

# STUDI

**parlamentari  
e di politica  
costituzionale**

Anno quarantaduesimo  
3°-4° trimestre 2009

165

166

*E s t r a t t o*

**FRANCESCA NUGNES**

**Obama e la riforma  
della vigilanza  
finanziaria**

**RIVISTA TRIMESTRALE**

Già diretta da Nicola Greco

# Obama e la riforma della vigilanza finanziaria

## 1. Introduzione

La grave crisi finanziaria innescata negli Stati Uniti dall'eccessiva disinvoltura nell'utilizzo di strumenti finanziari e dei mutui *subprime*, si è propagata a livello mondiale costringendo gli Stati ad una reazione non coordinata, quasi istintiva, di salvataggio delle principali istituzioni finanziarie il cui fallimento avrebbe avuto effetti devastanti di lunghissimo periodo (1).

Nell'intento di assicurare la continuità nell'erogazione del credito da parte dei soggetti intermediari e di evitare il *credit crunch* gli Stati, in una prima fase, hanno individuato interventi riconducibili a tre tipologie quali: la nazionalizzazione delle banche; la creazione di banche pubbliche

---

(1) Cfr. F. MERUSI, "Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito", in *Banca borsa titoli di credito*, 2009, 253 ss. (anche in *www.giustamm.it*, 1/2009), l'origine della crisi finanziaria è da ricondurre alla cartolarizzazione del rischio di credito. "Il trasferimento progressivo e incontrollato del rischio di credito altro non è che una moderna e sofisticata catena di S. Antonio destinata a provocare il ben noto effetto domino non appena si determina un'insolvenza in qualche punto della catena.(...) La crisi è diventata globale perché è partita dal Paese alla cui moneta sono agganciate tutte le altre monete, ma come succede per certi incendi, ha poi acceso un'infinità di focolai autonomi".

nelle cui casse far confluire i c.d. “titoli tossici”; la concessione di garanzie illimitata a favore dei fondi patrimoniali delle stesse banche (2).

A questa primissima fase non poteva non seguire una riflessione più ampia, ponderata sulla necessità di riformare il sistema di regolazione e vigilanza della finanza.

L’urgenza di un intervento pubblico coordinato è stata determinata da molteplici fattori tra cui il coinvolgimento delle finanze pubbliche in strumenti derivati, come i c.d. fondi sovrani, il contagio della crisi dalla dimensione finanziaria a quella economica, la consolidata interdipendenza degli Stati (3).

Così, quasi contemporaneamente, in Europa e negli Stati Uniti si è giunti ad una riforma della vigilanza e regolazione finanziaria.

In particolare, negli Stati Uniti, nel giugno 2009, l’amministrazione Obama ha presentato una proposta di riforma finanziaria, *White Paper*, articolata in cinque settori: vigilanza e ordinamento degli istituti finanziari, ordinamento dei mercati finanziari, tutela dei consumatori e degli investitori, liquidazione coatta delle istituzioni finanziarie e norme internazionali di coordinamento e di cooperazione.

La riforma proposta da Obama nel giugno del 2009 e approvata con il *Dodd-Frank Act* il 15 luglio 2010, interviene sia sull’assetto organizzativo della vigilanza finanziaria che sulla regolazione del sistema finanziario (4).

(2) Cfr. F. CAVAZZUTI, “Nuovi confini per lo Stato assicuratore?”, in G. AMATO (a cura di), *Governare l’economia nella crisi e oltre la crisi*, Passigli editore, 2009, p. 238; G. NAPOLITANO, “Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali”, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2008, n. 11, 1082 e ss. La fragilità di una ricchezza prevalentemente fondata sulla finanza è stata sintetizzata da F. GALGANO, “Le istituzioni della società post industriale”, in F. GALGANO, S. CASSESE, G. TREMONTI, T. TREU, *Nazioni senza ricchezza, ricchezza senza nazioni*, Bologna, Il Mulino, 1993, p. 14, che evidenzia come nella società post industriale esista, oltre alla società dell’industria, anche la società della finanza in cui “la tecnologia industriale è sostituita dalla tecnica contrattuale: i prodotti finanziari prendono corpo e vita solo in virtù dell’uso sapiente dei concetti giuridici. Un tempo i contratti servivano solo per far circolare le cose, ma oggi servono anche per farle, per creare prodotti finanziari. Un’accorta combinazione di parole, giacché di parole sono fatti i contratti, crea a questo modo ricchezza”.

(3) Sull’interdipendenza degli Stati che richiede necessariamente la condivisione di regole globali, soprattutto in finanza ed economia esiste una vasta letteratura, tra gli altri cfr. R. D. PUTNAM e N. BAYNE, *Sovrani ma interdipendenti: i vertici dei sette principali paesi industrializzati*, (1984), trad. it., Bologna, 1987; N. BAYNE, *Staying together: the G8 Summits Confronts the 21<sup>st</sup> Century*, Aldershot, 2005; S. CASSESE, “Fortuna e decadenza della nozione di Stato”, in *Scritti in onore di M. S. Giannini*, vol. I, Milano, Giuffrè p. 89 e ss., in cui l’autore dimostra come lo Stato sia un’esperienza storicamente limitata nello spazio e nel tempo e come di fatto il potere pubblico si stia organizzando nella forma di rete; IDEM, “Gli Stati nella rete internazionale dei poteri pubblici”, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, n. 4/99, p. 321 e ss; IDEM, “L’arena pubblica. Nuovi paradigmi per lo Stato”, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico* n. 3/2001 p. 601 e ss; IDEM, “Lo spazio giuridico globale”, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico* n. 2/2002, p. 323 e ss; IDEM, *La crisi dello Stato*, Roma-Bari, Laterza, 2002; IDEM, *Oltre lo Stato*, Roma-Bari, Laterza, 2006; G. DELLA CANANEA, “I pubblici poteri nello spazio giuridico globale”, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, n. 1/2003 p. 1 e ss.

(4) Chriss Dodd, presidente della *Banking, Housing and Urban Affairs Committee* del Senato e Barney Frank, presidente della *Financial Service Committee* della Camera dei Rappresentanti, hanno elaborato il testo finale risultante dalla fusione di due diversi testi di Camera e Senato. In particolare, secondo l’opinione pubblica, Chriss Dodd è responsabile dell’affievolimento di molte misure, come la *Volcker rule*, contenute nella riforma che non sarebbero state gradite al mondo della finanza di Wall Street, di cui è ritenuto un fidato alleato a Washington.

Si tratta di una riforma molto vasta, articolata in sedici Titoli e oltre millecinquecento articoli, la cui attuazione è in parte affidata all'emanazione di oltre cinquecento nuovi regolamenti, di cui non è possibile offrire un'analisi completa in questa sede.

Ci si limiterà, pertanto, ad analizzare principalmente la nuova architettura del sistema di vigilanza cercando di porre in luce le questioni lasciate aperte ed il grado di efficacia rispetto ai due principali obiettivi della riforma: la stabilità e la tutela dei consumatori. Si tratta di due obiettivi che, come vedremo, alludono ad un diverso rapporto tra Stato, mercato e società, caratterizzato da un affievolimento dei tratti neoliberali degli ultimi anni.

In generale, si rileva un rafforzamento del ruolo dello Stato per il corretto funzionamento del mercato. In particolare, si rafforza il potere esecutivo e segnatamente del segretario del Tesoro: presiede il nuovo *Financial Stability Oversight Council* (Fsoc) con compiti di vigilanza relativi all'insorgenza di un rischio sistemico; decide quali istituzioni finanziarie debbano essere sottoposte alla procedura di liquidazione coatta amministrativa.

In riferimento all'effettiva tutela dei diritti dei singoli, si colloca l'istituzione del *Bureau of financial consumer protection*, al quale è affidato non solo il compito di tutelare il consumatore nell'acquisto di prodotti finanziari, ma anche di fornire una personalizzata assistenza legale e istruzione finanziaria.

Si configura, dunque, un sistema di vigilanza macro e micro prudenziale. In quest'ultima accezione la vigilanza è duplice: da un lato, è relativa alla solidità/solvibilità di ciascun intermediario finanziario; dall'altro riguarda la solidità finanziaria del consumatore, che a livello aggregato, macro, influisce sulla domanda di consumi e sulla crescita economica e finanziaria.

## 2. L'assetto prima della riforma

L'architettura finanziaria statunitense è essenzialmente rimasta inalterata rispetto alla struttura inizialmente definita dalle riforme degli anni Trenta del secolo scorso, tese a contenere le gravi conseguenze della crisi del 1929. Si trattava allora di definire un sistema atto a vigilare e disciplinare l'attività di intermediazione finanziaria svolta in una dimensione limitata, per qualità e quantità dei prodotti e servizi scambiati, oltre che dai confini territoriali, opposta a quella globalizzata e complessa che caratterizza l'attuale sistema finanziario.

In generale, il sistema di vigilanza pubblica sui mercati finanziari statunitensi è strutturato su due livelli, federale e statale, caratterizzati da una molteplicità di autorità di vigilanza che hanno rafforzato ed ampliato il proprio ruolo anche per effetto della regolazione prodotta dalle stesse *authorities*.

Nell'attuale sistema finanziario operano diverse tipologie di soggetti che per chiarezza d'esposizione sarà bene elencare in ragione dell'attività e del regolatore di riferimento.

Una prima distinzione riguarda le banche commerciali che si dividono in: banche a statuto federale, *federally-chartered banks* dette anche *national banks*, che fanno parte del *Federal Reserve System* del quale sono tenute a sottoscrivere una quota. Le *national banks* sono sottoposte alla vigilanza e regolazione dell'*Office of Comptroller of the Currency* (Occ) (5).

L'altra tipologia di banche commerciali è rappresentata dalle banche a statuto statale, *state banks*. Queste si distinguono poi in *State member banks* o in *State non member banks*: le prime aderiscono al *Federal Reserve System*; le secondo no. Le *State member banks* sono sottoposte alla vigilanza e alla regolazione del *Federal Reserve System*; per le *State non member banks* l'attività di vigilanza e regolazione è svolta dalla *Federal deposit insurance corporation* (Fdic) (6).

Oltre alle banche commerciali esistono le *thrift institutions* di cui fanno parte le *saving banks*, le *savings and loan associations* e le *credit unions*.

Anche in questo caso si ripete il sistema duale che vede a livello federale le *federally-chartered*, a livello statale le *State-chartered*: le prime autorizzate e regolate dall'*Office of thrift supervision* (Ots), ora soppresso; le seconde dalle competenti autorità statali.

Naturalmente sul mercato operano le *holding companies* che offrono servizi e prodotti bancari assicurativi, e di investimento. Queste si distinguono, in ragione dell'attività che le caratterizza in *Financial Holding Companies* (Fhc) e in *Banking Holding Companies* (Bhc) (7). Entrambe rientrano nella *umbrella supervision* della *Federal Reserve* di cui fanno parte diverse altre autorità di vigilanza di riferimento (*functional regulators*) per i diversi settori e soggetti interessati, tipicamente quello finanziario e assicurativo.

I soggetti pubblici che offrono servizi di intermediazione finanziaria per l'acquisto di immobili residenziali, le *Housing and mortgage credit agencies*, come le note *Fanny Mae* e *Freddie Mac*, sono sottoposti alla vigilanza

(5) L'Occ è un'agenzia del *Department of Treasury*, composta da quattro distretti e circa settanta distaccamenti territoriali. Ha sede a Washington.

(6) La Fdic è un'agenzia indipendente del governo federale, attraverso cui le *commercial banks* e le *savings institutions* assicurano i loro depositi.

(7) La differenza tra le Bhc e le Fhc è sottile e talvolta labile. Il *Banking Holding Company Act* relegava l'attività delle Bhc all'offerta di servizi e prodotti di tipo bancario. Successivamente, per effetto delle modifiche introdotte dal *Gramm-Leach-Bliley Act* del 1999, il ventaglio delle attività delle Bhc si è significativamente ampliato consentendo ad ogni banca con un solido capitale di fornire servizi di investimento, d'assicurazione e altri prodotti correlati, evolvendo verso la forma della Fhc. Secondo il *Gramm-Leach-Bliley Act*, qualsiasi società che non sia una banca commerciale, che tragga l'85 per cento dei suoi introiti da servizi finanziari (assicurazioni, cartolarizzazioni, swap, etc.) può optare di diventare una Fhc con l'obbligo di dismettere entro dieci anni le rimanenti attività commerciali. Cfr. L. LAMKIN BROOME e J. W. MARKAM, "The Gramm-Leach-Bliley Act: an Overview", *Paper 1/2001*, University of North Carolina School of Law.

di organi di controllo *ad hoc*; mentre gli intermediari finanziari privati sono sottoposti alla vigilanza degli *State banking departments* (Sbd).

Un ruolo di primo piano nella vigilanza e regolazione del mercato mobiliare è svolto dalla *Security Exchange Commission* (Sec), equivalente della nostra Consob, e dalla *Commodity futures trading Commission* (Cftc) che vigila e regola il mercato dei titoli azionari e strumenti derivati su merci. Si tratta di due autorità il cui ambito non è precisamente ripartito, ragion per cui spesso si verificano sovrapposizioni (*overlapping*) o zone grigie che sfuggono alla vigilanza.

Ai regolatori sopra elencati si aggiungono le *Self regulatory organizations* (Sro), che sono organizzazioni non governative, autorizzate allo svolgimento di attività di vigilanza e regolazione su determinati settori, come ad esempio la *National Association of Securities Dealers* (Nasd) e la *New York Stock Exchange Commission* (Nyse) che hanno vigilato e regolato lo scambio e la compravendita di titoli sul Nasdaq e sull'Euronext, fino al 2007, anno in cui si sono fuse nella *Financial Industry Regulatory Authority inc.* (Finra).

Il necessario coordinamento tra i regolatori del sistema è svolto in senso verticale, tra il livello federale e quello statale, dallo *State Liaison Committee*. Il coordinamento in senso orizzontale è svolto per il livello federale dal *Federal Financial Institution and Examination Council*; a livello statale, il coordinamento tra i diversi *Supervision banking department*, è affidato alla *Conference of State Banking supervisors*.

La complessità della struttura finanziaria e del sistema di vigilanza e regolazione si presta a diverse ed in parte contrapposte osservazioni.

Da un lato, è stato evidenziato il vantaggio derivante da un regolamento ispirato ad un modello di federalismo competitivo, in cui gli operatori avrebbero potuto scegliere il sistema regolatorio più conveniente tra quelli vigenti nell'ambito di ciascuno Stato o di ciascun settore a livello verticale, riducendo i costi d'ingresso sul mercato. L'assunto di base è che, anche nella regolazione, la concorrenza dovrebbe portare a migliori condizioni per gli operatori e per il mercato che beneficerebbe di regole migliori prodotte su *input* della concorrenza tra i diversi regolatori.

Dall'altro, tuttavia, la crisi finanziaria ancora in corso ha evidenziato che la molteplicità e la frammentazione delle aree di regolazione, pur innescando un certo margine di concorrenza, non ha sortito l'effetto di migliori regole per un migliore mercato, ma ha creato fenomeni di sovrapposizione, complicati talvolta da uno scarso scambio di informazione. Peraltro, anche la responsabilità del controllo delle operazioni di consolidamento finanziario delle grandi aziende, è stata frammentata tra diverse autorità di regolamentazione federali, il che, unitamente all'ambiguità nella definizione giuridica di "banca", ha permesso ai proprietari delle banche e di altre istituzioni finanziarie di scegliere il regolatore più conveniente per loro (*shopping for the regulator*).

Questo sistema, in sintesi, ha certamente consentito agli operatori di scegliere il regolatore più adatto al proprio *business* senza che ciò si traducesse in un miglioramento delle regole del mercato o in una maggiore garanzia dei diritti dei fruitori di prodotti e servizi finanziari in generale. Tutto il sistema è stato poi caratterizzato da una generale insufficiente vigilanza da parte dello Stato (8).

### 3. Il nuovo assetto secondo il modello *Twin peaks*

In considerazione delle lacune esistenti e della crisi finanziaria conclamata dai *sub prime*, già prima della riforma proposta da Obama, era stato avanzato nel marzo del 2008 dall'allora Segretario del Tesoro Henry Paulson, un piano generale di riforma del c.d. *regulatory framework* statunitense, il *Blueprint for a modernized financial regulatory structure*, finalizzato a riassetto l'architettura della regolazione finanziaria nell'intento di rendere più competitivo il mercato statunitense rispetto ai mercati finanziari degli altri Paesi (9).

In estrema sintesi il Piano Paulson prefigurava un'architettura basata sull'approccio regolatorio *objectives based*, caratterizzato da una specifica autorità preposta al perseguimento dei tre principali obiettivi della rego-

---

(8) Cfr. M. OJO, "Co-operative and competitive Enforced Self Regulation: the Role of Governemnts, Private actors and Banks in Corporate Responsibility", *Paper 2/2010*, Center For European Law and Politics, che evidenzia come la "corporate responsibility and accountability could be fostered through monitoring and the involvement of governments in the regulation of firms"; J. GERARDIN, "The Perils of antitrust proliferation - The process of decentralized Globalization and the Risks of Over regulation of competitive behavior", in *Chicago Journal of International Law* n. 1/2009 p. 2 e ss; Z. GOSHEN e G. PARCHOMOVSKY, "The essential role of securities regulation", in *Duke Law Journal*, vol. 55/2006 p. 711 e ss; in riferimento ai vantaggi del *federalism competitive* nella regolazione si veda R. ROMANO, *The advantage of competitive Federalism for securities Regulations*, Washington D.C., 2002.

(9) Sono individuabili quattro tipi di approccio alla vigilanza dei mercati, così come definiti dal GROUP OF THIRTY - G30 in *The structure of financial supervision. Approaches and challenges in a global Marketplace*, 2008: Istituzionale; Funzionale; Integrato; *Twin Peaks*. In base all'approccio istituzionale (adottato in Cina, Hong Kong, Messico) è la tipologia del soggetto che determina il regolatore preposto alla vigilanza sulla propria attività. In questi modelli è determinante la funzione di coordinamento tra i diversi regolatori. Nell'approccio per funzioni (adottato in Italia, Francia, Spagna, Brasile) la qualità dell'attività esercitata dal soggetto determina il carattere della vigilanza indipendentemente dalla tipologia giuridica del soggetto che la esercita. Anche in questo caso la funzione di coordinamento è fondamentale per l'efficacia della vigilanza e regolazione. In base all'approccio integrato (vigente in Canada, Germania, Giappone, Singapore, Svizzera, Regno Unito) un unico soggetto esercita la vigilanza e la regolazione delle attività per tutti i settori dei servizi finanziari. Nell'approccio "*Twin peaks*" la regolazione è *objective based* ed è caratterizzata da un potenziale conflitto tra la vigilanza prudenziale e la tutela dei consumatori. Si tratta di un tipo di approccio verso il quale stanno evolvendo, oltre agli Stati Uniti anche l'Italia, la Francia e la Spagna. Cfr. in generale, relativamente alla regolazione degli Stati Uniti, P. MC COY, A. D. PAVLOV e S. M. WACHTER, "System Risk Through Securitization: The Result of Deregulation and Regulatory Failure", in *Connecticut Law Review*, n. 41/2009, p. 493.

lazione quali: la stabilità finanziaria, la *safety and soundness regulation* e il rapporto degli intermediari finanziari con i consumatori (10).

Gli obiettivi di recupero della stabilità e solidità del sistema finanziario sono stati recepiti dall'*Emergency Economic Stabilization Act of 2008* che pur introducendo necessarie misure volte al contenimento degli effetti destabilizzanti della crisi non rappresenta ancora una riforma organica della vigilanza e regolazione del sistema finanziario (11).

Questa è appunto rappresentata dal *White Paper* di Obama, poi sviluppato e ampliato nella versione definitiva del *Dodd-Frank Act*, improntato ad una regolazione *objective based* in cui è chiaramente individuabile il modello *Twin Peaks* caratterizzato, da un lato, dal rafforzamento della presenza di un regolatore, il *Financial Stability Oversight Council* (Fsoc), diverso dalla banca centrale, preposto all'applicazione di regole prudenziali finalizzate al mantenimento della stabilità finanziaria al riparo di rischi sistemici; dall'altro da un apposita *authority* dedita alla tutela dei consumatori nei confronti degli intermediari finanziari, il *Bureau of Financial Consumer Protection* (12).

La principale criticità del modello *Twin Peaks* risiede nella sostanziale incompatibilità tra la logica seguita nella *prudential regulation* e quella seguita nella *consumer protection regulation*.

Nel primo caso, il regolatore tende ad avere un comportamento quasi di tipo collaborativo con le istituzioni finanziarie, in quanto il suo ruolo consiste nel vigilare che sia mantenuto il rispetto degli standard stabiliti. Nella misura in cui gli intermediari finanziari non riescono a rispettare determinati criteri o lo stesso regolatore individui una minaccia per la sicurezza e la stabilità degli operatori finanziari, l'obiettivo del regolatore diventa l'individuazione di una soluzione di compromesso che consenta alle istituzioni finanziarie di recuperare una posizione adeguata agli standard di regolazione del mercato.

Nel secondo caso, all'opposto, la regolazione posta a tutela del consumatore, è primariamente in posizione avversa rispetto a quella degli

---

(10) Un'analisi del Blueprint è offerta da D. SICLARI, "Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione", in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2009; per un primo commento alle modifiche dell'architettura finanziaria proposta nel *White paper* di Obama si veda E. J. PAN, "Four Challenges To Financial Regulatory Reform", *Working paper* 280/2009, Benjamin N. Cardozo School of Law Jacob Burns Institute for Advanced Legal Studies.

(11) Per un commento all'*Emergency Economic stabilization Act of 2008* si veda G. NAPOLITANO, cit., specie p. 1087-1091; L. A. BEBCHUK, "A Plan For Addressing The Financial Crisis", *Discussion Paper* No. 620/2008, reperibile all'indirizzo: [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/).

(12) Cfr. M. TAYLOR, "Twin Peaks: A regulatory Structure for the new Century, Centre for study of financial innovation", *Working paper*, 1995; circa un anno dopo, per superare le critiche relative alla difficoltà di definire ed individuare un "rischio sistemico", C. A. E. GOODHART, "Some regulatory concerns", in *Swiss Journal of economics and statistics* n. 132/1996, p. 613 e ss., proponeva la duplicazione delle *authorities* a seconda delle dimensioni del mercato di riferimento.

intermediari finanziari. In questo caso il regolatore tende ad usare il suo potere per imporre più stringenti criteri all'attività degli operatori finanziari e per applicare una disciplina più severa in caso di violazioni.

Queste differenti logiche seguite nella vigilanza della stabilità finanziaria e della tutela dei consumatori giustificano la presenza di due diversi regolatori nel sistema.

La questione che si pone nel caso del *Twin Peaks* adottato nella proposta di Obama, e mantenuto nel *Dodd-Frank Act*, è quanto questo possa essere un modello in grado di bilanciare le due logiche in modo tale da garantire un'adeguata tutela dei consumatori.

Prima di affrontare la questione, di cui si tratterà più avanti, è appena il caso di ricordare che la necessità di una più forte disciplina a tutela dei consumatori è esplosa negli Stati Uniti in seguito alla crisi dei c.d. mutui *sub prime*. La bolla immobiliare si è innescata in parte per il facile accesso ai mutui ipotecari a tasso variabile con un basso incremento iniziale del tasso di interesse, che ha comportato un aumento della spesa e del livello di indebitamento dei consumatori. Quando il prezzo delle case è cominciato a scendere, il tasso di interesse è cominciato a salire in modo sproporzionato rispetto alle disponibilità finanziarie delle famiglie che avevano contratto mutui senza poter contare sulla necessaria conoscenza delle caratteristiche e dinamiche del prodotto.

Questo stato di cose è stato agevolato dallo scarso interesse che fino ad oggi i regolatori hanno mostrato per la tutela del consumatore. Basti pensare che la *Federal Reserve* a partire dagli anni Novanta del secolo scorso in poi ha preferito non condurre alcuna indagine sul rispetto della *compliance* relativa ai consumatori da parte delle Bnc, nonostante siano state presentate innumerevoli denunce di pratiche finanziarie abusive a danno di famiglie a basso reddito (13).

Proprio partendo dalla constatazione dell'incidenza che le lacune relative alla tutela dei consumatori ha avuto nello sviluppo della crisi finanziaria, il *Dodd-Frank Act* interviene in materia con un approccio globale, imperniato non solo su una nuova *authority*, ma anche sull'idea di un consumatore istruito e consapevole delle proprie scelte finanziarie.

#### **4. La regolazione macro e micro prudenziale del *Financial Stability Oversight Council* e della *Federal Reserve***

Un punto fondamentale del *Dodd-Frank Act* è stata la creazione di un

---

(13) Cfr. B. APPLEBAUM, "As subprime lending crisis unfolded, Watchdog Fed didn't Bother Banking", *Washington Post*, 27 settembre 2009.

*systemic risk regulator*, in grado di monitorare gli andamenti dell'economia e dei mercati finanziari al fine di applicare regole prudenziali tali da scongiurare o mitigare danni al sistema finanziario complessivo (14).

Questo ruolo è affidato al *Financial Stability Oversight Council* (Fsoc), presieduto dal Segretario del Tesoro, strutturato all'interno del Tesoro e composto dai presidenti delle principali *authorities* finanziarie (15).

In linea generale, il Fsoc svolge anche un'azione di coordinamento tra le diverse *authorities* attraverso lo scambio di informazioni e l'indicazione di possibili rischi per il mercato. In questo caso, il coordinamento non si configura come paritario considerato che le raccomandazioni del Fsoc circa gli standard da applicare, sono vincolanti per le *authorities* di settore che non possono discostarsene se non con atto motivato (16).

Le attività che il Fsoc svolge nel ruolo di garante del rischio sistemico sono analoghe a quelle del Esrb europeo, con la differenza che il rapporto intercorrente tra il Fsoc e la *Federal Reserve* si caratterizza per una collaborazione paritaria (17). Tale collaborazione se, da un lato, non prevede un vin-

(14) La necessità di creare un Consiglio di vigilanza dei rischi sistemici si basava nel *White paper* sulla rilevazione dei punti critici del previgente sistema di regolazione. In primo luogo, è stato rilevato un livello eccessivamente basso dei requisiti patrimoniali e di liquidità. Le autorità di regolazione non hanno imposto alle banche di detenere capitale sufficiente a coprire le attività commerciali ad alto rischio e né tantomeno hanno richiesto un piano di accantonamento delle risorse a garanzia di eventuali situazioni finanziarie avverse. In secondo luogo, è stato osservato che le autorità di regolazione non hanno tenuto conto dei gravi danni che sarebbero potuti derivare per il mercato dal fallimento di imprese grandi e interconnesse (c.d. *too big to fail*). In terzo luogo, la responsabilità del controllo delle operazioni di consolidamento finanziario delle grandi aziende è stata frammentata tra diverse autorità di regolamentazione federali, il che ha consentito di consolidare la prassi dello *shopping for the regulator*. Cfr. "Financial regulatory reform. A new foundation: rebuilding financial supervision and regulation", proposed by President Obama to the Congress, giugno 2009.

(15) In base alla Sezione 111 del *Dodd-Frank Act*, il *Council* è composto da "The voting members, who shall each have 1 vote on the Council shall be: (A) the Secretary of the Treasury, who shall serve as Chairperson of the Council; (B) the Chairman of the board of Governors; (C) the Comptroller of the Currency; (D) the Director of the Bureau; (E) the Chairman of the Commission; (F) the Chairperson of the Corporation; (G) the Chairperson of the Commodity Futures Trading Commission; (H) the Director of the Federal Housing Finance Agency; (I) the Chairman of the National Credit Union Administration Board; and (J) an independent member appointed by the President, by and with the advice and consent of the Senate, having insurance expertise". Vi partecipano, inoltre, i membri senza diritto di voto che saranno "(A) the Director of the Office of Financial Research; (B) the Director of the Federal Insurance Office; (C) a State insurance commissioner, to be designated by a selection process determined by the State insurance commissioners; (D) a State banking supervisor, to be designated by a selection process determined by the State banking supervisors; and (E) a State securities commissioner (or an officer performing like functions), to be designated by a selection process determined by such State securities commissioners".

(16) Cfr. la Section 120 recante "Additional standards applicable to activities or practices for financial stability purposes - (c) Implementation of recommended standards (2) Imposition of standards", dispone che "The primary financial regulatory agency shall impose the standards recommended by the council in accordance with subsection (a), or similar standards that the council deems acceptable, or shall explain in writing to the council, not later than 90 days after the date on which the council issues the recommendation, why the agency has determined not to follow the recommendation of the council".

(17) Si veda la proposta di regolamento della Commissione europea COM (2009) 499 del 23 settembre 2009, per l'istituzione dell'Esrb in sostituzione del precedente *European Systemic Risk Council*, Esrb, proposto

colo giuridico per le raccomandazioni del Fsoc alla *Federal Reserve*, dall'altro prevede però che, nel caso in cui tali raccomandazioni non siano recepite, il Fsoc presenti un rapporto al Congresso per evidenziare i rischi derivanti dalla mancata applicazioni degli standard raccomandati (18).

Peraltro, tali raccomandazioni possono riguardare anche la necessità di sottoporre ad una più stringente vigilanza della *Federal Reserve* intermediari finanziari che il Fsoc ritiene potenzialmente pericolosi per il sistema finanziario (19). In questo caso la *Federal Reserve* potrà adottare decisioni limitative delle attività di questi ultimi solo con il voto favorevole dei 2/3 dei membri del Fsoc (20).

Tali disposizioni consentono di interpretare l'ampliamento del ruolo della *Federal Reserve* in un'ottica funzionale ad un rafforzamento prudenziale della vigilanza finanziaria svolta dal Fsoc.

L'approccio macroprudenziale e microprudenziale della riforma statunitense si intrecciano al punto che il Fsoc indica alla *Federal Reserve* i criteri per fissare gli standard minimi di capitale di rischio delle istituzioni finanziarie il cui fallimento potrebbe costituire una minaccia per la stabilità finanziaria, in ragione delle loro dimensioni, del loro livello di indebitamento, della connessione con altre imprese sul mercato (*too big to fail*) (21).

---

dalla commissione de Larosière. Sulla riforma della vigilanza in Europa si veda M. OCCHIENA, "La riforma della vigilanza finanziaria dell'Unione europea", in *Giustamm.it*, Anno VII, luglio 2010, specie p. 21-33.

(18) Cfr. S. L. SCHWARCZ, "Systemic Risk", in *The Georgetown Law Journal*, n. 97/2008, p. 193; C. MUNDY, "The Nature of Systemic Risk: Trying To Achieve a Definition", in *Balance Sheet*, Oct. 24, 2004 G. G. KAUFMAN, "Bank Failures, Systemic Risk, and Bank Regulation", in *CATO Journal* n. 5/1996; A. GREENSPAN, "Remarks at a Conference on Risk Measurement and Systemic Risk, Board of Governors of the Federal Reserve System", Nov. 1995, disponibile all'indirizzo <http://www.cato.org/pubs/journal/cj16n-2.html>.

(19) In base alla Sezione 115 (Enhanced supervision and prudential standards for nonbank financial companies supervised by the board of governors and certain bank holding companies), il *Financial Oversight Council*, al fine di prevenire un rischio sistemico può inviare una raccomandazione alla *Federal Reserve* relativamente alla definizione di standard e regole prudenziali applicabili alle "nonbank financial companies supervised by the Board of Governors and large, interconnected bank holding companies, that - (A) are more stringent than those applicable to other nonbank financial companies and bank holding companies that do not present similar risks to the financial stability of the United States; and (B) increase in stringency, based on the considerations identified in subsection".

(20) "Sec. 121 (Mitigation Of Risks To Financial Stability) (A) Mitigatory Actions. If the Board of Governors determines that a bank holding company with total consolidated assets of \$ 50.000.000.000 or more, or a nonbank financial company supervised by the Board of governors, poses a grave threat to the financial stability of the United States, the Board of Governors, upon an affirmative vote of not fewer than 2/3 of the voting members of the Council then serving, shall: (1) limit the ability of the company to merge with, acquire, consolidate with, or otherwise become affiliated with another company; (2) restrict the ability of the company to offer a financial product or products; (3) require the company to terminate one or more activities; (4) impose conditions on the manner in which the company conducts 1 or more activities; or (5) if the Board of Governors determines that the actions described in paragraphs (1) through (4) are inadequate to mitigate a threat to the financial stability of the United States in its recommendation, require the company to sell or otherwise transfer assets or off-balance-sheet items to unaffiliated entities".

(21) La Sezione 112 (Council Authority) del *Dodd-Frank Act* dispone che "The purposes of the Council are (A) to identify risks to the financial stability of the United States that could arise from the material finan-

È in riferimento a queste ultime che si coglie l'estensione dell'approccio microprudenziale della riforma finanziaria statunitense.

In linea generale, infatti, la riforma parte dalla constatazione che il fallimento di grandi banche di investimento ha acuito gli effetti destabilizzanti della crisi finanziaria a causa della loro dimensione e soprattutto della loro interconnessione con altri intermediari finanziari. Quest'ultimo fattore, non ha consentito di assoggettarle ad un monitoraggio efficace, in grado di rilevare la criticità della complessiva esposizione debitoria (22).

La scarsa trasparenza relativa all'identità dei soggetti operanti sul mercato finanziario è stata agevolata dalla circostanza che molte "financial firms", come accennato, non rientravano nella definizione giuridica di "banca" secondo il *Banking Holding Company Act* (Bhc), il che ha consentito loro di sfuggire ad una vigilanza più stringente applicata a queste ultime.

Il riferimento è agli intermediari finanziari principalmente dediti ad attività di investimento, come le *third institutions* o ad altre *holding companies* come le *Trust companies* che hanno "beneficiato" di una vigilanza individuale e frammentaria, pressoché inutile.

Nell'ottica di guadagnare una visione complessiva dei soggetti presenti sul mercato finanziario, il *Dodd-Frank Act* estende, in primo luogo, agli intermediari "nonbank" la vigilanza e la regolazione prevista per le altre istituzioni finanziarie contemplate dal *Bhc Act*.

A tal fine, in linea con il *Bhc Act*, definisce "nonbank financial company" le istituzioni prevalentemente impegnate in attività finanziarie, tali che l'85 per cento degli introiti o del capitale sia attribuibile ad attività che sono di natura finanziaria. Tali istituzioni sono poi classificate come "sistemicamente importanti" se tale definizione è approvata a maggioranza dei 2/3 del Fsoc. Ottenuta la qualificazione di "nonbank financial company systemically important" l'impresa dovrà essere registrata presso la *Federal Reserve* entro 180 giorni.

Una volta ampliato l'ambito di sorveglianza e regolazione della *Federal Reserve*, il *Dodd-Frank Act* tenta, in secondo luogo, di eliminare le ambiguità che caratterizzano gli operatori del sistema reintroducendo la distinzione tra banche commerciali e banche di investimento (c.d. *Volcker rule*) (23),

---

cial distress or failure, or on going activities, of large, interconnected bank holding companies or nonbank financial companies, or that could arise outside the financial services marketplace; (B) to promote market discipline, by eliminating expectations on the part of shareholders, creditors, and counterparties of such companies that the Government will shield them from losses in the event of failure; and (C) to respond to emerging threats to the stability of the United States financial system". Cfr. K. A. SCOTT, "Addressing the Conditions Leading to System Risk on a Global Basis", in *N.Y. Law Journal*, Marzo 2009.

(22) Cfr. W. K. SJOSTROM, "The AIG Bailout", in *Washington & Lee Law Review*, n. 66/2009, p. 943 e ss..

(23) Il *Banking Act* del 1933, comunemente conosciuto come il *Glass-Steagall Act* è stato emanato dopo la crisi finanziaria del 1929 ed aveva operato una sostanziale separazione tra le banche di investimento e le banche commerciali, nell'intento di migliorare la trasparenza nel settore bancario. Successivamente il *Gramm-Leach-Bliley Act* del 1999 ha eliminato la distinzione tra banche commerciali e banche di investimen-

al fine di agevolare una adeguata vigilanza microprudenziale *ex ante* (24). Tale distinzione ha la sua *ratio* nella convinzione che attività speculative come il *trading* siano altamente rischiose e per questo non possano essere svolte con risorse finanziarie garantite dallo Stato che finirebbe per essere indirettamente esposto a nuove crisi finanziarie (25).

Il ruolo primario che la *Federal Reserve* riveste nella vigilanza microprudenziale, si spiega con l'intento del legislatore statunitense di razionalizzare il sistema di regolazione delle *bank* e delle *nonbank financial holding companies* istituendo un unico regolatore in luogo di molteplici agenzie, che peraltro, non sempre hanno potuto disporre di *expertise* in grado di vigilare sulle attività di tali istituzioni finanziarie.

---

to nell'intento di riconsolidare il settore bancario, ma proprio la soppressione di tale distinzione è stata ritenuta una delle cause della crisi finanziaria del 2008. Probabilmente per cercare di mitigare la rigidità del futuro sistema il *Dodd-Frank Act* prevede per le banche di investire fino al 3 per cento del proprio Tier1 capital in *Hedge fund* e *private equity*. Cfr. Title VI Sec. 606 (Requirements for financial holding companies to remain well capitalized and well managed).

(24) In coerenza con l'obiettivo di trasparenza sotteso alla *Volcker Rule*, si pone la disposizione che impone alle istituzioni finanziarie di illustrare la propria esposizione in strumenti derivati (*Lincoln amendment*). In particolare, le istituzioni finanziarie dovranno trasferire le attività relative ai derivati in compagnie finanziarie separate, c.d. "*nevo*" al fine di limitare le conseguenze di un eventuale fallimento originato proprio dalla speculazione in derivati. La disciplina di questi strumenti è stata significativamente ridefinita soprattutto per i derivati *Over the counter* (Otc), scambiati, fino ad oggi, in mercati non regolamentati. Il *Dodd-Frank Act* stabilisce che lo scambio degli Otc sarà regolato e vigilato da una stanza di compensazione centrale, *clearing house* (Sec. 725). La *Clearing House*, potrà essere una società che svolgerà funzioni analoghe a quelle svolte dalla Cassa di Compensazione e Garanzia nel nostro ordinamento: rappresenta la controparte centrale per il cui tramite si realizza l'operazione di scambio subordinata al pagamento di una somma (margin) da parte del compratore e del venditore; garantisce il buon fine dell'operazione; in caso di insolvenza di una della parti la *clearing house* ha diritto di rivalsa nei confronti della parte inadempiente. Anche in Europa la riflessione sulla regolamentazione degli strumenti derivati è costante. Nella comunicazione del 3 luglio 2009 la Commissione ha analizzato le caratteristiche delle diverse tipologie di derivati, la struttura dei mercati e le debolezze del sistema di vigilanza e regolazione (COM (2009) 332 final). Il 14 giugno 2010 la Commissione europea ha avviato una consultazione avente ad oggetto "Strumenti derivati e infrastrutture di mercato". La consultazione, chiusa il 10 luglio, ha riguardato: i) la compensazione e la mitigazione dei rischi propri degli strumenti derivati scambiati (Otc); ii) i requisiti delle controparti centrali; iii) la interoperabilità; iv) gli obblighi di comunicazione e requisiti per le *Trade Repositories*. Sul punto sono emerse criticità non solo relative alla struttura e alle caratteristiche dei mercati dei derivati ma anche all'efficacia delle future controparti centrali (*clearing house*) che dovrebbero compensare e garantire da rischi imprevisi i contraenti e che non vantano una solidità finanziaria adeguata. Cfr. Commission staff working paper accompanying the Commission Communication "Ensuring efficient, safe and sound derivatives market", SEC (2009) 905 final, Brussels, 3.7.2009.

(25) La disciplina basata sulla distinzione tra banche commerciali e banche di investimento è tracciata in particolar modo nel Titolo VI-Improvements To Regulation Of Bank And Savings Association Holding Companies And Depository Institutions e nel Titolo VII - Wall Street Transparency And Accountability. Sul punto numerose sono state le critiche circa la praticabilità della distinzione tra banche commerciali e banche di investimento. In particolare M. WOLF, "Caro Obama, caro Volcker, stavolta avete torto", in *Il Sole24Ore*, 27 gennaio 2010, sostiene che la crisi finanziaria non è stata innescata dalle grandi banche ma dal "fallimento di un istituto piccolo e fortemente interconnesso come la Lehman a rivelarsi decisivo". Peraltro, non si può fare a meno di notare che a differenza di quanto avveniva negli anni trenta in cui il *Glass-Steagall Act* introdusse tale distinzione per la prima volta, oggi il mercato finanziario ed i soggetti sono molto più complessi ed offrono servizi che variano dal semplice credito in valuta nazionale al credito in valuta estera, allo *swap* o ai *corporate bond* a tasso fisso o variabile e così via. Cfr. R. POSNER, *A Failure of Capitalism: The Crisis of '08 and the Descent into Depression*, Harvard University Press, 2009; IDEM, *The crisis of capitalist democracy*,

Questa circostanza si è resa particolarmente evidente nel caso dell'*Office of Thrift Supervision*, che in ragione della fallimentare vigilanza nel suo settore, è stato soppresso (*Title III-Sec.313, Enhancing Financial Institution Safety and Soundness Act of 2010*).

Le sue risorse e funzioni sono ora trasferite alla *Federal Reserve*, alla *Federal deposit insurance corporation* (Fdic) e all'*Office of the Comptroller of the Currency* (Occ) in ragione delle diverse tipologie di attività finanziarie.

In particolare, alla *Federal Reserve* sono trasferite le funzioni di vigilanza e regolazione relative a tutte le *holding company* di credito e risparmio (*saving and loan company*); alla Fdic sono trasferite le funzioni di vigilanza e regolazione relative alle casse di risparmio a statuto statale (*state saving association*), mentre l'Occ sarà responsabile per le casse di risparmio a statuto federale (*federal saving association*). In pratica, la vigilanza e la regolazione delle *thrift institutions* mantiene il sistema duale, statale-federale, attraverso una razionalizzazione dei soggetti che per i due diversi livelli amplieranno le loro competenze.

In questo modo, ci si vuole allontanare dal precedente modello di regolazione funzionale in cui una commissione composta da regolatori di determinati tipi di istituzioni finanziarie, come banche commerciali o società di intermediazione, si è rivelata meno focalizzata sulle necessità del sistema finanziario complessivo e più su quelle dei singoli intermediari finanziari (26).

Tuttavia, il rafforzamento del ruolo della *Federal Reserve* è stato molto criticato durante l'esame della proposta di legge al Congresso: la Fed non ha saputo riconoscere gli alti rischi innescati dalla bolla immobiliare tra il 2001 e il 2006 e, soprattutto, non ha riconosciuto per lungo tempo che l'estrema facilità nella concessione dei mutui ipotecari avrebbe spinto il prezzo degli immobili ad un livello insostenibile per le famiglie della classe media.

In generale, mentre da un lato è apparso condivisibile l'intento di

---

Harvard University press, 2010; C. A. JOHNSON, "Exigent and Unusual Circumstances The Federal Reserve and the U.S. Financial Crisis", in *European Business Organization Law Review*, n. 5/2010.

(26) Il Titolo III, "The Enhancing financial institution safety ad Soundaness Act of 2010" del *Restoring American Financial stability Act of 2010* (S.3217) ha soppresso l'*Office of Trift Supervison* (Ots), trasferendone compiti e poteri principalmente all'*Office of Comptroller of the Currency* (Occ) e alla *Federal Reserve*, e in parte alla *Federal deposit Insurance Corporation* (Fdic). Cfr. M. S. SOLENDER, "How The Obama Administration Should Regulate The Financial Sector", *Working Paper 2/2009*, Yale Law School, osserva che "There are various factors that can undermine effective examinations even conducted under the best model. Some degree of rotation of regulatory personnel is desirable to avoid 'captive regulators' but too frequent rotation prevents the regulators from becoming sufficiently knowledgeable about the institution to really know where to look and what to ask. A proper balance needs to be struck. Employee attrition can also undermine examinations. The regulatory agencies generally need sufficiently attractive working conditions to retain their examiners. The current economic conditions will surely help with that. Finally, (...) the risk of 'captive regulators' must be balanced against overly adversarial examiners who can disincline a company to cooperate. If a company concludes that examiners are 'out to get' the company, its personnel may look for ways to minimize cooperation and provide as little information as they can get away with. In the end, this serves neither the company nor the regulator".

ricondurre ad una sola autorità la vigilanza e la regolazione del settore finanziario, dall'altro è stato ritenuto inquietante che non si tenesse conto che la crisi in atto è in gran parte dovuta alla politica monetaria della Fed e ai fallimenti della sua regolazione (27).

Proprio nell'ottica di vagliare le responsabilità della *Federal Reserve* nell'esercizio delle sue funzioni prima e durante la crisi finanziaria, il *Dodd-Frank Act* dispone che il *Government Accountability Office* (Gao) dovrà condurre un duplice "audit": uno sulla politica monetaria e finanziaria condotta tra il 1 dicembre 2007 e l'entrata in vigore della legge; l'altro sulla *governance* stessa della *Federal Reserve*, al fine di valutare la presenza di eventuali conflitti di interesse (28).

Il rapporto del Gao, oltre ad essere pubblicato sul sito della *Federal Reserve*, sarà presentato al Congresso.

Dunque, la *Federal Reserve* sebbene estenda il proprio ambito di vigilanza e di regolazione, non è sottratta alle eventuali responsabilità in cui è incorsa nell'esercizio delle proprie funzioni, di cui è chiamata a "dar conto", anche se indirettamente, al Congresso (29).

In sintesi, nel modello che vede l'istituzione di un Fsoc come regolatore del rischio sistemico, le funzioni della *Federal Reserve* appaiono ampliate, ma solo in misura strumentale alla politica monetaria e finanziaria che nel *Dodd-Frank Act* sembra recuperare la funzionalità rispetto alle altre politiche pubbliche generali.

(27) Secondo i critici della riforma, in questo modo non si realizza l'auspicato consolidamento dei soggetti e delle attività di regolazione e vigilanza finanziaria, ma si limita a definire un quadro di coordinamento tra la Fed e le altre agenzie di regolazione. In pratica, si riconfermerebbe il carattere ibrido del sistema che accanto ad autorità indipendenti preposte alla vigilanza di più segmenti del mercato, vede altre autorità preposte alla vigilanza di uno solo. In alternativa al rafforzamento del ruolo della *Federal Reserve* era stata avanzata da una coalizione di investitori ed analisti finanziari, la proposta di creare una nuova autorità, *Systemic Risk Oversight Regulator*, con uno staff guidato da un presidente e quattro membri nominati dal Senato su proposta del Presidente. Cfr. F. GUERRERA, "Coalition attack the plan", in *Financial Times*, 15 luglio 2009. La riforma dunque non perseguirebbe efficacemente l'obiettivo di consolidamento di vigilanza e regolazione finanziaria sebbene la crisi abbia dimostrato che la frammentazione ha reso impossibile monitorare una realtà integrata e complessa come il mercato finanziario statunitense. Al contrario è stato osservato, D. MASCIANDARO, "Regulating the Regulators in US: The Conservative proposal of President Obama, Financial Reform Project", *The pew Economic Policy Group*, August, 1, 2009, come proprio il coinvolgimento della Banca centrale nella vigilanza di molteplici segmenti del mercato finanziario potrebbe paradossalmente configurare una "frammentazione" della sua stessa attività.

(28) Anche la *governance* della *Federal Reserve* cambia: le banche saranno escluse dalla elezione dei dodici governatori regionali, il che dovrebbe rafforzarne l'indipendenza dal sistema. Cfr. Title XI Sec. 1107 *Federal Reserve Act amendments on Federal reserve bank governance*. Cfr. G. DELLA CANANEA, "L'autonomia della Banca d'Italia dopo la «riforma» del 2005", in *Quaderni costituzionali*, 2006, 4, 787, che evidenzia la similitudine tra l'assetto del capitale della Banca d'Italia e quello della *Federal Reserve* prima della riforma.

(29) J. TAYLOR, "Fed needs better performance, not powers", in *Financial Times*, 10 agosto 2009, p. 9; J. HILSENATH, "Revamp Could Hurt Central Bank, Warns Head of Philadelphia Fed", in *Wall Street Journal*, 28 luglio, 2009, p. 7.

## 5. Il ruolo della Fdic nella liquidazione delle istituzioni finanziarie "too big to fail"

Oltre alla regolazione *ex ante*, in cui il Fsoc presieduto dal Segretario del Tesoro può segnalare alla Fed le istituzioni finanziarie da porre sotto una più stretta vigilanza, il *Dodd-Frank Act* configura uno strumento di regolazione *ex post*, introducendo una procedura di liquidazione coatta per le istituzioni finanziarie c.d. *too big to fail*, nell'ambito della quale il Segretario del Tesoro nomina la Fdic commissario liquidatore delle istituzioni in crisi (*Title II - Orderly liquidation authority*, Sec. 202).

L'introduzione di una procedura di liquidazione coatta, finalizzata ad eliminare dal sistema le istituzioni ritenute destabilizzanti, è stata fortemente sostenuta dai Democratici. In alternativa, i Repubblicani avevano presentato una proposta (H. R. 3310) di modifica della procedura fallimentare contenuta nel *Bankruptcy Code*, mediante l'introduzione di una amministrazione straordinaria, in parte analoga a quella introdotta nel nostro ordinamento dalla legge n. 95/79 poi abrogata dal dlgs. 270/99, in coerenza con il divieto di aiuti di stato alle imprese.

La *ratio* della proposta dei Repubblicani si poneva in antitesi alla precedente, mirando a preservare l'istituzione finanziaria attraverso forme assistenziali, in linea di principio riconducibili alla politica di *bailout*. Come ora si dirà, il *bailout* non è stato accantonato, ma rientra tra gli strumenti che la Fdic può decidere di impiegare nel processo di liquidazione coatta, elemento che ha suscitato numerose critiche.

La procedura dell'*Orderly liquidation authority* prevede che la decisione del Segretario del Tesoro, discrezionale rispetto all'*an* e al *quando*, sia subordinata all'accertamento di almeno uno dei seguenti elementi: a) l'istituzione finanziaria deve trovarsi in uno stato di insolvenza o in pericolo di fallimento; b) il fallimento dell'istituzione finanziaria potrebbe avere effetti negativi per la stabilità finanziaria; c) l'indisponibilità di un'alternativa valida per evitare il fallimento dell'istituzione finanziaria. Si tratta di elementi il cui accertamento è, di per sé, discrezionale considerato che i criteri per definire eccessiva un'eventuale esposizione debitoria, ad esempio, non sono universalmente applicabili a tutte le istituzioni finanziarie osservate.

L'accertamento di uno o più elementi sopra indicati è condizione necessaria ma non sufficiente perché il Segretario del Tesoro investa la Fdic del ruolo di commissario liquidatore.

L'atto di nomina, infatti, dovrà essere emanato su raccomandazione dei 2/3 del *Federal Reserve Board*, dei 2/3 del consiglio della stessa Fdic e, soprattutto, previa consultazione/assenso, del Presidente. La Fdic, in veste di commissario liquidatore, dispone di diverse modalità per condurre le sorti dell'istituzione finanziaria sottoposta a procedura.

In primo luogo, può trasferire, secondo un valore corrente convenzionale (*fair value*), tutto o una parte del capitale e delle passività dell'istituzione finanziaria ad una terza compagnia finanziaria.

In secondo luogo, nel caso in cui non sia rinvenibile sul mercato un terzo acquirente, la Fdic può creare un'apposita e temporanea compagnia ponte (*bridge company*) a cui trasferire gli *assets* nell'intento di preservarne il valore fino a quando non sarà possibile trovare un acquirente degli stessi al valore corrente convenzionale.

Diversamente da quanto dispone la disciplina fallimentare contenuta nei capitoli 7 e 11 del *Bankruptcy Code*, il trasferimento degli *assets* non è subordinato alla previa autorizzazione del giudice o degli stessi creditori, rispetto ai quali la Fdic, pur osservando il principio della *par condicio creditorum*, di fatto dispone di ampia discrezionalità nel riconoscere diritti di prelazione nell'ammissione alla massa passiva. L'intento del legislatore nell'eliminazione della fase autorizzatoria, prevista nella normale procedura fallimentare, mira a configurare una procedura più snella senza tuttavia penalizzare i creditori ai quali sarà garantita la riscossione di un ammontare equivalente a quello che avrebbero ricevuto dall'applicazione della procedura fallimentare contenuta nel *Bankruptcy Code*.

Tuttavia, non si può fare a meno di notare che l'ampia discrezionalità riconosciuta alla Fdic, sebbene si possa ritenere limitata dal perseguimento dell'interesse generale, non appare controbilanciata da adeguati limiti a garanzia dell'imparzialità della decisione.

Questa perplessità sorge soprattutto in relazione alla tutela dei creditori il cui ruolo è limitato alla presentazione di una sorta di "domanda di insinuazione", alla quale non seguono attività di partecipazione paragonabili, ad esempio, a quelle svolte dal comitato di sorveglianza o di creditori nelle procedure fallimentari del nostro ordinamento. Nella *Orderly liquidation authority* il creditore è concepito essenzialmente come destinatario passivo delle scelte intraprese dalla Fdic, avverso le quali la norma non indica strumenti d'opposizione analoghi a quelli previsti per la procedura fallimentare.

Dunque, nel bilanciamento dei diritti dei creditori e l'interesse generale, i primi si affievoliscono per consentire una tempestiva risoluzione dell'istituzione finanziaria pericolosa per il sistema.

Ma l'ampia discrezionalità attribuita alla Fdic desta perplessità anche in relazione all'adeguatezza delle decisioni assunte rispetto alla tutela della concorrenza nelle operazioni di trasferimento degli *assets* nell'ambito delle operazioni di scissione e acquisizione.

Tali operazioni sono disciplinate dall'*Hart-Scott-Rodino Act* secondo una procedura finalizzata a tutelare la concorrenza nel mercato. La procedura prevede che entrambi i soggetti dell'acquisizione presentino una iniziale domanda all'autorità di regolazione di riferimento, in seguito alla

quale si svolge una fase istruttoria in contraddittorio, incentrata sulle quote di mercato di ciascun soggetto, sulle conseguenze delle operazioni sui *competitors* e sul funzionamento del mercato.

L'assunzione di informazioni che avviene nel corso di questa procedura ordinaria di acquisizione e scissione non è parimenti garantita nell'ambito della procedura di liquidazione coatta prevista dal *Dodd-Frank Act*, che non prevede una fase istruttoria in contraddittorio.

Nella *Orderly liquidation authority*, infatti, la fase istruttoria è chiusa per esigenze di speditezza ma, secondo parte della dottrina, in un settore complesso come quello finanziario, ciò comporta il rischio di non riuscire ad acquisire un'informazione completa con il rischio di intraprendere decisioni controproducenti (30).

A tali perplessità circa l'eccessivo potere attribuito alla Fdic se ne aggiungono altre, incentrate su uno degli strumenti utilizzabili nella *Orderly liquidation authority*: il *bailout*.

Come accennato, il ruolo della Fdic in veste di commissario liquidatore si può esplicitare anche nel fornire diverse forme di assistenza finanziaria, di *bailout*, inclusi la concessione di finanziamenti o l'assunzione di garanzia su obbligazioni.

Un primo filone di critiche sono state incentrate sui possibili effetti discriminatori derivanti dalla discrezionalità della Fdic nella concessione di finanziamenti. Nella prassi osservata fino ad oggi, infatti, la Fdic ha avuto diversi orientamenti rispetto alle istituzioni finanziarie in crisi, optando per una eliminazione delle istituzioni di piccole e medie dimensioni e, all'opposto, per la conservazione di quelle di grandi dimensioni, il che ha sollevato dubbi circa l'effettiva tutela della concorrenza sul mercato (31).

Un secondo più ampio filone di critiche è stato incentrato su uno degli effetti negativi tipicamente associati al *bailout*, rappresentato dall'azzardo morale (*moral hazard*) che spinge gli attori del mercato a comportarsi in maniera opportunistica rispetto all'intervento pubblico.

Le perplessità si basano essenzialmente sull'osservazione degli effetti del *bailout* nelle vicende di Bear Stearns, di Aig e nel fallimento di Lehman Brothers.

---

(30) Cfr. C. L. SAGERS, "Too big to fail: the role for antitrust and bankruptcy law in financial regulation reform", Part. II, audizione svoltasi il 17 novembre 2009 davanti alla *Subcommittee on Courts and Competition policy of the Committee on the judiciary*, della *House of Representatives*.

(31) Secondo parte della dottrina, con l'estensione dell'autorità della Fdic alle istituzioni finanziarie sistemicamente importanti si configura il rischio di instaurare una prassi di salvataggi finanziari pubblici che oltre ad innescare effetti di azzardo morale, si ripercuote negativamente sulla *governance* stessa delle compagnie. Questa circostanza si è verificata quando il governo ha fatto pressioni per la sostituzione del consiglio di amministrazione di Aig ed anche nel caso della problematica acquisizione di Merrill Lynch da parte di Bank of America: in entrambi i casi le decisioni sono state influenzate da fattori esterni ad una ottimale *governance* dell'istituzione finanziaria. Cfr. K. AYOTTE e D. A. SKEEL, op. cit., p. 473.

Nel caso di Bear Stearns i finanziamenti pubblici hanno costituito la soluzione migliore per un sistema non ancora caratterizzato da forte azzardo morale. Tuttavia, il salvataggio di Bear Stearns ha incentivato all'azzardo morale gli amministratori di Aig e Lehman Brothers che hanno preferito non intraprendere alcuna azione per risollevare le sorti della compagnia, confidando opportunisticamente nel *bailout*. Dunque, se da un lato il salvataggio di Bear Stearns è stata considerata la scelta più opportuna, dall'altro, ha lanciato un chiaro messaggio alle altre compagnie in difficoltà che si sono sentite garantite dall'intervento pubblico.

Come è noto, nel caso di Lehman Brothers contrariamente a quanto già avvenuto per Bear Stearns e Aig, è stato deciso di non concedere finanziamenti pubblici di salvataggio, decisione che ne ha determinato il collasso (32). Probabilmente, in assenza di azzardo morale, la Lehman Brothers si sarebbe preparata per affrontare il pericolo di un fallimento, avrebbe tenuto in ordine i libri contabili e avrebbe cercato molto prima degli acquirenti.

In altri termini, i casi sopra citati hanno dimostrato che il panico sui mercati finanziari non è stato innescato dal fallimento di Lehman Brothers in sé, quanto dal *dietrofront* del governo rispetto alla politica di salvataggio seguita fino ad allora. A determinare incertezza e panico è stato l'approccio *ad hoc* seguito nel concedere *bailouts* che ha impedito ai creditori e agli attori del mercato di prepararsi adeguatamente per affrontare la crisi (33).

Gli eccessivi costi derivanti dagli effetti dell'azzardo morale ha indotto la maggior parte della dottrina a ritenere che sarebbe stato molto più adeguato eliminare il *bailout* tra gli strumenti di risoluzione delle crisi finanziarie e concentrare gli sforzi del legislatore su un perfezionamento della previgente normativa fallimentare (34).

Tuttavia queste posizioni partono dall'assunto che il *bailout* ed una "nuova" procedura fallimentare siano due opzioni contrapposte, senza considerare che in realtà esse fanno parte dello stesso strumentario di cui deve poter disporre lo Stato per mitigare gli effetti di una grave crisi finanziaria.

Se si parte dall'assunto che il rischio sistemico è endogeno alle moderne economie e che può essere soltanto mitigato dalla regolazione *ex ante*, ma non completamente eliminato, allora si deve ritenere che il *bailout* è uno strumento indispensabile per la politica economica di un Paese. Questa constatazione non deve indurre a sottovalutare i costi derivanti dall'azzardo

---

(32) Cfr. K. AYOTTE e D. A. SKEEL, "Bankruptcy or Bailouts?", *Journal of Corporation Law*, Vol. 35/2010, p. 469 e ss..

(33) Cfr. J. B. TAYLOR, "Audizione presso la Subcommittee on Commercial and Administrative Law Committee on the Judiciary, House of Representatives su Too big to fail - The Role for Bankruptcy and anti-trust law", in *Financial Regulation Reform*, October 22, 2009.

(34) Cfr. K. AYOTTE e D. A. SKEEL, *op.cit.*, p. 471.

morale, rispetto ai quali la riforma non introduce meccanismi correttivi ma subordina il *bailout provision* alla condizione che il *management* ed il consiglio di amministrazione responsabile della situazione fallimentare venga rimosso. Si tratta di una misura scarsamente incisiva rispetto alla complessa questione della riduzione dell'azzardo morale che richiede sistemi più sofisticati, congegnati *ad hoc*.

A riguardo una parte minoritaria della dottrina, ha evidenziato come nelle situazioni in cui è conveniente concedere un finanziamento pubblico piuttosto che sopportare le conseguenze di un fallimento, sia opportuno finalizzare tale finanziamento ad una ristrutturazione del debito mediante uno elevato sconto (*haircut*) rispetto al valore nominale del debito finanziato (35).

In questo caso, lo Stato si comporterebbe come un prestatore di ultima istanza in grado di finanziare a tassi molto sconvenienti per l'istituzione finanziaria, tali da contenere il rischio di azzardo morale (36).

Certo, tale sistema implica una perdita finanziaria per i creditori e una perdita di credibilità per l'istituzione finanziaria, ma allo stesso tempo proprio il timore di una perdita finanziaria limita il rischio di *moral hazard* da parte dell'istituzione e da parte di creditori/investitori.

Si tratta dunque di cercare un punto di equilibrio tra la tutela dei risparmiatori, da un lato, e la stabilità del mercato, dall'altro. Naturalmente la questione è spinosa e di non agevole soluzione, ma la riforma sembra porsi in questa ottica affidandone un apposito studio al Fsoc, che entro il prossimo anno dovrà presentare le proprie conclusioni al Congresso (37).

---

(35) A riguardo A. J. LEVITIN, "In defense of bailouts", in *Public Law & Legal Theory Working Paper Series Research Paper* n. 1548787/2010, sostiene che il *bailout* ed un regime in cui lo Stato rappresenti il prestatore di ultima istanza (*lender of last resort*-Lolr) debbano essere integrati. In particolare, avanza l'ipotesi di una nuova Lolr *authority* in grado di applicare *ad hoc* diversi sistemi di *haircut*.

(36) K. S. OKAMOTO, "After the Bailout: Regulating Systemic Moral Hazard", in *Ucla Law Review*, n. 57/2009; S. L. SCHWARZ, "Systemic Risk", in *Georgetown Law Journal*, n. 97/2009, p. 193; S. M. DAVIDOFF e D. T. ZARING, "Regulation by Deal: The Government's Response to the Financial Crisis", in *Administrative Law Review* n. 61/2009, p. 463; R. J. MANN, "A Requiem for Sam's Bank", in *Chicago-Kent Law Review*, n. 74/2008, p. 101 e ss.; C. D. BLOCK, "Overt and Covert Bailouts: Developing a Public Bailout Policy", in *Indiana Law Journal*, n. 67/1992, p. 951; T. H. JACKSON, "Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlement, and the Creditors' Bargain", in *Yale Law Journal* n. 91/1982, p. 857; D. G. BAIRD, "The Uneasy Case for Corporate Reorganization", in *Journal of Legal Studies*, n. 15/1986, p. 127.

(37) Cfr. Sec. 215 (Study On Secured Creditor Haircuts). (a) Study Required - The Council shall conduct a study evaluating the importance of maximizing United States taxpayer protections and promoting market discipline with respect to the treatment of fully secured creditors in the utilization of the orderly liquidation authority authorized by this Act. In carrying out such study, the Council shall - (1) not be prejudicial to current or past laws or regulations with respect to secured creditor treatment in a resolution process; (2) study the similarities and differences between the resolution mechanisms authorized by the Bankruptcy Code, the Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991, and the orderly liquidation authority authorized by this Act; (3) determine how various secured creditors are treated in such resolution mechanisms and examine how a haircut (of various degrees) on secured creditors could improve market discipline and protect taxpayers; (4) compare the benefits and dynamics of prudent lending practices by depository institutions in secured loans for consumers and small businesses to the lending practices of secured creditors to large, interconnected financial firms; (5) consider whether credit differs according

## 6. Il *Bureau of Consumer Financial Protection*

Altra significativa novità per l'architettura finanziaria ridisegnata dalla riforma è stata la creazione di un *Bureau of Consumer Financial Protection*, strutturato all'interno della *Federal Reserve*, ma con un direttore nominato dal Presidente, previo consenso del Senato: avrà il compito di assistere i consumatori nella efficace fruizione delle informazioni relative ai prodotti e servizi finanziari (38).

Uno dei problemi evidenziati dalla crisi è stata l'eccessiva frammentazione determinata dalla copresenza di dieci *authorities* per la protezione del consumatore, preposte in diverse settori quali, ipoteche, mutui, carte di credito etc.. Tale frammentazione ha impedito l'esercizio di una adeguata vigilanza a tutela del consumatore che non ha acquisito le necessarie informazioni relative alle reali caratteristiche e implicazioni dei prodotti finanziari. Queste si sono poi manifestate con un inatteso aumento dei tassi di interesse, sproporzionato rispetto ai redditi dei sottoscrittori.

L'attività di vigilanza del *Bureau* presuppone un generale compito di monitoraggio degli intermediari finanziari finalizzato ad assicurare il rispetto della normativa in materia, in modo da preservare il consumatore e il mercato da eventuali pregiudizi.

Si tratta di un'attività non procedimentalizzata alla quale può seguire una eventuale fase procedimentale che inizia quando il *Bureau*, sulla base degli elementi in suo possesso o ad esso pervenuti su denuncia dei consumatori, avvia una fase istruttoria che inizia con la notifica di apertura dell'istruttoria agli interessati e alle imprese, che avranno il diritto di essere ascoltati e di presentare documentazioni e pareri (Sec. 1024 (1)) (39).

---

to different types of collateral and different terms and timing of the extension of credit; (6) include an examination of stakeholders who were unsecured or under-collateralized and seek collateral when a firm is failing, and the impact that such behavior has on financial stability and an orderly resolution that protects taxpayers if the firm fails. (b) Report - Not later than the end of the 1-year period beginning on the date of enactment of this Act, the Council shall issue a report to the Congress containing all findings and conclusions made by the Council in carrying out the study required under subsection (a).

(38) Cfr. Title X - Consumer Financial Protection Act of 2010. Fanno eccezione i prodotti e i servizi già regolati dalla *Security and Exchange commission* (Sec) o dalla *Commodity Futures trading Commission* (Cftc). Title X-Subtitle A Sec 1011 dispone la creazione del "Bureau of Consumer Financial Protection", "which shall regulate the offering and provision of consumer financial products or services under the Federal consumer financial laws. The Bureau shall be considered an Executive agency, as defined in section 105 of title 5, United States Code".

(39) Per una ampia disamina del tema si veda H. N. BUTLER e J. S. JOHNSTON, "Reforming State Consumer Protection Liability: An Economic Approach", *Working Paper* n. 10/2008; W. WALLACE, "In Search of Economic Justice: Considering Competition and Consumer Protection", in *Loyola University Chicago Law Journal*, Vol. 36, n. 4/2005, p. 631 e ss.; N. W. AVERITT e R. H. LANDE, "Consumer Choice: The Practical Reason for Both Antitrust and Consumer Protection Law", in *Loyola. Consumer Law. Rev.*, Vol. 44, n. 10/1998; ID, "Consumer Sovereignty: A Unified Theory of Antitrust and Consumer Protection Law", in *Antitrust Law Journal*, n. 65/1997.

Il *Bureau* dispone di poteri strumentali ai fini probatori, potendo disporre ispezioni e richiedere documenti che, se non esibiti dalle parti, possono attivare il ricorso all'autorità giudiziaria.

Alla fase istruttoria, svolta in contraddittorio, laddove sia accertata la violazione delle leggi poste a tutela dei consumatori, segue l'azione giudiziaria (Sec. 1054 (1)).

Il procedimento può concludersi oltre che con una condanna anche con un accordo tra le parti approvato dal giudice (40).

Per gli accordi stragiudiziali intercorrenti tra il consumatore e l'intermediario finanziario, spetta al *Bureau* l'autorità di limitare o proibire il ricorso all'arbitrato, quando sulla base di proprie verifiche si configuri un pregiudizio per l'interesse pubblico o per la tutela del consumatore (Sec. 1028).

Relativamente all'attività di regolazione, il *Bureau* avrà come principale obiettivo il riesame e l'eventuale integrazione della regolazione di banche con un *asset* di oltre 10 miliardi di dollari (41).

Si tratta di un'attività che dovrà esplicarsi in coordinamento con le preesistenti autorità ed in particolare con la *Security Exchange Commission* (Sec) che sarà tenuta ad avvisare il *Bureau* nei casi in cui stia intervenendo regolando ambiti di interesse di quest'ultimo (Sec. 1015).

Se un primo implicito limite deriva dal coordinamento con l'attività di regolazione delle preesistenti agenzie, un ulteriore limite esplicito deriva dal potere di veto di cui dispone il Fsoc quando i 2/3 dei suoi membri ritengano che l'attività del *Bureau* possa aumentare i rischi per la stabilità del sistema finanziario. In questo caso, l'indipendenza del *Bureau* è limitata in funzione di un obiettivo più elevato, quello della stabilità finanziaria del sistema affidato alla primaria vigilanza del Fsoc.

## 6.1. L'educazione finanziaria del consumatore

A ben vedere la missione del *Bureau* si spinge oltre la adeguata e trasparente informazione arrivando a fornire al cittadino una vera e propria istruzione in materia finanziaria. Si prevede l'istituzione di un apposito

---

(40) La condanna può prevedere un risarcimento consistente in: "(A) rescission or reformation of contracts; (B) refund of moneys or return of real property; (C) restitution; (D) disgorgement or compensation for unjust enrichment; (E) payment of damages or other monetary relief; (F) public notification regarding the violation, including the costs of notification; (G) limits on the activities or functions of the person; and (H) civil money penalties (...)" - Sec. 1055.

(41) Nella proposta di Obama, il *Bureau* era strutturato all'interno del Tesoro, il che ha sollevato molte critiche da parte di quanti hanno visto nella proposta uno spirito semplicemente paternalistico e demagogico. In realtà, anche nella proposta originaria l'agenzia di protezione dei consumatori disponeva del potere concreto di agire per vie giudiziali e stragiudiziali a tutela dei consumatori. Cfr. *Financial Regulatory Reform*, cit. p. 35 e ss.

*Office of Financial Education*, all'interno del *Bureau*, con il compito di intraprendere iniziative volte allo sviluppo di una cultura finanziaria tale da consentire ai consumatori di decidere in modo appropriato rispetto ai propri bisogni e condizioni.

L'*Office* si avvarrà della consulenza della *Financial Literacy and Education Commission* al fine di realizzare non solo obiettivi di massima, quali lo sviluppo di una strategia nazionale di istruzione finanziaria, ma anche un'azione di consulenza *ad hoc* finalizzata a migliorare l'eventuale situazione debitoria del consumatore e a definire una strategia di risparmio e investimento di lungo periodo (42).

Un particolare riguardo è riservato ai più deboli, gli anziani, per i quali si istituisce l'*Office of financial protection for Older Americans* che fornirà una consulenza personalizzata (*one on one financial counseling*) sulla gestione dei risparmi e provvederà a fornire assistenza legale per i danni causati dall'acquisto ingannevole di prodotti e servizi finanziari (Sec. 1013-2 A-(iii)) (43).

Certo, la questione dell'adeguata educazione/istruzione finanziaria è un tema risalente di cui, peraltro, è avvertita l'utilità anche nelle recenti comunicazioni della Commissione europea e su cui non si rileva una posizione concorde in letteratura. Parte della dottrina ritiene, infatti, che i programmi di *financial literacy* non siano realmente utili (44), ma la posizione

(42) La *Financial Literacy and Education Commission* è stata istituita presso il Tesoro con il *Fair and Accurate Credit Transactions Act of 2003*. È presieduta e coordinata dal segretario del Tesoro ed è composta dai presidenti delle altre agenzie federali: l'*Office of the Comptroller of the Currency*; l'*Office of Thrift Supervision* (ora soppresso); la *Federal Reserve*; la *Federal Deposit Insurance Corporation*; la *National Credit Union Administration*; la *Securities and Exchange Commission*; i *Departments of Education, Agriculture, Defense, gli Health and Human Services, l'Housing and Urban Development, Labor, and Veterans Affairs*; la *Federal Trade Commission*; la *General Services Administration*; la *Small Business Administration*; la *Social Security Administration*; la *Commodity Futures Trading Commission*; l'*Office of Personnel Management*; il *White House Office of Public Engagement*.

(43) Nell'ottica di assistere il consumatore in ogni fase di interazione con l'amministrazione, è prevista la nomina, da parte del *Bureau*, di un *Ombudsman* con il compito di tutelare i cittadini nei rapporti da eventuali comportamenti lesivi da parte dell'Autorità e di agevolare l'azione di denuncia da parte dei consumatori (Sec. 1013). Si tratta della medesima figura prevista per l'*Office of Investor Advocate*, istituito all'interno della Sec (Title IX. Sec. 919). L'introduzione dell'*Ombudsman* appare coerente con una cultura ispirata alle *alternative dispute resolution* (adr), che negli Stati Uniti è ormai consolidata. La procedura prevista per l'istituzione dell'*Ombudsman* presso il *Bureau* e presso l'*Office of the investor advocate* appare parzialmente assimilabile a quella prevista nel nostro ordinamento dall'"Accordo per la costituzione dell'ufficio reclami della clientela e dell'Ombudsman bancario" finalizzata a fornire strumenti alternativi al ricorso all'autorità giudiziaria per la soluzione delle controversie fra la banca e la clientela, derivanti da rapporti bancari. Cfr. LICINI, "Alternative dispute resolution (adr): aspettative europee ed esperienza Usa, attraverso il libro verde della Commissione Europea e la sapienza di un giurista-mediator americano", in *Rivista del notariato*, 1/2003; per un inquadramento dei sistemi di *alternative dispute resolution* si veda SANGIORGIO, "La realizzazione in Italia di sistemi di "alternative dispute resolution". Il caso dell'Ombudsman bancario, in AA.VV., *Scritti in memoria di Pietro de Vecchis*, Roma, 1999, II p. 875 e ss.

(44) Cfr. L. E. WILLIS, "Against Financial Literacy Education", in *University of Pennsylvania Law School, Public Law and Legal Theory Research Paper series*, n. 10/08.

non è condivisibile soprattutto in riferimento al settore finanziario, in cui i rapporti tra gli operatori del credito e della finanza sono caratterizzati da forti asimmetrie informative le cui conseguenze per il contraente più debole sono complesse e talvolta imprevedibili.

Ne deriva che, non potendo il legislatore precorrere o intervenire tempestivamente sulla realtà, è necessario che al contraente più debole sia data l'opportunità di agire consapevolmente sulla base di una adeguata educazione finanziaria.

Peraltro, la necessità di migliorare l'educazione finanziaria è un problema avvertito da tempo dall'Ocde che in uno studio del 2005, ha identificato come prioritaria per la crescita economica e la stabilità di un Paese, l'avvio di programmi di istruzione finanziaria da attivare nell'ambito delle scuole superiori, presso le nuove generazioni (45).

La riforma di Obama sembra cogliere proprio questa attenzione verso le nuove generazioni ed in particolare verso quanti hanno subito un tracollo finanziario dovuto ai debiti contratti per il pagamento delle rette universitarie. La riforma prevede infatti l'istituzione, all'interno del *Bureau*, di un ulteriore *Ombudsman* preposto alla consulenza e assistenza dei consumatori che hanno contratto dei *Private Education Loan* (Sec. 1035).

## 6.2. L'effettiva tutela del consumatore alla luce degli *standard preemption* per le *consumer financial state laws* (46)

La tutela del consumatore nel *Dodd-Frank Act* si può analizzare anche attraverso l'angolazione del rapporto tra le fonti, federale e statale, c.d. *preemption rule*, nella disciplina delle transazioni finanziarie contenute nel *National Bank Act* e nel *Home Owner's Loan Act*.

---

(45) Ocde, "Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies", 2005, reperibile all'indirizzo [www-oe.cd.org](http://www-oe.cd.org); in Italia l'importanza del tema è costantemente evidenziata dalla Banca d'Italia che nelle ultime edizioni del Shiw del 2006 e del 2008 ha richiamato la necessità di creare un'educazione finanziaria. In questa ottica, la Banca d'Italia ed il Miur hanno sperimentato per l'anno scolastico 2008-2009, un programma di educazione finanziaria i cui risultati hanno dimostrato l'efficacia in riferimento ad una maggiore conoscenza delle dinamiche finanziarie e degli strumenti di pagamento alternativi alla moneta. Cfr. "International Symposium on Financial Education: Improving Financial Literacy", Atti del Convegno tenutosi a Roma il 9 giugno 2010.

(46) Il decimo Emendamento della Costituzione americana dispone che "The powers not delegated to the United States by the Constitution, nor prohibited by it to the States, are reserved to the States respectively, or to the people"; Riguardo alle modalità di applicazione del X Emendamento della Costituzione l'analisi condotta da K. FISHER in "Toward a Basal Tenth Amendment, A riposte to national bank preemption of state consumer protection laws", *Harvard Journal of Law & Public Policy*, Vol. 29, n. 3/2006, p. 981 e ss., dimostra come nel corso degli anni la *federal preemption* in materia finanziaria sia diventato un potere di fatto traslato dal Congresso al Segretario del Tesoro, grazie anche al fatto che "the courts have bought into a simplistic 'tautology' approach: because there is no 'commandeering', and because banking is clearly commerce that falls within the powers granted to Congress, there is no Tenth Amendment interest of the States to protect. Such an approach glosses over the fact that it is to Congress, and not to a bureau within the Treasury Department, that the Supremacy Clause of the Constitution expressly grants the power to preempt state law".

Pur non modificando i criteri generali del rapporto tra legislazione federale e dei singoli Stati, il *Dodd-Frank Act* precisa quali debbano essere i criteri particolari da rispettare nell'applicazione delle *consumer financial state laws*.

Queste ultime sono definite come “*State law (...) that directly and specifically regulates the manner, content, or terms and condition of any financial transaction (...) or any account related thereto, with respect to a consumer*” (Section 1044).

Si tratta di una definizione che non è esaustiva di tutte le leggi inquadrabili nella categoria di *financial consumer state law*: è il caso, ad esempio delle leggi statali in materia di pubblicità dei prodotti finanziari che pur non avendo ad oggetto i termini e le condizioni delle transazioni finanziarie, impongono limiti alla pubblicità ingannevole; oppure delle leggi statali che impongono l'acquisizione di una licenza per lo svolgimento di attività di intermediazione finanziaria.

Il divario tra l'ambito di estensione della *preemption* tracciato dal *Dodd-Frank Act* rispetto all'ambito di necessaria tutela del consumatore apre dunque una prima questione sull'efficacia della norma rispetto all'obiettivo di protezione del consumatore.

Ad ogni modo, il *Dodd-Frank Act* riassume la *preemption* delle *state consumer financial laws* sui criteri indicati dalla Suprema Corte nella sentenza *Barnett Bank of Marion County N.A. v. Nelson, Florida Insurance Commissioner, et al.* (47).

In base alla citata sentenza, una legge statale può disciplinare l'attività delle istituzioni federali purché non interferisca significativamente con le loro attività, o con quella delle loro affiliate, e se dall'applicazione della norma statale non derivino effetti discriminatori (Sec. 5136C 1(b)).

Si tratta di una disposizione che evidenzia gli scarni limiti della sfera di competenza legislativa statale rispetto alla competenza legislativa federale.

La precisazione contenuta nel *Dodd-Frank Act* è apparsa opportuna in considerazione della prassi consolidatasi in materia finanziaria negli ultimi anni che ha visto un eccessivo schiacciamento della regolazione finanziaria di livello statale con la conseguente insorgenza di aree grigie in cui il consumatore è stato privato della adeguata tutela (48).

---

(47) A riguardo si veda *Supreme Court of the United States in Barnett Bank of Marion County N.A. v. Nelson*, 517 U.S. 25 (1996) “no State may, by statute, regulation, order, interpretation, or other action, prevent or significantly interfere with the ability of a depository institution, or an affiliate thereof, to engage, directly or indirectly, either by itself or in conjunction with an affiliate or any other person, in any insurance sales, solicitation, or crossmarketing activity”.

(48) Tale interpretazione “estensiva” della *preemption rule*, è stata avallata da numerose sentenze che richiamando la *ratio* sottesa al *Preemption Regulations*, 69 Fed. Reg. del 1913, hanno considerato che i “Markets for credit (both consumer and commercial) are now national, if not international, in scope,” e che “the elimination of legal and other barriers to interstate banking has led a number of banking organizations to operate on a multi-state or nationwide basis”. Tra le sentenze storiche si veda: *McCulloch v. Maryland*, 17 U.S. 327 (1819) *NationsBank of North Carolina, N.A. v. Variable Annuity Life Insurance Co.*, 513 U.S. 251 (1995); *Garcia v. San Antonio Metropolitan Transit Authority*, 469 U.S. 528 (1985); *New York v. United States*, 505 U.S. 144, 149 (1992).

La questione va inquadrata considerando che fino ad oggi la regolazione del settore finanziario è stata di fatto svolta a livello federale dall'Occ, che, sulla base di un'interpretazione "eccessivamente estensiva" della sentenza *Barnett Bank of Marion County v. Nelson*, ha adottato una regolazione implicante il primato della propria regolazione federale sulle leggi statali (49).

Peraltro, lo stesso *Consumer Affairs Laws and Regulation* aveva imposto il primato della regolazione federale su quella statale anche quando una banca federale eserciti la propria attività direttamente o indirettamente attraverso una o più banche affiliate a livello statale.

Questa interpretazione ha sortito alcuni controproducenti effetti per i consumatori come, ad esempio, l'abrogazione del "*par value*" statute in Texas che proibiva alle banche statali di far pagare un canone per l'incasso degli assegni nel caso in cui il beneficiario non fosse cliente della banca; oppure come l'abrogazione di una legge statale della California che imponeva l'obbligo di informare dettagliatamente il cliente prima dell'acquisto di una carta di credito (50).

Proprio nell'intento di evitare tali distorsioni il *Dodd-Frank Act* precisa che il primato della normativa federale su quella statale non si applica alle banche affiliate di banche federali ad eccezione del caso in cui siano esse stesse banche federali (Sec 5136C).

La disposizione è supportata dalla nota sentenza *Cuomo v. Clearing House Ass'n, L.L.C.*, in cui la Corte suprema ha stabilito che l'Occ ha abusato della propria autorità nell'adottare una regolazione che eliminava la facoltà dei procuratori statali di intraprendere un'eventuale azione legale contro le banche statali sottoposte alla disciplina federale dell'Occ.

La Corte ha in pratica ribaltato lo *status quo* della *preemption rule* stabilendo il primato delle leggi statali rispetto alla regolazione federale dell'Occ. Si tratta di una sentenza perfettamente in linea con la nuova logica applicativa dei criteri di *preemption rule*, tesa ad una maggior tutela del consumatore. Questa è affidata *in primis* ai singoli Stati che negli ultimi dieci anni e soprat-

---

(49) Cfr il regolamento dell'Occ del 2004, *Consumer Affairs Laws and Regulation* è reperibile all'indirizzo: [www.oc.treas.gov/ftp/bulletin/2004-49a.pdf](http://www.oc.treas.gov/ftp/bulletin/2004-49a.pdf). Per un'analisi degli effetti della regolazione operata dall'Occ si veda, tra gli altri A. E. WILMARTH, Jr., "The OCC's Preemption Rules Exceed the Agency's Authority and Present a Serious Threat to the Dual Banking System and Consumer Protection", in *Annual Review of Banking & Financial Law*, n. 23/2004 p. 255; H. N. CAYNE e N. L. PERKINS, "National Bank Act Preemption: The OCC's New Rules Do Not Pose a Threat to Consumer Protection or the Dual Banking System", *Annual Review of Banking & Financial Law*, n. 23/2004, p. 265; R. C. EAGER e C. F. MUCKENFUSS, III, "Federal Preemption and the Challenge to Maintain Balance in the Dual Banking System", *North Carolina Banking Institute Journal*, n. 8/2004, p. 21.

(50) Il primo esempio si riferisce alla sentenza *Wells Fargo Bank of Tex., NA v. James*, 321 F.3d 488 (5th Cir. 2003); il secondo si riferisce alla sentenza *Am. Bankers Assoc. v. Lockyer*, 239 F. Supp. 2d 1000 (E.D. Cal. 2002).

tutto durante la crisi innescata dai mutui *subprime*, hanno intentato numerose azioni tese a tutelare i consumatori da pratiche finanziarie abusive (51).

Sebbene l'applicazione della *preemption rule*, secondo gli *standards* della sentenza sopra citata, sia stata accolta da una parte della dottrina come funzionale al rafforzamento della tutela del consumatore, non si può non considerare che l'efficacia delle disposizioni ora richiamate è mitigata *ab origine* dalla sua applicazione alle sole *consumer financial state laws* e non anche a tutte le leggi statali che disciplinano transazioni finanziarie con effetti diretti o indiretti sulle condizioni dei consumatori.

Peraltro, per quanto limitati, gli effetti della disposizione rischiano di accentuare l'eterogeneità della regolazione e del *regulating shopping* a fronte dei quali non si rileva un bilanciamento nella maggior tutela del consumatore affidata alla competenza dei singoli Stati (52).

## 7. Conclusioni

Negli Stati Uniti, più che altrove, è stato possibile osservare la principale patologia dell'attuale capitalismo consistente nell'affievolimento dei diritti della persona e nel rafforzamento dei diritti del mercato.

La riforma della vigilanza finanziaria statunitense riconferma la tendenza verso un rafforzamento della vigilanza pubblica, caratterizzata dall'abbandono dell'autoregolamentazione degli intermediari finanziari.

In particolare il *Dodd-Frank Act* si configura come una tappa fondamentale di una ricerca verso la ridefinizione di un ordine pubblico finanziario in cui si cerca di bilanciare la libertà di iniziativa privata con buon funzionamento del mercato, da un lato, e con la tutela dei diritti del risparmiatore, dall'altro.

Sebbene non riferita all'architettura ma alla regolazione, questa tendenza ad una ridefinizione di un ordine pubblico finanziario si rileva negli Stati Uniti anche nelle disposizioni del *Sarbanes-Oxley Act* contenenti un inasprimento

---

(51) Così A. E. WILMARTH, Jr, "Cuomo v. Clearing House: The Supreme Court Responds to the Subprime Financial Crisis and Delivers a Major Victory for the Dual Banking System and Consumer Protection", in L. E. MITCHELL e A. E. WILMARTH, Jr., (a cura di), *The Panic of 2008: Causes, Consequences and Implications for Reform*, Edward Elgar Publishing, 2010, p. 52, che evidenzia come "The subprime financial crisis has demonstrated that effective consumer protection (including the prevention of predatory lending) is closely linked to the safety and soundness of financial institutions. The states' favorable record of legislation and enforcement over the past decade has confirmed the wisdom of preserving a federalist system of financial regulation, which includes not only a federal component but also a supplemental state role in enacting and enforcing consumer protection laws".

(52) Per questi aspetti si veda recentemente W. W. BUZBEE, *Preemption choice: the theory, law, and reality of federalism's core question*, Cambridge University Press 2009.

delle sanzioni per violazioni della disciplina dei mercati finanziari. In quel caso si è trattato di misure volte prioritariamente al buon funzionamento del mercato, inteso come interesse generale, superiore rispetto agli altri interessi.

Nel *Dodd-Frank Act*, si coglie invece un'esplicita tutela di un altro interesse, quello della persona, consumatore-risparmiatore, che diventa cruciale proprio per il buon funzionamento del mercato.

È in questa ottica di bilanciamento di due interessi generali parzialmente contrapposti che si colloca l'istituzione del Fsoc e del *Bureau of consumer protection*.

Molte sono state le critiche alla nuova architettura di vigilanza finanziaria, basti pensare, ad esempio che la creazione del Fsoc ha suscitato non poche perplessità in quanti vedono nella guida del Tesoro una fonte di pericolo d'influenza della politica nell'attività di vigilanza e di regolazione (53). Ma il recupero di controllo da parte dello Stato appare doveroso in considerazione del fatto che direttamente o indirettamente, si tratta di azioni volte a tutelare interessi della collettività, il che implica scelte che attengono alla sfera politica prima ancora che a quella finanziaria (54).

Analoghe critiche sono state sollevate per la creazione del *Bureau* da parte di quanti vi hanno visto una connotazione eccessivamente paternalistica, senza però considerare come la crisi finanziaria abbia evidenziato l'inefficacia del diritto non accompagnato dalla consapevolezza della sua esistenza, necessaria all'esercizio.

Molte altre critiche hanno riguardato le autorità di vigilanza che anziché diminuire sono aumentate, da centoquindici a centoventisette; oppure la necessità di attivare almeno quaranta studi e cinquecento nuovi regolamenti prima che la riforma funzioni "a regime"; diverse critiche sono state rilevate per il lasso di tempo eccessivamente ampio concesso alle banche per optare per attività di investimento o commerciali. Si tratta di critiche condivisibili da un punto di vista pragmatico, a fronte delle quali tuttavia va considerato, da un punto di vista forse meno immediatamente pragmatico, che la riforma voluta da Obama è di portata epocale non tanto per l'efficacia che sarà in grado di esplicare, ma perché segna il tentativo di riequilibrare le proporzioni tra il diritto del mercato e i diritti della persona.

Fino ad oggi il primato dell'economia sui diritti della persona è stato fondato sull'ipotesi che vede il buon funzionamento del mercato, affidato ad una autoregolamentazione basata sulla concorrenza, in grado di generare un aumento degli scambi e della ricchezza e un conseguenziale benessere generale.

---

(53) D. MASCIANDARO, "Wall Street: sotto la riforma poco", *IlSole24Ore*, 3 luglio 2010.

(54) Cfr. G. NAPOLITANO, "Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali", in *Giornale di diritto amministrativo*, 2008, n. 11, 1082 e ss.

La crisi finanziaria ha conclamato l'invalidità di tale ipotesi, dimostrando che la ricchezza prodotta dall'attuale sistema capitalistico non è stata a beneficio della collettività, ma al contrario da questa è stata sottratta a beneficio di alcune *élites*.

Di qui la necessità di riorganizzare il sistema secondo una logica diversa: la tutela del diritto della persona diventa la base di partenza per la costruzione di un sistema finanziario funzionale all'interesse generale (55).

---

(55) In tal senso si veda G. ALPA, "Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale", in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia*, n. 2/2009, p. 83, specie p. 91-93, osserva che "l'affermazione di una 'cultura della concorrenza' - che caratterizza le fasi di un capitalismo maturo - non si accompagna necessariamente alle determinanti di un sistema nel quale trovano realizzazione le generalizzate aspettative di un diritto giusto, di una giustizia eguale. La competitività finisce, infatti, molto spesso con l'interagire sul catalogo dei diritti - da quelli dei consumatori a quelli dei risparmiatori - consentendo alle nuove tecnologie di operare forme di contrattualizzazione che, in molti casi, alterano gli equilibri relazionali, le modalità di conciliazione tra le parti negoziali che, in precedenza, avevano contraddistinto positivamente l'essenza della disciplina giuridica. Si assiste a processi innovatori non circoscritti alla mera configurazione di uno *ius commune europaeum*, ma volti a superare i confini politici, le barriere culturali, i modelli giuridici nazionali in nome del primato dell'economia di mercato; la "globalizzazione" - il cui rilievo è stato in precedenza sottolineato - favorisce tale processo operando una sorta di traslazione dei 'diritti della persona' ai 'diritti del mercato' e, dunque, caratterizzando progressivamente l'articolazione di ogni tipo di rapporto intersoggettivo".

## Comitato di direzione

**LUIGI ARCIDIACONO**

*Prof. ord. nell'Università di Catania*

**AUGUSTO BARBERA**

*Prof. ord. nell'Università di Bologna*

**PIERO ALBERTO CAPOTOSTI**

*Prof. ord. nell'Università di Roma "La Sapienza"*

**ENZO CHELI**

*Prof. emerito nell'Università di Siena e Firenze*

**PIETRO CIARLO**

*Prof. ord. nell'Università di Cagliari*

**MARIO D'ADDIO**

*Prof. emerito nell'Università di Roma "La Sapienza"*

**GIUSEPPE DE VERGOTTINI**

*Prof. ord. nell'Università di Bologna*

**FRANCESCO D'ONOFRIO**

*Prof. ord. nell'Università di Roma "La Sapienza"*

**SERGIO MATTARELLA**

*Già prof. nell'Università di Palermo*

**NICOLA OCCHIOCUPO**

*Prof. emerito nell'Università di Parma*

**STEFANO RODOTÀ**

*Prof. emerito nell'Università di Roma "La Sapienza"*

**GIUSEPPE VOLPE**

*Prof. ord. nell'Università di Pisa*

## Consulenti redazionali

**FORTUNATO LAZZARO**

*Magistrato di Cassazione*

**CORRADO MAFFEI**

*Magistrato di Corte d'Appello*

**PIER GIORGIO MARIUZZO**

*Già Consigliere della Camera dei Deputati*

## Direttore

**MARIA DE BENEDETTO**

*Prof. ass. nell'Università di Roma Tre*

## Comitato di redazione

**MARIA MAROTTA**

*Funzionario del Consiglio dell'Unione Europea*

**RAFFAELLA NIRO**

*Professore ass. nell'Università di Macerata*

## Coordinamento redazionale

**ALESSANDRA GRECO**

## Composizione

**ADRIANO CANNATELLI**

## Grafica

**SERGIO GATTI**

POSTE ITALIANE SPA - SPED. IN ABB. POST.  
D.L. 353/03 (CONV. IN L. 27.02.04, N. 46)  
ART. 1 CO. 1 - 45% C/RM/25/2010

# STUDI parlamentari e di politica costituzionale

**RIVISTA TRIMESTRALE**

Già diretta da Nicola Greco