 43, No. 3, Fall 2009 American Bar Association [www.americanbar.org](http://www.americanbar.org)
- Marcelo Bombau, *Report on Implications on Argentina of Recent US Supreme Court Decision Dealing with Argentinean Debt Restructuring*, Paper, American Bar Association, Section of International Law, 2014
- Peter Spiegel, *How the Euro Was Saved*, *Financial Times*, series of 3 articles, May 14-16, 2014
- Andreas Utermann, *Three Arrows To Put Eurozone Back on Target*, *Financial Times*, July 28, 2014
- Elaine Moore, *New Framework for Sovereign Defaults*, *Financial Times*, Aug 28, 2014
- Marshall Auerback, *"Whatever It Takes" – How Far is the ECB Really Prepared to go to Save the Euro?* *EconoMonitor*, July 30, 2012 [www.economonitor.com/blog/2012/07/whatever-it-takes](http://www.economonitor.com/blog/2012/07/whatever-it-takes)
- Ben S. Bernanke, *Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 1054, January 1983, pp. 1-5 [www.nber.org/papers/w1054](http://www.nber.org/papers/w1054)
- Graciela L. Kaminsky, Pablo Vega Garcia, *Systemic and Idiosyncratic Sovereign Debt Crises*, *Journal of the European Economic Association*, Vol. 14, Issue 1, pp. 80-81 (Abstract), February 2016 [www.onlinelibrary.wiley.com/doi/jeea](http://www.onlinelibrary.wiley.com/doi/jeea)
- Philip Swagel, *Legal, Political and Institutional Constraints on the Financial Crises Policy Response*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 29, No. 2, Spring 2015, Abstract;
- Carl Tannenbaum, *Should Central Banks Call in the Helicopters?* *Northern Trust Newsletters*, *Weekly Economic Commentary*, April 8, 2016 [www.northerntrust.com/insights-research](http://www.northerntrust.com/insights-research)
- Carl Tannenbaum, *Man v. Debt*, *Northern Trust Newsletters*, *Weekly Economic Commentary*, July 29, 2016 [www.northerntrust.com/insights-research](http://www.northerntrust.com/insights-research)
- Neil Irwin, *Negative 0.5% Interest Rate: Why People Are Paying to Save?* *The New York Times*, February 12, 2016 [www.nytimes.com/2016/02/13/upshot/negative-interest-rates](http://www.nytimes.com/2016/02/13/upshot/negative-interest-rates)

- *The Italian Job: Italy's Teetering Banks Will Be Europe's Next Crisis*, The Economist, July 9, 2016, p. 9
- *Italian Banks, Crisis and Opportunity*, The Economist, July 9, 2016, pp. 57-58
- Rachel Sanderson, *Monte dei Paschi Board Backs Private Sector Rescue Plan*, Financial Times, July 29, 2016
- *When 2% Is Not Enough—The Rich World Central Banks Need a New Target*, The Economist, August 27, 2016.

**\* I materiali di studio indicati nella prima parte (di cui si consiglia la consultazione pre-seminario) della bibliografia sono consultabili attraverso i link indicati, nel caso di website istituzionali (es. sito della ECB), oppure facilmente reperibili in Rete (articoli di stampa internazionale); Nella seconda parte della bibliografia, l'indicazione (solo di alcune) delle fonti su cui si imposterà il seminario ha soltanto scopo di riferimento per eventuale approfondimento.**

#### **ATTIVITÀ RICHIESTA AI DOTTORANDI**

Entro il 6 ottobre, i dottorandi confermeranno non più di tre temi comparatistici sui quali discutere più approfonditamente in classe nel corso delle ultime due ore del secondo giorno di seminario, 12 ottobre. Come indicazione di massima, si suggeriscono i seguenti temi:

1. Riflessioni comparatistiche sui mandati di FED e ECB; riflessi sui rispettivi strumenti di politica monetaria e sul ruolo delle banche centrali nelle crisi finanziarie;
2. In particolare: controversie legali sulle politiche “non convenzionali” adottate dalla ECB dall’OMT del 2012 al “quantitative easing” iniziato nel 2015;
3. Riflessione sulla gestione dei rischi del sistema bancario, dallo “stress test” allo “scudo” per il sistema bancario italiano, 2016; in particolare: discussione sull’impatto e sulle implicazioni della Direttiva 2014/59/EU (Direttiva c.d. “bail-in”).

I dottorandi sono tenuti a presentare individualmente anche un breve commento scritto (2/3 pagine) sui temi selezionati (anche interlocutorio e di richiesta approfondimento di un determinato tema), se ne terrà conto sia per la discussione in classe che in sede di valutazione.

Si invita cortesemente ad inviare i suddetti lavori entro il 6 ottobre p.v. all’indirizzo: [gina.gioia@unitus.it](mailto:gina.gioia@unitus.it)