

## CRISI ECONOMICO-FINANZIARIA E RIFORMA DELLE REGOLE NEGLI STATI UNITI D'AMERICA: IL DODD FRANK ACT<sup>1</sup>

di Andrea Pierini

Sommario: 1. Considerazioni introduttive. - 2. Il Dodd Frank Act: finalità ispiratrici. - 3. Analisi dei principali contenuti. In particolare: riflessi sull'architettura della vigilanza sui mercati. - 4. (segue) Interventi destinati ad affrontare il c.d. *too big to fail problem*. - 5. (segue) La speciale procedura di liquidazione di grandi gruppi finanziari in crisi - 6. Prime valutazioni su contenuti ed effetti della Legge. - 7. La questione della compatibilità con le linee guida internazionali per una riforma globale della *regulation* dei mercati finanziari.

1. – Una riflessione comparativa sui rapporti tra crisi economico-finanziaria ed intervento dello Stato, con particolare riferimento all'ordinamento statunitense, pone al centro dell'analisi la necessità di ripensare quel sistema di regole, dirette ad attuare la più ampia liberalizzazione dei mercati e la *deregulation* delle discipline di settore, che ha segnato l'evoluzione dei rapporti tra pubblico e privato e tra Stato e mercato durante l'ultimo ventennio del XX secolo<sup>2</sup>.

Confermandosi un legame costante tra verifica di episodi di crisi del sistema capitalistico ed incremento della *regulation* dei mercati, come fattore dinamico in grado di incidere sulle modalità di declinazione dei principi qualificanti la costituzione economica<sup>3</sup>, la crisi finanziaria del 2008 (iniziata in realtà nel 2007), per unanime opinione degli studiosi di scienze sociali la più grave che il capitalismo statunitense abbia vissuto dai tempi della

---

<sup>1</sup> Il presente lavoro raccoglie i contenuti della relazione dedicata all'ordinamento degli Stati Uniti, presentata al Convegno Biennale dell'Associazione di Diritto Pubblico Comparato ed Europeo sul tema: *Crisi economico-finanziaria e interventi dello Stato. Modelli comparati e prospettive*, organizzato in collaborazione con la Fondazione CESIFIN Alberto Predieri e tenutosi in Firenze il 18 novembre 2011. Al riguardo l'autore desidera rinnovare il più sentito ringraziamento per l'invito ricevuto alla Prof.ssa Ginevra Cerrina Feroni, al Presidente dell'Associazione, Prof. Giuseppe Franco Ferrari, al Presidente della Fondazione, Prof. Giuseppe Moribidelli, infine a tutto il personale della stessa Fondazione per la squisita ospitalità.

<sup>2</sup> Le riflessioni contenute nel presente saggio si pongono in linea di continuità con quelle contenute nel precedente: A. Pierini, *Il risparmio nell'ordinamento degli Stati Uniti d'America tra crisi finanziarie e regulation dei mercati*, in *Dir. Pub. Comp. Eur.*, III, 2009, 1311 ss.

<sup>3</sup> La tesi è di S. Banner, *What Causes New Securities Regulation? 300 Years of Evidence*, 75 *Wash. U. L. Q.* 849-850 (1997), *Id.*, *Anglo - American Securities Regulation: Cultural and Political Roots 1690 - 1860*, Cambridge, Cambridge University Press, 1998, 257, per cui la maggior parte delle nuove *regulations* in materia finanziaria hanno fatto seguito, sia negli Stati Uniti che nel Regno Unito, ad episodi di crack dei mercati azionari. Le riflessioni contenute nel presente saggio si pongono, inoltre, in linea di continuità con quelle contenute nel precedente A. Pierini, *Il risparmio nell'ordinamento degli Stati Uniti d'America tra crisi finanziarie e regulation dei mercati*, in *Dir. Pub. Comp. Eur.*, III, 2009, 1311 ss.

Grande Depressione del 1929<sup>4</sup>, rafforza, infatti, un *trend* verso l'accentuazione dei vincoli di carattere pubblicistico imposti nella regolazione dei mercati, con concorrente rafforzamento dei poteri di vigilanza spettanti alle *authorities* di settore e reintroduzione di alcuni elementi di dirigismo nel funzionamento degli stessi mercati finanziari.

Una tendenza avviatasi, in realtà, all'inizio degli anni 2000 del XXI secolo, con l'approvazione del *Sarbanes-Oxley Act* (SOX), in risposta ad un'altra grave crisi di sistema quale quella indotta dal crack di una serie di grandi società quotate, come la Enron e la Worldcom<sup>5</sup>.

A fronte della convalida del nesso di causa ad effetto tra fallimenti dei mercati e processi di riforma delle regole e dell'assetto della vigilanza sui mercati finanziari, per cui negli Stati Uniti i principali interventi legislativi diretti ad innovare e rafforzare la *regulation* del sistema finanziario ed il modello di vigilanza sui mercati hanno fatto seguito, in massima parte, ad episodi di grave crisi economica, si giustificano le definizioni, correntemente utilizzate dalla dottrina, dei medesimi interventi del legislatore come "*emergency legislation*", "*reactionary regulation*", "legislazione panico".

Basti, al riguardo, ricordare come l'istituzione del *Federal Reserve System* abbia fatto seguito alla grave crisi monetaria del 1913; come l'architettura del modello di vigilanza sui mercati creditizi e finanziari sia rinvenibile nelle leggi approvate durante il *New Deal* (per effetto delle crisi che avevano investito il settore bancario all'inizio degli anni '30) e che, più di recente, il "ritorno alle regole", iniziato a partire dagli anni 2001-2002, dopo una fase culminata negli anni '90 del XX secolo, segnata dalla tendenza verso la liberalizzazione e la *deregulation* dei mercati, è stato determinato ancora una volta dal ripetersi di episodi di grave crisi del sistema capitalistico statunitense, quali quelli indotti prima (nel 2001) dal già ricordato crack di alcune grandi società quotate e, da ultimo, dalla gravissima crisi bancaria e finanziaria verificatasi nel 2007-2008.

Da tale ultimo punto di vista, proprio il carattere sistemico della recente crisi, in grado di pregiudicare sia la stabilità di una serie di grandi istituzioni finanziarie che quella del sistema economico nel suo complesso, ha indotto il Governo federale a dare corso, prima alla serie di interventi di tipo emergenziale contenuti nell'*Emergency Economic Stabilization Act* del 2008<sup>6</sup> e, successivamente, a predisporre un ampio progetto di revisione del modello di *financial regulation*<sup>7</sup>, denominato *Financial Regulatory Reform*, il quale si è finalmente

---

<sup>4</sup> A. Maddaloni, J.L. Peydrò, *Bank Risk-Taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates: Evidence from the Euro Area and the U.S. Lending Standards*, 7, European Cent. Bank, Working Paper No. 1248, 2010, reperibile in sito internet <http://ssrn.com/abstract=1679689>.

<sup>5</sup> Sulla natura emergenziale del Sarbanes Oxley Act v. R. Romano, *The Sarbanes – Oxley Act and the Macking of Quack Corporate Governance*, in 114 Yale L. J. 1523 – 1603 (2005).

<sup>6</sup> Pub. L. No. 110-343, 114 Stat. 303 (2008). Per un'analisi dei relativi contenuti, v. G. Napolitano, *Il nuovo "Stato salvatore": strumenti di intervento e assetti istituzionali*, in *Giorn. dir. amm.*, 2008, 1083 ss.; E. Mostacci, *Stati finanziari e mercati sovrani: la crisi economica e gli strumenti per fronteggiarla*, in *Dir. Pub. Comp. Eur.*, I, 2009, 305 ss.

<sup>7</sup> Il piano è reperibile in una serie di siti internet tra cui: [www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport\\_web.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf). Sul piano di salvataggio contenuto nell'*Emergency Economic Stabilization Act* del 2008.

tradotto nell'approvazione da parte del Congresso, di un'ampia legge di riforma della disciplina dei mercati finanziari, denominata *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*<sup>8</sup>.

L'intervento del legislatore induce, dunque, al consolidamento di un'ulteriore fase di incremento della regolazione dei mercati finanziari (avviatasi, come già evidenziato, con l'approvazione del SOX agli inizi degli anni 2000), che evidenzia un'inversione di tendenza rispetto al periodo precedente, connotato dalla liberalizzazione e deregolamentazione del sistema.

Le implicazioni sul piano sistematico di un tale sviluppo, consentono, pertanto, di operare un'ideale suddivisione della stessa evoluzione storica dell'ordinamento dei mercati finanziari statunitensi successiva al *New Deal*, in 3 fasi principali che, nonostante l'inevitabile opera di semplificazione in chiave ricostruttiva, permette di cogliere l'incidenza del fattore crisi sulle stesse dinamiche della *economic regulation*<sup>9</sup>.

La suddetta tripartizione consente in effetti di operare una divisione di massima tra:

1) periodo compreso all'incirca tra il *New Deal* e gli anni '80 del XX secolo, connotato dall'impianto dirigista dell'ordinamento dei mercati finanziari introdotta dalle leggi approvate durante la Presidenza Roosevelt e fondato sull'introduzione di barriere funzionali e territoriali in materia di esercizio delle attività di intermediazione finanziaria e sul conseguente rafforzamento del sistema dei controlli sugli intermediari, ottenuto prevalentemente attraverso lo sviluppo di un modello di vigilanza di carattere strutturale<sup>10</sup>;

2) ulteriore fase compresa tra gli anni '80 e la fine degli anni '90 del XX secolo, nel corso della quale ha preso corpo un processo di liberalizzazione e *deregulation* dei mercati finanziari, attraverso la progressiva eliminazione e/o riduzione delle barriere alla circolazione dei capitali, di quelle regolamentari e dei controlli amministrativi su credito;

3) periodo successivo all'inizio del XXI secolo, che segna un'inversione di tendenza rispetto al precedente, in quanto caratterizzato da un nuovo processo di rafforzamento della *regulation* dei mercati finanziari<sup>11</sup>, sia dal punto di vista "orizzontale" dell'estensione delle regole e dei vincoli pubblicistici in materia di esercizio delle attività economiche, che da

---

<sup>8</sup> Public Law 111-240, 124 Stat. 1376 (2010) Testo integrale rinvenibile su [www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ240/pdf/PLAW-111publ240.pdf](http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ240/pdf/PLAW-111publ240.pdf).

<sup>9</sup> Ciò nella misura in cui lo sviluppo di un'*administrative law* in funzione di limite al mercato, ha assunto la valenza di risposta ad episodi di fallimento dei medesimi mercati, con conseguente necessità di rafforzare un sistema di regole finalizzato a restituire stabilità al sistema capitalistico nel suo complesso e fiducia ai singoli operatori economici.

<sup>10</sup> Una tale regolamentazione vincolistica ha indubbiamente rafforzato la stabilità del sistema finanziario, come dimostrano i dati per cui su 3913 fallimenti o richieste di intervento da parte della FDIC registratisi tra il 1934 ed il 2011 di banche o *thrifts institutions*, solamente 624 sono collocabili nel periodo ricompreso tra il 1934 ed il 1981 e 3.289 nei 29 anni successivi.

<sup>11</sup> Di "riespansione della regolazione per i profili riguardanti la trasparenza, la correttezza e la stabilità degli operatori" nel settore finanziario, parla M. D'Alberti, *Poteri pubblici, mercati e globalizzazione*, Il Mulino, Bologna, 2008, 88.

quello "verticale" della sottrazione, da parte del legislatore federale, di ambiti di potestà normativa e regolamentare in precedenza devoluti all'autonomia degli Stati membri.

Obiettivo del presente contributo è, dunque, quello di svolgere alcune notazioni riguardanti le modalità con le quali l'ordinamento statunitense ha risposto, sul piano della revisione della regolazione dei mercati, ai "nodi al pettine"<sup>12</sup> posti dalla recente crisi sistemica del 2007-2008, dopo una prima fase emergenziale in cui lo strumentario anticrisi utilizzato dall'Amministrazione federale ha fatto leva su di un ampio programma di interventi di salvataggio (*bailout programs*) di una serie di istituzioni finanziarie considerate rilevanti dal punto di vista sistemico, in modo tale da preservare la stabilità macroeconomica del medesimo sistema finanziario (oltre che quella dei singoli operatori).

Da una parte, infatti, la definizione di "Stato salvatore"<sup>13</sup> è stata opportunamente utilizzata per qualificare l'insieme di interventi previsti nel *Troubled Assets Relief Program*, introdotto dall'*Emergency Economic Stabilization Act* del 2008, con i quali, attraverso il ricorso a strumenti come la garanzia pubblica delle passività delle banche prestata in prevalenza dalla *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) o la ricapitalizzazione degli istituti in sofferenza ad opera del Tesoro, il Governo federale ha proceduto al salvataggio dal *default* di una serie di grandi gruppi operanti non solamente nei segmenti in cui si articolano i mercati finanziari<sup>14</sup>, ma anche in settori industriali diversi come quello automobilistico.

Dall'altra parte, l'approvazione del più ampio intervento di riforma dell'ordinamento dei mercati finanziari statunitensi dopo le leggi bancarie e le *Securities laws* degli anni '30, costituisce la risposta, sul piano delle regole, del legislatore alla serie di fallimenti del mercato, della regolazione e della politica<sup>15</sup>, che l'evoluzione della struttura degli stessi mercati finanziari e la condotta degli operatori appartenenti alla c.d. industria dei mercati finanziari hanno determinato successivamente al processo di liberalizzazione attuato negli anni '80-90.

Interessante è al riguardo, oltre che l'analisi dei principali contenuti della riforma, l'esame dell'ampio dibattito dottrinale sviluppatosi in ordine all'efficacia delle nuove regole, sia dal punto di vista della validità della filosofia regolatrice che le sorregge, che da quello della compatibilità delle stesse con gli obiettivi perseguiti dal legislatore.

Entrambi gli aspetti (descrizione, necessariamente sintetica, di alcuni dei principali contenuti della legge – dibattito teorico sull'attuazione della riforma) costituiranno, dunque, l'oggetto precipuo della trattazione successiva.

---

<sup>12</sup> M. Onado, *I nodi al pettine*, Laterza, Bari, 2009.

<sup>13</sup> G. Napolitano, *Il nuovo "Stato Salvatore"...*, cit.

<sup>14</sup> Con conseguente estensione dell'impiego di strumenti di sostegno finanziario, tradizionalmente impiegati per il salvataggio di istituzioni creditizie, ad intermediari non bancari come le agenzie private, ma capitalizzate dal Governo federale, Fannie Mae e Freddie Mac, specializzate nella garanzia dei mutui ipotecari e soprattutto della maggiore Compagnia assicurativa statunitense AIG.

<sup>15</sup> Per i risultati dell'indagine parlamentare relativa ai fattori scatenanti la crisi del 2008, v. *Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, January 2011, in sito internet [http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-reports/fcic\\_final\\_report\\_full.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf).

2. Le finalità enunciate sin dal Preambolo del Dodd Frank Act, così come successivamente sviluppate nelle principali partizioni della Legge, evidenziano, dunque, l'intento del legislatore di intervenire per rafforzare la stabilità finanziaria degli Stati Uniti (attraverso il rafforzamento dei meccanismi di responsabilità e trasparenza del sistema finanziario), per risolvere il c.d. *too big to fail problem*, evitando in futuro salvataggi di grandi istituzioni finanziarie a carico dei contribuenti, per incrementare la protezione dei consumatori da abusi nella pratica dell'erogazione dei servizi finanziari.

Di qui la piena corrispondenza con le finalità enunciate nell'ampio progetto di revisione (*Financial Regulatory Reform*) del modello di *financial regulation*<sup>16</sup>, precedentemente proposto dall'Amministrazione Obama, in quanto mirante a garantire il rafforzamento della vigilanza e della regolazione nei confronti di tutti gli intermediari finanziari, a rafforzare contestualmente la vigilanza e la regolazione sulla circolazione dei prodotti finanziari (compreso il mercato dei titoli strutturati), a garantire maggiore protezione ai risparmiatori (equiparati ai consumatori), ad assicurare al governo i mezzi necessari per gestire efficacemente le crisi finanziarie, a migliorare, infine, i livelli di cooperazione internazionale nella regolazione dei mercati.

Gli stessi scopi perseguiti dall'Amministrazione federale hanno, quindi, trovato riscontro nell'*intentio legislatoris* di una riforma particolarmente ampia e complessa, in quanto a sua volta funzionalmente riconducibile a 2 fondamentali obiettivi di sistema: da una parte quello di limitare il rischio della finanza creativa, affermatasi nell'epoca contemporanea in assenza di una cornice di regole disciplinanti la messa in circolazione e lo scambio di prodotti finanziari innovativi, quali i c.d. derivati; dall'altra quello di limitare il danno (in termini di diffusione del rischio sistemico e di lesione dell'integrità e della stabilità dei mercati), derivante dal fallimento di grandi istituzioni finanziarie.

Con il che si tentano di affrontare i principali nodi che la crisi del 2008 ha posto sul piano dei cd. fallimenti della regolazione, nella misura in cui l'introduzione di una disciplina più stringente del mercato dei derivati (sia dal punto di vista del rafforzamento delle garanzie di trasparenza richieste per la negoziazione dei prodotti finanziari strutturati e per la registrazione degli intermediari specializzati nel *trading* di derivati, che da quello della reintroduzione di alcune barriere funzionali tra attività speculative e le tradizionali attività bancarie), persegue il fondamentale obiettivo di limitare gli effetti distorsivi indotti dallo sviluppo del c.d. "sistema bancario ombra" (*shadow banking system*), sottratto alle garanzie di trasparenza imposte per la circolazione di prodotti finanziari sui mercati regolati.

Come noto, la crescita di attività di investimento altamente speculative gestite su mercati non regolati (O.t.C.) da istituzioni partecipate (come gli *hedge funds*) solo formalmente separate dai grandi conglomerati finanziari (in modo tale da evitare l'obbligo di consolidamento dei rispettivi bilanci), aveva consentito a questi ultimi (con particolare riferimento alle grandi banche di investimento) di spostare, attraverso il ricorso alla leva

---

<sup>16</sup> Il piano è reperibile in una serie di siti internet tra cui: [http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport\\_web.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf). Sul piano di salvataggio contenuto nell'*Emergency Economic Stabilization Act* del 2008.

finanziaria (*securitization*), il capitale investito verso impieghi non sottoposti ai requisiti di capitalizzazione previsti dalle regole di Basilea II, evidenziandosi in tal modo un deficit di regolazione nei confronti di attività estremamente rischiose<sup>17</sup>.

In particolare, negli Stati Uniti, il ruolo determinante assunto dai c.d. *hedge funds*, ai fini dello sviluppo del "sistema bancario ombra", era dovuto al fatto che questi ultimi erano esentati dagli obblighi di registrazione presso la *Security and Exchange Commission*, imposti dal Securities Act del 1933<sup>18</sup>, sul presupposto per cui gli stessi non svolgevano attività di negoziazione di titoli attraverso la sollecitazione al pubblico risparmio, ma fuori mercato con controparti costituite da investitori qualificati ("*accredited investors*").

La diffusione della strategia di *business* denominata "originate-to distribute" (ODT)<sup>19</sup> ed il connesso processo di cartolarizzazione dei crediti<sup>20</sup>, avevano, dunque, permesso alle grandi istituzioni finanziarie di trasferire agli investitori il rischio inerente i medesimi crediti cartolarizzati, di togliere gli stessi prestiti dal proprio stato patrimoniale in modo tale da consentire ulteriormente l'utilizzazione del ricavato per nuovi impieghi ed un parallelo notevole aumento delle commissioni maturate.

Il conseguente, forte aumento dei profitti a breve delle banche, per effetto delle commissioni maturate attraverso la *securitization*, era stato, tuttavia, accompagnato dalla contestuale crescita dell'indebitamento di breve termine, maturato dalle medesime istituzioni al fine di procurarsi (anche attraverso il ricorso al prestito interbancario) capitale necessario ad alimentare il processo di *originate to distribute*<sup>21</sup>, contribuendo in tale modo a sbilanciarne lo stato patrimoniale verso attività notevolmente più rischiose rispetto a quelle tradizionali di banca commerciale e di investimento, così come evidenziato dalla crescita

---

<sup>17</sup> Per un'analisi dell'impatto sistemico della *Securitization*, v. P.A. Mc Coy et al., *Systemic Risk Through Securitization: The Result of Deregulation and Regulatory Failure*, 41 Conn. L. Rev. 1327 (2009), V.V. Acharya, M. Richardson, *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, John Wiley & Sons Inc., Hoboken, NJ, 2009; Id., *Causes of the Financial Crisis*, 21 Critical Rev., 19 (2009); K. E. Scott, *The Financial Crisis: Causes and Lessons*, 22 J. Applied Corp. Fin., 3, 22 (2010); K. Eggert, *The Great Collapse: How Securitization Caused the Subprime Meltdown*, 41 Conn. Law Rev, 1257 (2009).

<sup>18</sup> Section 4(2) of the Securities Act, 17 CFR Sec. 230.501 et seq.

<sup>19</sup> "l'OTD è il processo secondo il quale una banca eroga mutui che sono trasferiti prontamente ad un'altra istituzione finanziaria", G. Mussari et al., *Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari*, Nuova Giuridica, Matelica (MC), 72. Sul collegamento tra attenuazione dei vincoli legali all'esercizio di attività speculative e cause che hanno condotto alla crisi del 2008, v. L.A. Stout, *The Legal Origin of the 2008 Credit Crisis*, February 2011, in sito internet <http://ssrn.com/abstract=1770082>.

<sup>20</sup> In pratica con la cartolarizzazione e l'uso di prodotti finanziari derivati è stato possibile costruire ed emettere sui mercati titoli strutturati il cui valore viene a dipendere da quello assunto da altri schemi negoziali ad essi collegati, quali titoli, valute, tassi d'interesse, tassi di cambio, indici di borsa.

<sup>21</sup> Attraverso il quale una banca eroga mutui e successivamente li trasferisce, maturando in tal modo una commissione ed eliminando gli stessi mutui dal proprio stato patrimoniale, ad un'altra istituzione finanziaria (di solito uno *Special Purpose Vehicle* appositamente costituita) e quest'ultima procede ad "impacchettare" (attività di *packaging*) i mutui, suddividendoli in *tranches* sulla base del rispettivo rischio di credito, in titoli derivati a lungo termine, destinati ad essere scambiati sul mercato.

esponenziale registratasi nell'indice globale dei risultati economici delle stesse aziende creditizie (ROE-*Return on Equity*)<sup>22</sup>.

Quando poi lo scoppio della bolla immobiliare e la c.d. crisi dei mutui derivante dal crollo dei prezzi delle case e dalla crescita delle insolvenze sui c.d. mutui *subprime*, hanno determinato il contestuale crollo della domanda di titoli strutturati<sup>23</sup> e del relativo prezzo, i riflessi sullo stato patrimoniale degli istituti più esposti dal punto degli impieghi in derivati su mutui, ha determinato l'accumulo di ingenti passività nei bilanci ed il conseguente *default* degli stessi intermediari detentori di quelli che nel frattempo erano divenuti *toxic assets*.

Di qui la necessità di introdurre una regolamentazione generalizzata del mercato dei derivati, che sia in grado adeguare la disciplina dei mercati mobiliari all'innovazione finanziaria, legittimando le attività di *trading* in titoli strutturati, ma nello stesso tempo assoggettando queste ultime ad una serie di requisiti diretti a garantirne la trasparenza ed a colmarne le asimmetrie informative, oltre che ad imporre una serie di obblighi di registrazione, di *disclosure* e di garanzia della solvibilità alle stesse istituzioni svolgenti attività di negoziazione di derivati (come gli *hedge funds* e i fondi di *private equity*).

Un problema, questo dello sbilanciamento delle attività dei gruppi bancari e finanziari verso impieghi estremamente rischiosi su mercati connotati da opacità e da asimmetrie informative, che peraltro si presenta come strettamente correlato a quello delle distorsioni del mercato indotte dalla concentrazione della c.d. industria dei servizi finanziari in grandi conglomerati, in grado di controllare quote elevate degli *asset* scambiati sui mercati, con la conseguenza che l'eventuale dissesto di uno o più di essi è suscettibile di ingenerare rischi per la stabilità macroeconomica dello stesso sistema finanziario<sup>24</sup>.

---

<sup>22</sup> Il *Return on Common Equity* (ROE) è un indice di redditività del capitale proprio, dato dal rapporto tra utile netto ed il patrimonio netto.

<sup>23</sup> La moltiplicazione dei prodotti finanziari include i c.d. "asset backed securities" (ABS), basati su interessi derivanti da mutui ed altre attività quali prestiti su carta di credito, leasing automobilistici, prestiti agli studenti ed altre forme di prestito al consumo; i "residential mortgage-backed Securities" (RMBS), che corrispondono interessi derivanti dai mutui ipotecari sottostanti; i "commercial mortgage-backed Securities (CMBS), i quali corrispondono interessi derivanti da mutui garantiti da carta commerciale. Il processo denominato *originate to distribute* può poi articolarsi in ulteriori fasi, attraverso il c.d. repackaging, ossia la creazione di "second level securitizations", ottenuta attraverso l'acquisto da parte di un'altra istituzione finanziaria di alcune *tranches* dei prodotti finanziari sopra descritti, il successivo impacchettamento degli stessi assets con altri ABS e la conseguente emissione di collateralized debt obligations (CDO s) da immettere nuovamente sui mercati. Per dotarsi di una qualche forma di garanzia dai rischi di mancato pagamento delle obbligazioni nascenti dalle attività finanziarie sottostanti i derivati, le grandi istituzioni finanziarie hanno poi iniziato a sottoscrivere derivati su crediti over the counter (OTC), denominati "credit default swaps" (CDS), costituenti l'equivalente di polizze assicurative che consentono di trasferire a terzi (denominati protection sellers) il rischio di credito collegato all'attività finanziaria sottostante il derivato (creandosi in tal modo un terzo livello di cartolarizzazioni dei crediti, attraverso l'ulteriore impacchettamento di CDS in CDOs da immettere sui mercati).

<sup>24</sup> A. E. Wilmarth Jr., *The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis*, 41 Conn. L. Rev., 3, 963 (2009).

Da questo punto di vista, infatti, l'obiettivo enunciato sempre nel Preambolo del *Dodd Frank Act*, di evitare, in futuro, il salvataggio da parte del Governo federale di *large, complex financial institutions* (LCFT)<sup>25</sup> viene perseguito attraverso una molteplicità di strumenti diretti a ridurre l'impatto del "*too big to fail problem*", nella consapevolezza che "it reduces market discipline and encourages excessive risk-taking"<sup>26</sup>.

Se da una parte l'intervento pubblico, diretto ad assicurare il salvataggio di istituzioni finanziarie da considerarsi rilevanti dal punto di vista sistemico (*Systemically Important Financial Institutions*), ha consentito di prevenire il rischio di collasso dei mercati finanziari e di diffusione della depressione economica, per altro verso la consapevolezza per cui alcuni grandi gruppi finanziari sono "too important to fail" per la stessa tenuta del sistema, induce evidentemente, significative distorsioni nel funzionamento degli stessi mercati, in quanto in grado di favorire la diffusione di fenomeni di azzardo morale nella condotta degli operatori.

Un azzardo morale dipendente dal fatto che le grandi istituzioni finanziarie, per il fatto di essere percepite come "*too big to fail*" prima e durante la crisi, hanno fruito di una serie di benefici (rispetto agli intermediari non aventi la stessa importanza sistemica) non solo in termini di accesso al sistema di assicurazione federale sui depositi ed al prestito di ultima istanza da parte della FED, ma anche dal punto di vista della possibilità di operare con più bassi requisiti di capitalizzazione (*capital ratios ulteriors*) e di vantaggi derivanti da prezzi delle azioni più elevati e dal minore costo di reperimento di finanziamenti<sup>27</sup>.

L'insieme dei benefici di cui i grandi intermediari finanziari hanno dunque goduto per il fatto di non poter fallire a causa dei potenziali effetti sistemici indotti dal loro dissesto, ha contestualmente finito per favorire l'adozione da parte delle stesse istituzioni di strategie di crescita particolarmente aggressive, in quanto finalizzate a raggiungere dimensioni tali da acquisire quella importanza sistemica necessaria per esser considerate come "too big to fail".

Di qui l'ulteriore spinta, verificatasi nell'ultimo ventennio, successivamente all'approvazione del *Gramm Leach Bliley Act*, verso la concentrazione dell'industria dei servizi finanziari statunitensi, attraverso processi di acquisizione e di fusione, che hanno reso dominante sui mercati la posizione dei grandi gruppi bancari<sup>28</sup>.

---

<sup>25</sup> Il fine enunciato è: "to end too big to fail" (and) "to protect the American taxpayer by ending bailouts".

<sup>26</sup> B.S. Bernanke, Chairman Fed. Reserve Bd., *Financial Reform to Address Systemic Risk*, Discorso tenuto al Council on Foreign Relations (Mar. 10, 2009), reperibile in sito internet <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090310ce.htm>.

<sup>27</sup> A sua volta conseguente al trattamento preferenziale riservato alle SIFI dalle agenzie di rating e dagli investitori in titoli di debito, per effetto della maggiore capacità dei grandi conglomerati di fruire dell'eventuale assistenza finanziaria da parte del Governo Federale. Sulla questione si v.: G.M. Stern, R.J. Feldman, *Too Big to fail: Policies and Practices in Government Bailouts*, Brookings Institution Press, Washington, DC, 2004.

<sup>28</sup> Secondo statistiche risalenti al 2009, le 4 più grandi banche statunitensi (Bank of America, Chase, Citigroup e Wells Fargo) controllavano all'epoca il 56% degli asset bancari interni rispetto al 35 % del 2000 mentre i 10 maggiori istituti bancari controllavano il 75% dei medesimi asset rispetto al 54 % del 2000. Sul tema, v. S. Johnson, T. Kwark, *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, Pantheon Books, New York, (2010), in cui si evidenzia come: "the problem at the heart of the financial system the enormous

Alla crescita dimensionale di questi ultimi ed alla formazione di conglomerati finanziari ha poi fatto riscontro, così come evidenziato in precedenza, l'incentivo verso l'effettuazione di investimenti eccessivamente rischiosi ed una gestione improntata da logiche speculative, confidando gli stessi grandi gruppi, ragionevolmente, nell'intervento delle autorità governative nell'ipotesi di esito negativo degli impieghi (con conseguente socializzazione delle perdite di gestione).

La conseguenza di questo processo di trasformazione strutturale e funzionale dell'industria dei mercati finanziari è stata quella dello stretto legame tra posizione dominante assunta nell'ambito dei medesimi mercati da alcuni conglomerati (LCFIs), i benefici ricevuti da questi ultimi per essere qualificati come *"too big to fail"*, il frequente ricorso alla speculazione ed a tecniche di finanza strutturata fondate sulla c.d. leva finanziaria, al fine di ottenere un innalzamento di valore dei medesimi titoli strutturati (utilizzandosi in tal modo il debito per accrescere il livello delle risorse disponibili e per acquisire un maggiore livello di attività).

Come già ricordato, tuttavia, lo scoppio della bolla immobiliare verificatosi a partire dall'autunno 2007 e la connessa crescita esponenziale delle insolvenze sui mutui, hanno determinato, in virtù dell'effetto leva indotto dai processi di cartolarizzazione, l'accumularsi di perdite sugli stessi titoli strutturati (garantiti dai mutui ben al di là del valore nominale di questi ultimi), con conseguente *default* degli intermediari più esposti sul mercato dei derivati su mutui.

La nuova disciplina contenuta nel *Dodd Frank Act* persegue, quindi, l'intento di incidere su tutti i nodi problematici passati in rassegna, rafforzando la stabilità finanziaria degli Stati Uniti attraverso una serie di disposizioni che investono sia il profilo funzionale del rafforzamento della regolazione delle attività di investimento, che quello istituzionale della revisione del modello di vigilanza sui mercati e dell'imposizione di vincoli e limiti aggiuntivi nei confronti di quei grandi conglomerati che, essendo qualificabili come *"large interconnected financial institutions"*, possano determinare, in caso di *default*, l'insorgenza di rischi sistemici, rendendo pertanto necessaria l'assistenza finanziaria del Governo federale.

Il quadro delle finalità perseguite dal legislatore si completa poi con l'intento di rafforzare la tutela dei consumatori, a fronte della diffusione di pratiche contrattuali fortemente penalizzanti per questi ultimi, soprattutto nei rapporti in cui si accentua la posizione di contraenti deboli degli stessi utenti dei servizi finanziari (come nel caso di un'ampia gamma di prestiti riconducibili al c.d. microcredito ed al prestito al consumo, quali i c.d. *payday loans*, i prestiti su carta di credito o per motivi di studio).

In tali casi, l'intervento del legislatore federale risulta tanto più giustificato in quanto il rinvio alle normative statali in materia di tutela dei consumatori e la contestuale assenza di un'autorità in grado di esercitare un controllo coordinato sugli abusi perpetrati in danno degli stessi consumatori avevano favorito, nel tempo, l'imposizione di clausole e condizioni particolarmente onerose e vessatorie per i medesimi utenti dei servizi.

---

growth of top-tier financial institutions and the corresponding increase in their economic and political power", *ibidem*, 191.

3. Il tema della revisione del modello statunitense di vigilanza sui mercati finanziari, attraverso l'introduzione di una serie di correttivi diretti a colmare la serie di lacune e scappatoie (*loopholes*) che l'architettura "balcanizzata" del sistema di *authorities* di controllo sugli stessi mercati aveva evidenziato, costituisce, dunque, uno dei punti cardine dell'intervento del legislatore<sup>29</sup>, laddove il Titolo I del *Dodd Frank Act* è dedicato all'istituzione di un'agenzia per la valutazione del rischio sistemico, in funzione dell'obiettivo dichiarato del rafforzamento della stabilità finanziaria<sup>30</sup>.

In tale modo la supervisione sul rischio sistemico si aggiunge alle tradizionali componenti della *regulation* del sistema bancario, costituite dalla vigilanza sulla sana e prudente gestione degli istituti di credito, dall'assicurazione federale sui depositi e dall'adeguatezza patrimoniale degli stessi intermediari creditizi<sup>31</sup>.

Il modello di supervisione sui mercati finanziari<sup>32</sup>, definito nei suoi lineamenti fondamentali negli anni '30 e successivamente oggetto di parziali correttivi, conseguenti ad ulteriori episodi di crisi, scontava, infatti, alcuni limiti fondamentali (sia strutturali che funzionali), tra loro interrelati ed in grado di pregiudicare la stabilità finanziaria degli Stati Uniti, a fronte di un inadeguato controllo dei rischi.

Viene in rilievo, al riguardo, innanzitutto, l'assetto tradizionalmente frammentato del modello di vigilanza sui mercati finanziari, per essere lo stesso fondato su di una moltiplicazione degli organismi di volta in volta esercenti funzioni di vigilanza "per soggetti", "per settori", "per attività".

Una frammentazione determinata, in primo luogo, dal carattere interstiziale della *regulation* federale dei mercati finanziari, in quanto innestata nel tronco di un modello di vigilanza in precedenza ancorato al diritto degli Stati membri e fondato, quindi, su di una serie di autorità statali esercenti funzioni concorrenti rispetto a quelle attribuite alle agenzie federali.

---

<sup>29</sup> In linea di continuità, ancora una volta, con gli obiettivi enunciati nel Financial Recovery Reform Paper presentato dall'Amministrazione Obama, sui quali si v. C. Chambers, *US Financial Recovery: Political Regulations or a Plan for the Future?*, 11 Journ. Banking Reg. 240 (2010).

<sup>30</sup> L'analisi dei contenuti del Dodd Frank Act contenuta nel presente paragrafo riprende parzialmente l'illustrazione di cui all'aggiornamento del saggio di A. Pierini, *Il risparmio nell'ordinamento degli Stati Uniti d'America tra crisi finanziarie e regulation dei mercati*, in G. Cerrina Feroni, (cur.), *Tutela del risparmio e vigilanza sull'esercizio del credito*, Giappichelli Torino, 2011, 48 ss.

<sup>31</sup> M. Jickling, E. V. Murphy, *Who Regulates Whom? An Overview of U.S. Financial Supervision*, Report for Congress Congressional Research Service, December 8, 2010 in sito internet [http://assets.opencrs.com/rpts/R40249\\_20091214.pdf](http://assets.opencrs.com/rpts/R40249_20091214.pdf), 2.

<sup>32</sup> C. Felsenfeld, *Banking Regulation in the United States*, Juris Publishing Inc., Huntington, NJ, 2011. Per un'analisi dell'evoluzione storica del modello di *financial regulation* statunitense, v. P. Peretz, J. R. Schroedel, *Financial Regulation in the United States: Lessons from History*, Public Adm. Rev., 2009, 603 ss.; E. N. White, *Lessons from the History of Bank Examination and Supervision in the United States, 1863-2008* in sito internet [http://www.bancaditalia.it/studiricerche/convegni/atti/Financial\\_Market\\_Regulation/sessione\\_a/White\\_Paper.pdf](http://www.bancaditalia.it/studiricerche/convegni/atti/Financial_Market_Regulation/sessione_a/White_Paper.pdf).

Di qui l'insorgenza di problemi di sovrapposizione e coordinamento tra funzioni esercitate da autorità federali e statali, di lacune nel medesimo sistema dei controlli e di fenomeni di arbitraggio regolamentare da parte degli intermediari, interessati ad optare, di volta in volta, per il regime di controlli più favorevole.

Da una parte, infatti, nel settore bancario, il modello di vigilanza introdotto dal legislatore federale negli anni '30, aveva comunque mantenuto in pieno la fondamentale caratteristica strutturale del sistema bancario statunitense, quale *dual banking system* fondato sulla coesistenza di banche ad autorizzazione (*charter*) federale e banche statali, con conseguente assoggettamento degli stessi Istituti di credito, rispettivamente statali o federali, ad un distinto sistema di controlli.

Dall'altra, al doppio binario tra organismi di vigilanza federali e statali sul settore bancario, si aggiungeva un ulteriore fattore di complicazione costituito dal fatto che la stessa architettura del sistema di vigilanza federale sul credito si presentava come non consolidata al suo interno, essendo articolata su di una molteplicità di organismi esercenti funzioni di supervisione "per soggetti", a seconda della tipologia di istituzione creditizia da sottoporre a supervisione e dell'appartenenza di quest'ultima al circuito delle banche federali o statali<sup>33</sup>.

Un tale sistema di regolazione altamente frammentato è, peraltro, rinvenibile anche nel campo assicurativo, laddove i compiti di vigilanza sul mercato vengono tradizionalmente devoluti a commissioni statali, sulla base di normative a tutela dei consumatori pur sempre statali, con conseguente assenza di un' *authority* federale di settore.

Nell'ambito della regolazione dei mercati mobiliari, infine, alla frammentazione indotta, ancora una volta, dalla coesistenza di autorità di vigilanza statali e federali, si aggiunge una sostanziale ibridazione dei modelli di vigilanza sugli stessi mercati, dovuta al fatto che alla supervisione "di settore" esercitata sul mercato delle azioni ed obbligazioni dalla *Securities and Exchange Commission*, si aggiunge quella "per attività", esercitata dalla *Commodity Futures Trading Commission* sul mercato dei *futures* e delle opzioni<sup>34</sup>.

Il problema della frammentazione dei compiti di vigilanza si è dunque accentuato nel momento in cui, per effetto della *deregulation* dell'ordinamento del credito, portata a

---

<sup>33</sup> In tal modo, ad esempio, le banche nazionali venivano ad essere assoggettate alla vigilanza prudenziale dell'*Office of the Comptroller of the Currency - OCC*, le *Bank Holding companies* e le banche statali aderenti al sistema della Riserva federale erano assoggettate alla vigilanza della stessa FED (sia per l'apertura di nuove filiali che per il controllo prudenziale), quelle statali non aderenti al sistema della Riserva federale erano comunque soggette al potere di vigilanza, oltre che delle autorità statali, della *Federal Deposit Insurance Corporation*, le c.d. *Thrift Institutions* a quello dell'*Office of Thrift Institutions*, le agenzie (*Fannie Mae* e *Freddie Mac*) e le istituzioni creditizie federali specializzate nella concessione di mutui per la casa (*Federal Home Loan Banks*) erano regolate dalla *Federal Housing Finance Agency*.

<sup>34</sup> Al riguardo da più parti si è parlato di "struttura balcanizzata" del sistema di vigilanza americano, per designare le "tre autorità che concorrono al controllo della moneta e delle banche commerciali; il controllo delle banche d'affari...sottratto alla banca centrale e affidato alla commissione per la regolazione dei mercati (SEC); la competenza sui derivati assegnata ad un regolatore separato; supervisione statale frammentata e non federale, delle imprese di assicurazione e degli istituti di credito fondiario; supervisor catturati dai soggetti regolati per promuoverne gli interessi", L. Spaventa, *Come guardare oltre la crisi*, in *Il Sole 24 Ore*, 2-11-2008, 37.

compimento dal *Gramm Leach Bliley Act*, si è assistito ad un grande processo di aggregazione e di competizione tra i grandi gruppi bancari statunitensi ed alla trasformazione di questi ultimi in *financial holding companies* esercitanti una pluralità di attività di intermediazione.

Nonostante la tendenza verso l'integrazione dei mercati di capitali e la concorrente diffusione di conglomerati finanziari operanti attraverso società affiliate e/o controllate in comparti diversi (di qui la recente definizione, utilizzata nel *Dodd Frank Act*, di *Large Interconnected Financial Institutions*), il mantenimento del modello di vigilanza sopra delineato ha fatto sì che ciascuna istituzione operante all'interno di una *financial holding company* restasse assoggettata al potere di vigilanza della/e autorità funzionalmente competente/i in base all'ordinamento di settore<sup>35</sup>.

Unica previsione finalizzata ad introdurre un sistema di vigilanza consolidata sui grandi conglomerati finanziari era quella contenuta nel GLB<sup>36</sup>, che attribuiva al *Board* della FED (agente in qualità di "*umbrella supervisor*") un potere di supervisione generale sulle attività consolidate delle *holding* controllanti, tra le altre, istituzioni svolgenti attività di deposito garantito dalla copertura *Federal Deposit Insurance Corporation*, in funzione di garanzia della stabilità degli stessi gruppi, considerati nella loro interezza.

Come noto, tuttavia, tale presidio si è rivelato insufficiente per prevenire i rischi di contagio sistemico, nel momento in cui grandi conglomerati finanziari come quelli riconducibili alle più importanti banche di investimento (e come tali sottratti al potere di supervisione consolidata del Board della FED, in quanto non controllanti *deposit banks*), hanno iniziato ad impiegare massicciamente capitali sul mercato dei titoli strutturati, senza essere sottoposti ad alcuna vigilanza prudenziale finalizzata alla verifica della stabilità su base consolidata del conglomerato, attraverso veicoli dagli stessi controllati (come gli *hedge funds*), dando vita in tal modo a quello *shadow banking system* che è alla base della crisi verificatasi nel 2008<sup>37</sup>.

---

<sup>35</sup> Ambito settoriale che peraltro postula una diversificazione dei poteri di vigilanza anche "per soggetti", come ad esempio, nel caso delle attività di raccolta ed impiego di risparmio da parte dei fondi pensione.

<sup>36</sup> La Sec. 307 del GLB Act dispone, infatti, che "(i)t is intent of the Congress that the *Board of Governors* of the Federal Reserve System, as the *umbrella supervisor* for financial holding companies engaged in insurance activities, coordinate efforts to supervise companies that control both a depository institution and a company engaged in insurance activities regulated under state law". Il ruolo di "*umbrella supervisor*" attribuito al *Board* deve tuttavia esercitarsi nel rispetto dei poteri di vigilanza "per soggetti" e "per funzione", spettanti alle altre *authorities*, nonchè nell'ambito di un'impostazione collaborativa dei rapporti con queste ultime; il che fa sì che lo stesso potere debba essere esercitato, fondandolo, per quanto possibile, sullo scambio di informazioni e di rapporti con le autorità di vigilanza competenti "per funzione" e, nello stesso tempo, funzionalizzato esclusivamente all'accertamento di potenziali rischi per la stabilità delle istituzioni di deposito facenti parte di un *financial holding company*.

<sup>37</sup> Sul problema degli effetti sulla stabilità dei conglomerati finanziari conseguenti al trasferimento infragruppo alle imprese bancarie delle perdite accumulate dalle istituzioni affiliate o controllate svolgenti attività finanziarie, v. S. Pellerin, J. R. Walter, P.E. Wescott, *The Consolidation of Financial Regulation: Pros, Cons, and Implications for the United States*, in 95 Ec. Quart. 125 (2009).

A fronte della permanenza di un modello di vigilanza *multi-agency*, che limita le forme di coordinamento dei poteri esercitati dalle *authorities* di settore e nello stesso tempo ha evidenziato una serie di lacune nella *regulation* dei mercati (con particolare riferimento all'attività dei c.d. investitori istituzionali, sottoposti a controlli e regimi di *disclosure* assolutamente eterogenei), il *Dodd Frank Act*, sin dal Titolo I (Stabilità finanziaria), affronta il nodo dell'introduzione di un organismo di vigilanza sul rischio sistemico, che rafforzi la supervisione su tutti gli intermediari finanziari.

Lo strumento è quello della creazione di un'autorità, il *Financial Service Oversight Council*, con funzioni di segnalazione di eventuali lacune (*gaps*) nella disciplina dei mercati, di coordinamento tra gli indirizzi perseguiti dalle *authorities* nella regolazione degli stessi mercati (in modo tale da risolvere eventuali controversie tra queste ultime), di identificazione di rischi dovuti ad intermediari e/o attività finanziarie.

Dell'organo, presieduto dal Segretario del Tesoro, fanno parte pure i Presidenti del *Board of Governors* della FED, della *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), della *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), della *Securities and Exchange Commission*, il *Comptroller of the Currency* ed i Direttori di agenzie federali di nuova istituzione, quali la *Consumer Financial Protection Agency* ed il *National Bank Supervisor* (NBS), oltre che della *Federal Housing Finance Agency* (FMFA).

L'attribuzione ad una nuova *authority*, composta dai *chairmen* delle *independent regulatory agencies* preposte alla vigilanza sui mercati, di una serie di poteri di raccolta di informazioni in materia di rischi per la stabilità macroeconomica del sistema finanziario, nonchè di formulare raccomandazioni in materia di vigilanza sui mercati e su singoli operatori, persegue, dunque, la finalità di rafforzare quel coordinamento tra autorità nella gestione dei rischi e degli interventi anticrisi, la cui mancanza è stata ritenuta tra le concause della diffusione del panico sui mercati in occasione della crisi del 2008<sup>38</sup>.

Da questo punto di vista l'autorità, avvalendosi, tra l'altro, dell'ausilio di un apposito *Office of Financial Research*, con funzione di raccolta dati e di elaborazione di rapporti informativi, sarà chiamata ad identificare ed a rispondere a rischi e minacce per la stabilità del sistema finanziario statunitense, che potrebbero derivare dal dissesto o dal fallimento di grandi conglomerati finanziari strutturalmente collegati, siano essi *bank holding companies* or *nonbank financial companies*, rischi che potrebbero originare anche al di fuori del mercato dei prodotti finanziari (Sec. 112).

---

<sup>38</sup> Di forti responsabilità del Tesoro e della FED nella mancata prevenzione del panico sui mercati in occasione della recente crisi del sistema bancario statunitense, ha parlato J. Macey, *La relazione su l'esperienza degli Stati Uniti*, cit.; M. Lounsbury, P. Hirsch (cur.), *Markets on trial: the economic sociology of the U.S. financial crisis*, Bibgley, Emerald, 2010; P. Arestis, E. Karakitsos, *The post 'great recession' US economy: implications for financial markets and the economy*, Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2010. E. T. Patrikis, *Striking changes in US banking supervision and regulation*, e T. C. Baxter, D. Gross, *The Federal Reserve's response to the crisis : doing whatever it takes within its legal authority*, entrambi in M. Giovanoli, D. Devos (cur.), *International monetary and financial law: the global crisis*, Oxford, OUP, 2010.

Questo per prevenire ed arginare i pericoli derivanti dalla diffusione di aspettative e/o fenomeni di panico tra i risparmiatori, con particolare riferimento ad azionisti, creditori e controparti delle stesse istituzioni finanziarie sotto osservazione, per i quali il Governo potrà valutare eventuali interventi diretti a porli al riparo dai rischi sopra menzionati.

L'istituzione di un'*agency* che realizza un collegamento strutturale e funzionale tra le varie autorità di vigilanza sui mercati, serve dunque a perseguire il fondamentale obiettivo di rafforzare la vigilanza e la regolazione sui conglomerati finanziari, considerati i limiti (già richiamati in precedenza) imposti al potere di *umbrella supervision* sulle istituzioni qualificabili come *Banking Holding Companies* (BMC), spettante al *Board* della FED in base al *Gramm – Leach – Bliley Act*.

Nel nuovo modello di vigilanza consolidata delineato nella riforma, l'istituzione del *Financial Service Oversight Council*, che infatti riprende analoghe proposte contenute in disegni di legge presentati anni prima al Congresso ed accomunate dalla *eadem ratio*<sup>39</sup>, dovrebbe perseguire proprio l'obiettivo di introdurre un sistema di supervisione generalizzata sui conglomerati finanziari; ciò indipendentemente dalla presenza all'interno di essi di intermediari svolgenti attività di deposito garantita dalla *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) ed in funzione dell'individuazione di rischi collegati al possibile *default* di singole istituzioni, dai quali possano conseguire possibili effetti sistemici sui mercati.

Da questo punto di vista, uno dei fondamentali poteri spettanti alla nuova *authority* dovrebbe essere proprio quello di deliberare a maggioranza dei 2/3 l'assoggettamento di un intermediario non bancario (*nonbank financial company*), la cui attività finanziaria possa ingenerare rischi sistemici per la stabilità dei mercati, ai poteri di vigilanza prudenziale e di regolazione del *Federal Reserve Board* (Sec. 113).

Gli standard prudenziali imposti dalla riforma alle *Banking Holding Companies* (con oltre 50 miliardi di dollari di *assets* consolidati), in termini di più elevata capitalizzazione, liquidità e gestione qualitativa del rischio vengono, quindi, ad essere estesi agli altri intermediari di gruppo (compresi gli *hedge funds*), in modo tale garantire che nella gestione delle attività consentite dal *Gramm – Leach – Bliley Act*, gli stessi siano "*well capitalized*" e "*well managed*".

Spetta inoltre al *Board* della *Federal Reserve* il potere di fissare standard prudenziali più stringenti (come requisiti di capitalizzazione, di gestione del rischio finanziario, l'introduzione di *stress tests*, di limiti alla concentrazione delle esposizioni creditizie, al ricorso alla leva finanziaria) valevoli sia per le *Banking Holding Companies*, che per gli intermediari finanziari non bancari assoggettati alla vigilanza del *Board* su designazione del *Council*, previsione che si correla al rafforzamento dei poteri discrezionali, spettanti sempre

---

<sup>39</sup> V. proposte di legge istitutive di una *Financial Services Oversight Commission*, con responsabilità per la supervisione consolidata delle istituzioni finanziarie in base alla funzione, piuttosto che "per soggetti". La proposta presentata dal Senatore Wirth già nel 1987 prevedeva che «this Commission would provide an umbrella supervisory structure. The Commission could regulate activities of banking, financial and commercial holding companies and establish minimum standards of capital adequacy for financial holding companies», S. 1891, 100<sup>th</sup> Cong. (daily ed. 1987).

del *Board*, di incrementare i requisiti di trasparenza, i limiti all'assunzione di debiti a breve termine e di fissare altri standard prudenziali ritenuti appropriati.

Le previsioni dovrebbero, pertanto, assumere valenza strumentale a ridurre le lacune del sistema di vigilanza "per soggetti", evidenziatesi a seguito dell'eliminazione delle barriere funzionali e territoriali tra gli intermediari bancari e quelli operanti in altri comparti dei mercati, con conseguente riduzione del rischio derivante dalla diffusione di conglomerati finanziari, che abbiano al loro interno consociate o affiliate svolgenti attività di intermediazione in mercati connotati da elevati margini di rischio ed in assenza di adeguati controlli sul rispetto di standard prudenziali.

L'istituzione di una nuova *authority* viene poi prevista anche per il comparto assicurativo (Titolo V), laddove l'*Office of National Insurance* dovrebbe costituire un'agenzia federale preposta al monitoraggio di tutti gli aspetti dell'industria dei servizi assicurativi, ad oggi carente di una supervisione su scala federale, per essere quest'ultima affidata ad un sistema di regolazione altamente frammentato (in quanto facente leva su commissioni statali e normative a tutela dei consumatori per sempre statali) ed inefficiente.

Sempre verso l'obiettivo di introdurre una maggiore semplificazione del sistema di vigilanza sul mercato del credito, attraverso l'eliminazione di duplicazioni di funzioni, converge l'ulteriore previsione diretta ad abolire l'*Office of Thrift Institutions*, i cui poteri di vigilanza sulle *Thrift Institutions* vengono trasferiti alle altre autorità federali di controllo sul mercato del credito, quali la FED, l'OCC, La FDIC.

Infine, si prevede (Titolo IV) il rafforzamento delle garanzie di trasparenza nell'attività di investitori istituzionali quali gli *hedge funds* (fondi speculativi non quotati in borsa utilizzando prevalentemente meccanismi di leva finanziaria e di investimento in titoli derivati) ed i fondi di *private equity*<sup>40</sup>, i quali vengono ad essere assoggettati sia agli obblighi di registrazione imposti alle società di investimento dall'*Investment Advisory Act*, che ad obblighi di informazione e di *reporting* circa le modalità di impiego del risparmio gestito.

Altra parte della riforma interviene su di un altro dei nodi nevralgici che la recente crisi ha posto, in funzione dell'obiettivo di far sì che gli stessi mercati tornino a funzionare nell'interesse degli investitori finali<sup>41</sup>; ciò nella consapevolezza che, per salvare la «parte buona della *securitisation*» «basta applicare a tutti i mercati compreso quello dei titoli strutturati, le norme generali pensate per garantire trasparenza e correttezza ai mercati tradizionali delle azioni e delle obbligazioni»<sup>42</sup>.

Da questo punto di vista, il Titolo VII del *Dodd Frank Act*, nell'intento di adeguare la regolazione dei mercati all'innovazione finanziaria, introduce una regolamentazione

---

<sup>40</sup> Fondi d'investimento diretti ad acquisire partecipazioni preferibilmente di controllo in società con capitale azionario sottovalutato dal punto di vista dei prezzi di listino, al fine di procedere ad una ristrutturazione dell'impresa controllata, con successiva cessione sul mercato della relativa quota di controllo e possibile conseguimento di una plusvalenza sulle operazioni di acquisto/cessione delle azioni.

<sup>41</sup> M. Onado, *Le regole? Sono il pettine per sciogliere i nodi*, in *Sole 24 Ore*, 20-5-2009, 2.

<sup>42</sup> *Ibidem*.

comprensiva del mercato dei derivati (compresi i *Credit Default Swaps*)<sup>43</sup> che, garantendo maggiore trasparenza nella circolazione degli stessi prodotti finanziari, prevenga gli episodi di frode sui mercati e di *market abuse* ed i conseguenti rischi per la stabilità del sistema finanziario. Ciò in modo tale da assicurare che i prodotti finanziari derivati non siano commercializzati presso un pubblico di risparmiatori privi di informazioni qualificate circa il grado di rischio dell'investimento.

Verso tali obiettivi convergono le previsioni dirette ad imporre che i c.d. derivati vengano standardizzati<sup>44</sup> e negoziati su mercati regolamentati e/o con sistemi di scambio tali da garantire comunque la trasparenza delle operazioni (anzichè essere oggetto di negoziazione interprivata), ad introdurre meccanismi di registrazione e di *reporting* ai fini della circolazione degli stessi prodotti, ad imporre più elevati requisiti di capitalizzazione agli intermediari per la circolazione di derivati, a sottoporre a vigilanza prudenziale gli stessi maggiori partecipanti ai mercati ove si scambiano derivati, a limitare la stessa possibilità delle banche di scommettere su attività rischiose con i propri fondi e di effettuare operazioni di trading sui derivati<sup>45</sup>.

Proprio al fine di limitare gli effetti prodotti dal ricorso alla leva finanziaria in termini di socializzazione del rischio derivante dall'insolvenza sui crediti sottostanti i titoli strutturati, emessi dall'*originator* e trasferiti a terzi mediante il ricorso a *Special Purpose Vehicles*, il Dodd Frank Act impone che gli stessi emittenti trattengano in portafoglio almeno il 5 % del rischio di credito sottostante la cartolarizzazione<sup>46</sup>.

La SEC dovrà poi attivarsi per incrementare la trasparenza e la standardizzazione degli stessi titoli strutturati, attraverso una più ampia regolamentazione delle società di *rating* (al fine di eliminare i persistenti conflitti di interesse nello svolgimento del *rating* e contestualmente di ridurre l'incertezza del *credit rating* nelle attività di regolazione) e presentare, unitamente al *Financial Services Oversight Council*, raccomandazioni al Congresso su come armonizzare la legislazione in materia di circolazione di prodotti finanziari.

L'introduzione di una regolamentazione più stringente, che tuteli gli investitori nelle operazioni di acquisto di prodotti finanziari con elevati livelli di rischio, si coniuga con l'obiettivo di portata generale di rafforzare la tutela dei consumatori perseguito dal Titolo X della Legge, laddove si prevede la creazione di una nuova amministrazione indipendente federale, il *Bureau of Consumer Financial Protection* (BCFP), con poteri (stabiliti dalla Sec. 1021 della Legge) di vigilanza ed impulso sulla corretta ed efficace applicazione delle normative a tutela dei "consumatori" di prodotti e servizi finanziari (anche attraverso

---

<sup>43</sup> Derivati che assicurano gli investitori nei confronti del rischio del mancato pagamento di un'obbligazione.

<sup>44</sup> Ad es. dal punto di vista della scadenza contrattuale e della modalità di negoziazione attraverso una *Derivative Clearing Organizations* – Stanze di compensazione.

<sup>45</sup> Rimanendo la possibilità di scambiare alcuni tipi di strumenti derivati, ma si dovranno scorporare le attività più rischiose in divisioni apposite, capitalizzate in modo separato.

<sup>46</sup> E. Thompson, *Dodd-Frank and Basel III's Skin in the Game Divergence and Why it is Good for the International Banking System*, 2010, reperibile in sito internet <http://ssrn.com/abstract=1783768>.

l'elaborazione di regole, provvedimenti, linee guida), di conduzione di programmi finalizzati all'educazione ed informazione in materia finanziaria, di raccolta di dati, ricerca, monitoraggio e di informazioni rilevanti ai fini del corretto funzionamento dei mercati finanziari e l'identificazione dei rischi per i consumatori, di indagine e risposta a lamentele provenienti da questi ultimi.

Un insieme di norme funzionalmente collegate a quelle contenute nel precedente Titolo IX, in quanto dirette ad incrementare la protezione degli investitori attraverso il potenziamento dei poteri della SEC, il rafforzamento della *disclosure* sulle operazioni e degli standard di condotta antifrode. Previsioni che a loro volta si collegano a quelle aventi ad oggetto l'istituzione, nell'ambito della SEC, di una Commissione Consultiva per gli Investitori<sup>47</sup> (Sec. 911 ss.), l'*enforcement* del sistema di rimedi e sanzioni previste per i casi di frodi finanziarie<sup>48</sup>, l'aumento dei controlli e della regolazione delle società di *rating* (Sec. 932 ss.).

In conclusione la revisione della struttura del modello di vigilanza sui mercati (nel senso di ridurre la frammentazione interna, le duplicazioni funzionali, le lacune ed i deficit di coordinamento), il potenziamento delle funzioni di regolazione e di controllo spettanti alle *authorities* (anche attraverso l'introduzione di un organismo per la vigilanza sui rischi sistemici e di un'*authority* quale quella istituita per la protezione dei consumatori, agente secondo il modello della vigilanza "per funzioni", non più soggetta, quindi, alle restrizioni derivanti dall'individuazione dei soggetti o delle attività assoggettate a supervisione), l'introduzione di una regolamentazione generalizzata del mercato dei derivati, costituiscono, alcuni dei principali strumenti, tra loro collegati da un evidente vincolo teleologico, attraverso i quali il legislatore statunitense ha perseguito l'intento di adeguare la *regulation* dei mercati ai principali nodi posti dalla crisi del 2008.

4. Come evidenziato nell'introduzione generale alle finalità perseguite dal legislatore attraverso l'approvazione del Dodd Frank Act, l'analisi dei contenuti della stessa legge non può prescindere dall'ulteriore considerazione della serie di disposizioni accomunate dall'intento di porre rimedio al c.d. *too big to fail problem*<sup>49</sup>.

Da questo punto di vista, l'obiettivo enunciato di evitare, in futuro, il salvataggio di grandi istituzioni finanziarie con denaro pubblico, viene perseguito attraverso l'utilizzazione di una molteplicità di strumenti diretti a rafforzare i limiti alla crescita dimensionale degli stessi conglomerati finanziari, ad imporre alle stesse *large, interconnected financial institutions* più

---

<sup>47</sup> La Commissione dovrà essere consultata e fornire pareri in materia di individuazione di questioni e priorità connesse alla regolazione dei mercati, di iniziative dirette ad incrementare la protezione e la fiducia degli investitori, nonché la trasparenza e l'integrità degli stessi mercati.

<sup>48</sup> Tra le quali assume rilievo la reintroduzione di una tipica fattispecie generatrice di responsabilità civile indiretta per complicità e favoreggiamento nella commissione delle stesse frodi (responsabilità per *aid and abetting*, tipicamente fatta valere nei confronti dei revisori professionali).

<sup>49</sup> A. E. Wilmarth, Jr., *Reforming Financial Regulation to Address the Too-Big-to-Fail Problem*, 35 Brook. J. Int'l L. 707 (2010).

elevati requisiti di capitalizzazione, a reintrodurre alcune barriere funzionali tra attività esercitate dagli stessi intermediari (in modo tale da separare quelle più spiccatamente speculative dalle tradizionali attività bancarie e di investimento), a limitare altresì la possibilità per gli stessi conglomerati di acquisire partecipazioni in *hedge funds* o fondi di *private equity*.

Vengono, infine, previsti dei meccanismi anticrisi modellati su quelli utilizzati dal Governo federale per il salvataggio delle banche, da applicare alle altre *financial holding institutions* non incorporanti *deposit institutions*, i cui problemi di stabilità possano tuttavia ingenerare un rischio sistemico per i mercati.

Considerando, dunque, analiticamente i passaggi più importanti della legge dai punti di vista passati da ultimo in rassegna, vengono in rilievo, innanzitutto, le norme anti-concentrazione dirette ad inasprire i limiti imposti alla crescita dimensionale dei grandi conglomerati finanziari, già previsti nella legislazione preesistente.

In primo luogo, infatti, si estende la portata delle norme anti – concentrazione contenute nel *Riegle-Neal Interstate Banking and Branding Act* del 1994<sup>50</sup>, con le quali, attraverso l'imposizione di tetti ai depositi (*deposit caps*) detenuti da ciascuna *Bank Holding Company* (BHC), si persegue l'obiettivo di impedire l'acquisizione di posizioni dominanti da parte dei grandi gruppi bancari, ottenute attraverso l'espansione interstatale del proprio ambito di attività a mezzo di operazioni di fusione e di acquisizione delle istituzioni creditizie operanti all'interno di ciascuno stato.

Le norme contenute nel Riegle-Neal Act vietavano, infatti, alle BHC di acquisire banche in altri Stati o, comunque, i processi di fusione tra banche operanti in Stati diversi, nel caso in cui l'istituzione creditizia risultante dalla fusione (o acquisizione) avesse detenuto: 1) oltre il 10 % del totale dei depositi esistenti presso gli istituti di credito negli Stati Uniti 2) il 30% o più del totale dei depositi esistenti presso gli istituti di credito di ciascuno Stato.

Tali norme scontavano, tuttavia, tre limiti fondamentali che si traducevano in altrettante scappatoie suscettibili di vanificarne gli effetti, in punto di introduzione di limiti effettivi alla concentrazione del settore.

In primo luogo infatti il divieto imposto dalla legge riguardava solamente le operazioni di acquisizione e fusione tra banche che intervenivano a livello interstatale, senza alcuna restrizione per analoghe operazioni portate a termine da intermediari aventi sede nel medesimo Stato; in secondo luogo il tetto ai depositi non si applicava alle operazioni di fusione o acquisizione intervenute tra *thrift institutions* ed *industrial banks*, in quanto queste istituzioni non erano qualificate tecnicamente e trattate come "banche" dal Riegle-Neal Act; infine gli stessi "*deposit caps*" non si applicavano per le operazioni di fusione con acquisizione di banche in dissesto o comunque in pericolo di default (c.d. *ailing bank exception*).

Grazie ai limiti imposti alla portata soggettiva delle norme anti-concentrazione, i grandi gruppi bancari hanno potuto aggirarne gli effetti, attraverso le scappatoie di acquisire

---

<sup>50</sup> 12 U.S.C. & 1831 u (b) (2) (D), 1842 (d) (2) (D).

istituzioni di deposito non classificate dalla legge come banche, oppure in situazione di default<sup>51</sup>.

Nell'intento di chiudere le scappatoie lasciate dalla normativa antitrust contenuta nel Riegle-Neal Act, il comma 623 del Dodd Frank Act estende il limite del tetto dei depositi su base nazionale nella misura del 10% a tutte le operazioni di acquisizione e fusione coinvolgenti qualsiasi tipo di istituzione di deposito che fruisca dell'assicurazione federale sui depositi (FDIC).

La conseguenza è dunque che tutte le operazioni di fusione e di acquisizione intervenute tra istituzioni svolgenti attività bancaria, indipendentemente dall'applicazione alle medesime del regime delle *commercial banks* (come nel caso di acquisizioni e fusioni riguardanti *thrift institutions* ed *industrial banks*) vengono ad essere assoggettate al vincolo imposto dalla fissazione del tetto sui depositi detenuti su base nazionale, nella misura non superiore al 10%.

Ulteriore limite imposto alle concentrazioni in grandi gruppi, in atto nell'industria dei servizi finanziari è contenuto nella Sec. 622 della legge, laddove viene stabilito che le istituzioni finanziarie (*financial companies*) svolgenti attività di deposito sotto la copertura della FDIC o comunque controllanti queste ultime (come le BHC) o istituzioni appartenenti alla *Thrift Industry* (come le *Savings & Loan Holding Companies*), nonché intermediari finanziari non bancari comunque soggetti a vigilanza della FED, non possono fondersi o acquisire il controllo di altre società finanziarie se il totale consolidato delle passività della *financial company* acquirente superi il 10% delle passività consolidate aggregate di tutti i gruppi finanziari (come sopra individuati) nella misura rilevata alla fine dell'anno precedente la transazione (c.d. *liabilities cap*)<sup>52</sup>.

Entrambe le previsioni sopracitate, dunque, sono accomunate dall'intento di porre limiti alle concentrazioni dell'industria dei servizi finanziari, rispettivamente attraverso l'imposizione di tetti all'espansione dei grandi gruppi nelle tradizionali attività di *deposit bank* (banca commerciale) ed in quelle di finanziamento attraverso il ricorso al mercato dei capitali.

L'intento di limitare i processi di concentrazione in atto nell'industria dei servizi finanziari si coniuga, perciò, con quello di garantire ulteriormente la stabilità dei mercati attraverso la già richiamata imposizione alle *large, interconnected financial institutions* di standard prudenziali più stringenti e di limiti alla facoltà di investire in attività speculative.

---

<sup>51</sup> Aggiramento che ha consentito a Bank of America, Chase e Wells Fargo di superare il tetto di depositi del 10% su base nazionale a partire dall'ottobre 2008 grazie ad operazioni di acquisizione di intermediari ricomprensenti al loro interno *thrift institutions* o *industrial banks* (come nel caso delle acquisizioni di Countrywide e Merrill da parte di Bank of America) e/o in situazione di dissesto (v. acquisizione Wachovia da parte di Wells Fargo).

<sup>52</sup> La norma individua il concetto di *liabilities* come "total risk-weighted assets of the financial company as determined under the risk-based capital rules applicable to bank holding companies, as adjusted to reflect exposures that are deducted from regulatory capital, less the total regulatory capital of the financial company". L'intento è quello di limitare la crescita dimensionale di grandi istituzioni finanziarie facenti leva prevalentemente sulla raccolta di risparmio sul mercato dei capitali, piuttosto che di depositi bancari.

Da questo punto di vista, assume rilievo la scelta operata dal legislatore di attribuire alla FED, che esercita la funzione di vigilanza consolidata sugli intermediari finanziari non bancari di rilevanza sistemica e sulle *Bank Holding Companies* (BHC), il compito di incrementare i coefficienti di capitalizzazione degli stessi gruppi, sottoponendo contemporaneamente questi ultimi a standard prudenziali più stringenti<sup>53</sup>.

Requisiti aggiuntivi possono poi essere stabiliti discrezionalmente dal *Board*, includendosi, tra i medesimi, l'imposizione di strumenti di "contingent capital"<sup>54</sup>, di requisiti di trasparenza e di limiti all'indebitamento a breve termine.

La previsione dell'aggravamento degli standard prudenziali imposti dai regolatori alle SIFs si unisce, quindi, agli ulteriori vincoli introdotti dal *Dodd Frank Act*, al fine di reintrodurre barriere legali tra l'esercizio dell'attività bancaria ed attività speculative di investimento sui mercati dei capitali o, comunque, a limitare le operazioni rischiose svolte dai grandi gruppi bancari.

La *ratio* di tali disposizioni è, ancora una volta, quella di rafforzare la stabilità del sistema finanziario, evitando che l'assunzione di rischi eccessivi da parte dei grandi conglomerati finanziari, attraverso attività di trading speculativo, determini il *default* degli stessi intermediari, con conseguenti effetti sistemici sulla stabilità dei mercati.

A tal fine era stata originariamente proposta, in primo luogo, l'introduzione del potere di imporre alle grandi *Bank Holding Companies* ed agli altri intermediari finanziari di dimensioni rilevanti per la stabilità dei mercati, la cessione di asset rischiosi e comunque il disinvestimento di capitali destinati da operazioni ad alto rischio.

Per altro verso, l'ulteriore proposta elaborata dall'ex *Chairman* del Board della FED, Paul Volcker (da cui la denominazione "Volcker-rule")<sup>55</sup>, era quella di reintrodurre una vera e propria barriera legale tra attività bancaria ed attività di trading speculativo sui mercati di capitale, stabilendo un divieto per gli istituti di credito di destinare il capitale a tale tipologia di impieghi.

Tale vincolo sarebbe stata ancora più giustificato in un contesto già contrassegnato dall'intervento federale in funzione di salvataggio (*bailout*) di alcuni grandi gruppi bancari in

---

<sup>53</sup> A tal fine la Sec 165 (b) (a) (i), (ii), (iii), (iv), (v) della legge, prevede, infatti, che gli intermediari finanziari non bancari, comunque sottoposti a vigilanza del Board della FED e le *Bank Holding Companies* con asset consolidati di valore eguale o superiore a \$ 50.000.000.000,00, debbano essere sottoposti a standard prudenziali più stringenti dal punto di vista dei requisiti di liquidità richiesta, dell'imposizione di requisiti di contenimento del rischio complessivo, di limiti alla concentrazione dei rischi ed al ricorso alla leva finanziaria. Viene così individuata una soglia rilevante ai fini della qualificazione dell'istituzione finanziaria come di importanza sistemica (SIFI), tale da giustificare l'imposizione di standard prudenziali più stringenti, in considerazione dei rischi per la stabilità finanziaria degli Stati Uniti, indotti dall'eventuale default dello stesso gruppo.

<sup>54</sup> Strumenti di capitale che devono consentire, a discrezione dell'autorità competente, di svalutare o convertire tali strumenti in azioni ordinarie qualora la banca sia giudicata dall'autorità non più in grado di preservare la propria integrità finanziaria. Sul tema v. J. C. Coffee, Jr, *Bail-ins Versus Bail-outs: Using Contingent Capital To Mitigate Systemic Risk*, Working Paper No. 380, October 22, 2010, in sito internet <http://ssrn.com/abstract=1675015>.

<sup>55</sup> C. K. Whitehead, *The Volcker Rule and Evolving Financial Markets*, in 1 Harvard Bus. Law Rev. 40-84 (2011).

*default*, in considerazione della necessità di evitare che i finanziamenti concessi dalle istituzioni di governo del credito fossero destinate ad impieghi ad elevato rischio da parte dei gruppi bancari destinatari dei sussidi federali<sup>56</sup>.

La medesima *ratio* ispirava, del resto, l'ulteriore divieto posto a base di un Emendamento alla legge presentato dalla senatrice democratica Lincoln e diretto ad impedire qualsiasi forma di assistenza finanziaria da parte del Fondo di Assicurazione sui depositi (DIF) e/o di prestito emergenziale da parte della FED in favore di intermediari specializzati nell'acquisto e vendita di swaps ed altri derivati negoziati in mercati non regolamentati.

Grazie, tuttavia, alla forte opposizione dell'industria dei servizi finanziari, le cui *lobbies* hanno ottenuto l'appoggio del Partito Repubblicano al Congresso, le proposte dirette ad introdurre nuove barriere legali tra l'attività bancaria e quella di investimento speculativo in valori mobiliari e/o comunque finalizzate ad impedire che in queste ultime venissero impiegati finanziamenti erogati dal Governo federale per il salvataggio dei grandi gruppi finanziari, sono state notevolmente depotenziate nelle disposizioni che le hanno solo parzialmente recepite nel *Dodd Frank Act*<sup>57</sup>.

Analizzando, infatti, il tenore testuale delle stesse disposizioni si evince che il potere riconosciuto al Board della FED di imporre ai grandi gruppi bancari o finanziari, comunque sottoposti alla vigilanza del medesimo organo, azioni di mitigazione del rischio consistenti in limiti alla facoltà delle medesime istituzioni di operare fusioni, acquisizioni, consolidamenti o, comunque, di entrare in rapporti di affiliazione con altre società, nonché di negoziare determinati prodotti finanziari e nell'imposizione dell'obbligo di disinvestire capitali indirizzati verso tale tipo di attività, risulta subordinato a condizioni sostanziali e procedurali particolarmente stringenti, tali da renderne particolarmente difficile l'esercizio.

Viene, infatti, previsto che tali sanzioni possono essere imposte solamente in presenza di una situazione di grave pericolo per la stabilità finanziaria degli Stati Uniti e previa deliberazione a maggioranza qualificata dei 2/3 del *Financial Stability Oversight Council*. L'imposizione dell'obbligo di vendere o comunque di trasferire assets o passività fuori bilancio ad istituzioni non affiliate costituisce poi uno strumento di carattere meramente residuale utilizzabile esclusivamente nei casi in cui le altre azioni di mitigazione del rischio siano risultate inadeguate rispetto all'obiettivo di ridurre la minaccia per la stabilità finanziaria derivante dalla situazione del gruppo<sup>58</sup>.

Anche la cosiddetta *Volker Rule* è stata recepita nel *Dodd Frank Act* in una versione notevolmente attenuata rispetto a quella originariamente approvata dal Banking Committee del Senato, la quale prevedeva il totale divieto per la Banche e le *Bank Holding Companies*

---

<sup>56</sup> In particolare occorre evitare che i fondi ottenuti grazie all'assicurazione federale sui depositi e/o alle altre tipologie di sostegno finanziario previsto dalla safety net predisposta a garanzia della stabilità del sistema bancario, venissero usati per attività speculative sul mercato dei capitali e non per la tutela dei depositanti.

<sup>57</sup> Rispettivamente la Sec 121 del *Dodd Frank Act*, per quanto riguarda il potere di imporre il disinvestimento di provvista finanziaria in attività ad elevato rischio; la Sec 619 per la c.d. *Volker Rule*; la Sec 716 (d) per il c.d. *Lincoln Amendment*.

<sup>58</sup> Sec. 121 (a) (5).

di investire capitale in Hedge funds o fondi di private equity e di svolgere attività di trading proprietario<sup>59</sup>.

La norma finale inserita nella legge<sup>60</sup> prevede, infatti, che il divieto di cui sopra vada incontro a rilevanti eccezioni, le quali consentono alle istituzioni bancarie di investire sino al 3 % del proprio *Tier capital* in *hedge funds* o fondi di *private equity* (a condizione che l'investimento non ecceda il 3 % del totale degli *asset* detenuti dai Fondi); investire in titoli di Stato emessi da istituzioni federali quali la Government National Mortgage Association, la Federal National Mortgage Association, la Federal Home Loan Mortgage Corporation, una delle Federal Home Loan Banks ed altre; porre in essere azioni di mitigazione del rischio assunto da un'istituzione bancaria in forza di posizioni o contratti individuali o aggregati, azioni consistenti in operazioni di copertura (*hedging*) dei rischi derivanti dalle stesse posizioni; compiere investimenti mediante compagnie di assicurazione affiliate<sup>61</sup> e in *small business investment companies*<sup>62</sup>.

In genere sono poi consentite le operazioni, per conto dei clienti, di negoziazione dei titoli derivati, contratti future, opzioni ed altri prodotti finanziari determinati dalle autorità federali di vigilanza sul settore bancario, dalla Security and Exchange Commission e dalla Commodity Futures Trading Commission.

Un problema, quello dell'introduzione di una serie di rilevanti eccezioni alla portata generale del divieto, che si ripresenta anche in relazione all'interpretazione della disposizione diretta a proibire il salvataggi da parte del Governo Federale di intermediari finanziari specializzati nella negoziazione di Swaps (denominate dalla legge *Swap Entities*).

Ancora una volta, infatti, il divieto imposto dalla Sec 716 della legge va incontro a rilevanti eccezioni, che in primo luogo rendono legittimo, per le banche operanti con la garanzia della FDIC, di acquistare e vendere (o comunque trasferire) swaps, nella misura in cui tale attività assuma valenza strumentale alla copertura (*hedging*) e mitigazione dei rischi correlati alle altre attività della banca; in secondo luogo ammettono sempre la negoziazione di *swaps* allorché i medesimi strumenti abbiano ad oggetto tassi di interesse e di cambio o si riferiscano ad *assets* su quali può legittimamente investire una banca nazionale; infine è consentita la negoziazione dei cosiddetti *credit default swaps* nella misura in cui gli stessi vengano scambiati attraverso stanze di compensazione.

Il risultato è dunque quello di una notevole attenuazione del divieto e la necessità di un intervento dei regolatori, finalizzato alla più compiuta individuazione delle attività consentite alle *swap entities*.

---

<sup>59</sup> Consistenti nell'acquisto o vendita, per conto proprio e non dei terzi, di *securities*, derivati ed altri valori mobiliari (*tradable assets*).

<sup>60</sup> Sec. 619.

<sup>61</sup> Operazioni soggette, logicamente, alle disposizioni di legge, *regulations*, linee guida in materia di investimenti da parte di compagnie assicurative, dettate dallo Stato o giurisdizione in cui la compagnia ha sede.

<sup>62</sup> Al compromesso faticosamente raggiunto in ordine alla serie di eccezioni al divieto imposto alle banche di svolgere operazioni di trading proprietario o di detenere partecipazioni in *Hedge funds* e fondi di *private equity*, si aggiunge la notevole dilatazione dei tempi richiesti alle banche per il recepimento delle nuove regole (7 anni).

In conclusione, dunque, dall'insieme delle disposizioni passate in rassegna, si evince che il Dodd Frank Act, nel perseguire l'intento di pervenire ad una profonda riforma della disciplina dei mercati finanziari e dell'architettura della vigilanza sugli stessi, pone legittimamente al centro della stessa riforma il problema dell'introduzione di una disciplina più stringente dei grandi conglomerati finanziari, sia dal punto di vista del rafforzamento delle norme anti-concentrazione, che da quello dell'aggravamento degli standard prudenziali e dei limiti alla possibilità di investire in attività speculative.

Come si vedrà nella parte conclusiva del presente lavoro, il problema diventa allora quello della valutazione dell'efficacia delle nuove regole rispetto agli obiettivi perseguiti dal legislatore, dovendosi tra l'altro tenere conto della necessità di coordinare le soluzioni prescelte sul piano del diritto interno con le linee guida, elaborate in sede internazionale, per l'introduzione di una regolamentazione su scala globale del ruolo assunto dalle *Systemically Important Financial Institutions* (SIFIs) nel funzionamento dei mercati finanziari.

5. Sempre la legge prevede poi una speciale procedura di liquidazione per le stesse istituzioni finanziarie il cui default possa determinare rischi per la stabilità del sistema finanziario, evitando, nel contempo, salvataggi a spese dei contribuenti.

Condizione per l'avvio della procedura è l'adozione di una deliberazione (*Systemic Risk Determination*) con la quale viene accertato che:

1) lo stato di dissesto in cui versa un gruppo finanziario (sia esso qualificabile come *Bank Holding Company* o come intermediario finanziario non bancario), comunque soggetto alla vigilanza del *Board* della FED, è suscettibile di produrre effetti sulla stabilità del sistema finanziario degli Stati Uniti<sup>63</sup>;

2) il settore privato non è in grado di offrire alternative al *default* del gruppo;

3) il ricorso all'ordinaria procedura concorsuale prevista dal Chapter 11 del Bankruptcy Code non è appropriato per il gruppo in dissesto, contribuendo al contrario il ricorso alla OLA a mitigare gli effetti negativi per il sistema derivanti dal medesimo *default*.

La delibera deve essere adottata dal Segretario al Tesoro, previa raccomandazione congiunta del *Board* della FED e, alternativamente, della FDIC (nel caso in cui il gruppo in dissesto sia una *Bank Holding Company*), della SEC (in caso di intermediari di mercato mobiliare) oppure del *Federal Insurance Office* (in caso di intermediari assicurativi)<sup>64</sup>.

Il perseguimento dell'obiettivo di evitare che il fallimento di un gruppo finanziario generi rischi significativi per la stabilità del sistema finanziario degli Stati Uniti dovrà comunque avvenire nel rispetto dei criteri indicati nella Sec. 204 (a) della legge, in forza dei quali i creditori e gli azionisti della società dovranno condividere le perdite derivanti dal dissesto di

---

<sup>63</sup> Sec. 203 (a) (2).

<sup>64</sup> Sec 203 (a) (8) (i).

quest'ultima<sup>65</sup> e, nello stesso tempo, il management responsabile della condizione di *default* venga rimosso<sup>66</sup>.

Dal punto di vista, poi, delle concrete forme di svolgimento della procedura di liquidazione, viene previsto che la FDIC possa erogare fondi destinati al pagamento o alla cessione di pretese creditorie avanzate nei confronti della società secondo due modalità fondamentali: in primo luogo, infatti, la FDIC può decidere di erogare direttamente finanziamenti alle istituzioni finanziarie attraverso prestiti, acquisto o concessione di garanzie sugli *asset* della società, assunzione diretta o prestazione di garanzie sulle passività di queste ultime<sup>67</sup>; in alternativa la FDIC ha la possibilità di finanziare la costituzione di una o più *bridge financial companies*, cui potranno essere trasferiti *asset* determinati e passività della società in dissesto<sup>68</sup>.

Nello svolgimento delle operazioni di liquidazione la FDIC, da una parte, deve esercitare i propri poteri in maniera tale da massimizzare il valore netto attuale ottenibile dalle cessioni degli *asset* della società, da minimizzare l'ammontare di qualsiasi perdita connessa alle stesse operazioni, mitigando altresì la possibilità di effetti avversi per la stabilità del sistema finanziario<sup>69</sup>; dall'altra parte, potrà essere previsto un trattamento preferenziale per determinate classi di creditori (in deroga quindi alla *par condicio creditorum*, che deve presiedere all'intera procedura)<sup>70</sup>, solamente nei casi in cui tale deroga sia necessaria per massimizzare il valore degli *asset* della società in dissesto, per garantire l'avvio o la continuazione di operazioni essenziali per la stessa società, per minimizzare l'ammontare delle perdite derivanti dagli atti di cessione o comunque di disposizione degli *asset*<sup>71</sup>.

I meccanismi di finanziamento della procedura di liquidazione stabiliti dalla legge sono diretti poi ad evitare che i costi del salvataggio di grandi conglomerati finanziari finiscano per gravare sui contribuenti: viene, infatti, previsto che la FDIC possa ricorrere a prestiti erogati dal Tesoro solamente nella misura in cui gli stessi possano essere rimborsati dalla società destinataria della procedura all'esito della liquidazione degli *assets* di quest'ultima<sup>72</sup> e nello stesso tempo che il Governo sia ripagato con prelazione sugli altri creditori.

---

<sup>65</sup> Precludendosi in tal modo la possibilità che i possessori di azioni delle società in dissesto ricevano pagamenti prima che siano soddisfatti i creditori.

<sup>66</sup> Sarà poi compito della società e degli organi preposti alla vigilanza sulla stessa di adottare tutte le iniziative necessarie a garantire che il *management*, ma anche soggetti terzi comunque responsabili della condizione di dissesto siano chiamati a rispondere delle perdite subite dalla società (in proporzione logicamente al proprio livello di corresponsabilità) attraverso eventuali azioni risarcitorie, restitutorie, ecc.).

<sup>67</sup> Sec. 204 (d).

<sup>68</sup> Sec. 210 (h) (1) (3) (5).

<sup>69</sup> Sec. 210 (a) (9) (e).

<sup>70</sup> Sec. 210 (b) (4).

<sup>71</sup> Sec. 210 (6) (4) (A).

<sup>72</sup> La Sec. 201 (n) (5) della legge prevede infatti che la FDIC non possa assumere o emettere obbligazioni a favore di ogni istituzione finanziaria oggetto di copertura, nella misura eccedente una somma uguale o superiore

1) al 10% degli *asset* consolidati risultanti dall'ultima situazione finanziaria del gruppo;

A tal fine la norma dispone la costituzione di un fondo separato presso il Tesoro denominato *Orderly Liquidation Fund*, il quale consente alla FDIC di disporre dei finanziamenti immediati destinati alla soddisfazione dei creditori privi di garanzie (nella misura in cui l'insolvenza nei confronti di questi ultimi possa determinare effetti sistemici sulla stabilità dei mercati), mentre per altro verso la quantificazione dei finanziamenti erogabili per le operazioni di liquidazione sulla base del "fair value" degli assets finanziari della società in default, consente alla FDIC di disporre di maggiore discrezionalità nella valutazione di questi ultimi (rispetto all'attuale valore di mercato).

Controbilancia le stesse previsioni la disposizione che richiede alla FDIC di imporre ai creditori che ricevono un trattamento preferenziale nella procedura di liquidazione della società in default di restituire parte delle somme incamerate, allorché i ricavi della stessa procedura non siano sufficienti per rimborsare l'ammontare dei prestiti concessi alla stessa FDIC dal Tesoro<sup>73</sup>.

In conclusione, dunque, anche se il Dodd Frank Act persegue la finalità di impedire, nel futuro, il salvataggio da parte del Governo Federale di grandi gruppi finanziari in default a spese dei contribuenti, la medesima legge prevede, comunque, degli strumenti e mantiene poteri che consentono alle agenzie federali di intervenire a tutela dei creditori delle medesime istituzioni, allorché il dissesto di queste ultime determini rischi per la stabilità dei mercati finanziari.

In tale caso la possibilità per la FDIC di usufruire di prestiti erogati dal Tesoro per la costituzione dell'*Orderly Liquidation Fund* in misura aggiuntiva rispetto alle dotazioni richieste per la gestione del Fondo Ordinario di Assicurazione sui depositi (*Deposit Insurance Fund*)<sup>74</sup> si inserisce, tuttavia, in una cornice di regole finalizzate ad evitare che l'esercizio dell'*Ordinary Liquidation Authority* si traduca nel salvataggio di singole istituzioni finanziarie a spese dei contribuenti.

In tal senso vanno lette le ulteriori previsioni contenute nella legge, dirette a subordinare l'erogazione, da parte del Tesoro in favore della FDIC, di qualsiasi somma destinata all'avvio di procedure di OLA, ad un previo accordo tra il Segretario al Tesoro e la stessa FDIC, che includa un piano di rimborso dei prestiti federali e dimostri che il ricavato della liquidazione degli assets della società finanziaria destinataria dell'intervento sia sufficiente per ammortizzare il passivo di bilancio entro il periodo stabilito nel medesimo piano di rimborso (ivi compreso il pagamento degli interessi maturati)<sup>75</sup>.

- 
- 2) al 90 % del *fair value* degli *asset* consolidati del gruppo che siano disponibili per il rimborso da allora in poi.

<sup>73</sup> Sec. 210 (0) (1) (b).

<sup>74</sup> Essendo esplicitamente previsto che i poteri esercitabili dalla FDIC in relazione all'assicurazione federale dei depositi non possano essere utilizzati nell'ambito di procedure di liquidazione introdotte dalla legge per le istituzioni finanziarie il cui default possa determinare l'insorgere di rischi per la stabilità finanziaria degli Stati Uniti (*Orderly Liquidation Authority*), Sec. 210 (n) (8) (a).

<sup>75</sup> Sec 210 (n) (9) (b) (i) (I), (II).

L'invocare, dunque, la sussistenza di una "*systemic risk exception*" rispetto ai presupposti legittimanti l'utilizzazione del *Deposit Insurance Fund*, con finalità di assicurazione dei depositi, introduce una fonte di finanziamento ulteriore per la FDIC, la cui attivazione viene comunque sottoposta a penetranti limiti, sia dal punto di vista dell'individuazione dei soggetti destinatari della protezione (categorie di creditori privi di titoli di prelazione e/o copertura assicurativa, istituzioni finanziarie il cui default possa generare rischi per la stabilità del sistema finanziario degli Stati Uniti), che da quello dell'accertamento della sussistenza di requisiti finanziari per dare corso al medesimo intervento di salvataggio (in modo tale che quest'ultimo non si traduca in perdite per il bilancio federale).

Le suddette previsioni si completano, poi, con quelle dirette a vincolare il potere della FED di erogare prestiti garantiti di tipo emergenziale ad imprese o segmenti dei mercati finanziari durante le crisi finanziarie<sup>76</sup>, in modo tale da evitare che il medesimo strumento sia esercitato per il salvataggio di grandi istituzioni finanziarie in dissesto in aggiunta e al di fuori delle regole imposte per l'intervento della FDIC, allorchè ricorrano i presupposti legali dell'*Ordinary Liquidation Authority* (OLA) o sia invocabile la *Systemic Risk Exception* (SRE).

Viene, infatti, previsto<sup>77</sup> che la funzione di *lender of last resort* assunta dalla FED in casi emergenziali debba essere disciplinata attraverso una *regulation* approvata dal Board, previa consultazione del Segretario del Tesoro, in modo tale che le politiche e la concessione degli stessi prestiti siano inseriti nell'ambito di un programma che persegua l'intento di incrementare la liquidità del sistema finanziario nel suo complesso e non il salvataggio della singola istituzione in *default*, garantendo altresì che la copertura dei prestiti sia sufficiente per evitare perdite da parte dei contribuenti.

Infine una *eadem ratio* è rinvenibile nella Sec 1105 della legge, la quale stabilisce che la FDIC non possa prestare garanzie su obbligazioni o titoli di debito di banche solventi ed operanti sotto la copertura dell'assicurazione sui depositi, se non sulla base di requisiti particolarmente stringenti, costituiti dalla previa approvazione di un programma da parte della FDIC in concorso con il *Board* della FED e dalla fissazione di termini e condizioni di ogni programma da parte della stessa FDIC in concorso con il Segretario del Tesoro; condizioni comprensive della fissazione di un tetto massimo al debito garantito e, sul piano procedurale, dalla trasmissione da parte del Presidente al Congresso di un rapporto scritto contenente l'illustrazione del piano di intervento della FDIC e una richiesta di approvazione dello stesso<sup>78</sup>.

---

<sup>76</sup> V. Sec 13 (3) Federal Reserve Act (12 U.S.C., Sec. 343).

<sup>77</sup> Sec. 1101 (a) (6) (b) (i),(ii). In pratica i presupposti per la concessione dei prestiti devono avere una base ampia, al fine di evitare che il programma sia diretto al bail out di una singola istituzione, in aggiunta o in modo tale da aggirare le conditions richieste dalla legge per l'intervento della FDIC in sede di OLA o SRE.

<sup>78</sup> Sec 1105 (c) (1) – Ai sensi della Sec 1104, il programma deve essere poi preceduto da una previa determinazione scritta adottata dalla FDIC e dal *Board* della FED su richiesta del Segretario del Tesoro, con la quale si accerta l'esistenza di una minaccia per la stabilità finanziaria che renda necessario un intervento di sostegno della liquidità del sistema (*Liquidity Event Determination*). La deliberazione è adottata a maggioranza qualificata dei due terzi dei membri degli organi sopra indicati.

Da una valutazione complessiva delle norme da ultimo passate in rassegna si evince, quindi, che diviene più complicato, per la FDIC ed il FRB, intervenire per concedere prestiti o prestare garanzie in favore di singoli conglomerati finanziari aventi importanza dal punto di vista sistemico e che versino in condizioni di dissesto<sup>79</sup>.

Restano, tuttavia, dubbi derivanti dalla possibilità che l'irrigidimento dello strumentario anticrisi previsto dalla legge sia suscettibile di rispondere adeguatamente ad eventuali futuri episodi di fallimento dei mercati finanziari, con conseguente ripresentarsi della necessità di risposte flessibili da parte delle istituzioni di governo, a fronte della standardizzazione imposta dal *Dodd Frank Act* e della conseguente urgenza di interventi di salvataggio, che evitino i rischi per la stabilità del sistema finanziario indotti dal possibile *default* di grandi intermediari.

6. Come anticipato nell'introduzione al presente saggio, l'approvazione del Dodd Frank Act rafforza un processo di accentramento in capo al Governo federale e di rafforzamento della disciplina pubblicistica dei mercati finanziari, nell'ambito di quell'auspicato ritorno alle regole ed alla supremazia della politica sui mercati, dopo che le gravi crisi finanziarie e gli scandali societari succedutisi nell'ultimo decennio hanno evidenziato le difficoltà, sul piano empirico, di approcci *market oriented* alla *securities regulation*<sup>80</sup>.

Le nuove misure contenute nel Dodd-Frank Act stanno, comunque, suscitando un rinnovato dibattito sul rapporto tra rafforzamento del controllo sui mercati, efficienza ed efficacia degli stessi strumenti utilizzati dal legislatore, soprattutto dal punto di vista degli effetti indotti dai vincoli imposti all'innovazione finanziaria, dai correttivi operati nei confronti del modello di vigilanza sui mercati, dalla nuova regolamentazione delle società di *rating*, nonché, più in generale, dall'efficacia degli strumenti di regolazione introdotti dalla legge, rispetto agli obiettivi perseguiti dal legislatore.

Avendo nello stesso tempo la recente crisi finanziaria evidenziato la discrepanza tra la nuova realtà economica ed un sistema di principi e di meccanismi di regolazione sviluppati diversi decenni prima<sup>81</sup>, il generale problema interpretativo che si pone in relazione all'indagine sulla portata e sugli effetti del Dodd Frank Act è quello della capacità della legge di esprimere una filosofia regolatrice di tipo nuovo, che sia in grado di individuare e rispondere alle sfide poste dalla globalizzazione e dalla complessità della finanza moderna.

---

<sup>79</sup> Restano i poteri spettanti al *Board* della FED in base alla Sec 13 (3) del Federal Reserve Act di predisporre un programma, ancora una volta con base ampia, diretto a garantire liquidità in situazioni di emergenza per un gruppo selezionato di grandi istituzioni finanziarie ritenute solvibili, nonché la possibilità per le banche controllate da queste ultime di ricevere un supporto in termini di liquidità dalla FED attraverso "finestre di sconto" disposte dal *Board* o dalle *Federal Home Loan Banks* (FHLBs)

<sup>80</sup> V. R. Romano, *The Advantage of Competitive Federalism for Securities Regulation*, Washington, D.C., The AEI Press, 2002.

<sup>81</sup> S. T. Omarova, *The Dodd-Frank Act: A New Deal for a New Age?* in 15 N.C. Banking Inst. 86 (2011); V. anche Id., *The New Crisis for the New Century-Some Observations on the "Big Picture"- Lessons of the Global Financial Crisis of 2008*, 13 N.C. Banking Inst. 157 (2009).

Si tratta di una questione ermeneutica che vede la dottrina divisa tra correnti di pensiero prevalentemente favorevoli nei confronti di una riforma che, affrontando i problemi principali posti dalla recente grave crisi finanziaria, dà risposte sostanzialmente in linea con le linee guida internazionali in materia di riforma globale della *regulation* dei mercati finanziari (v. *infra*), ed orientamenti contrapposti, fortemente critici nei confronti di una disciplina improntata da logiche dirigiste che, da una parte, non risolve i reali nodi strutturali posti dalla crisi (ad es. dal punto vista della riforma della vigilanza) e, dall'altra, introduce una serie di vincoli nel funzionamento dei mercati finanziari statunitensi, tali da fare perdere loro competitività rispetto a quelli degli altri paesi.

In conclusione, per un verso, i giudizi più favorevoli<sup>82</sup> si connotano per una generale condivisione delle finalità e dei contenuti della riforma, sulla base della comune sottolineatura di quelli che vengono ritenuti dei significativi miglioramenti in termini di rafforzamento della vigilanza e della regolazione sui grandi conglomerati finanziari, di maggiore coordinamento e razionalizzazione delle attività di vigilanza da parte delle diverse *authorities*, di introduzione di una speciale procedura di liquidazione da attivare in caso di *Systemic risk exception*, al fine di risolvere il *too big to fail problem*, di limitazione della commistione tra servizi esercitati dalle banche (di banca commerciale, di banca di investimento - di finanziamento alle imprese, di emissione di titoli, consulenza), al fine di prevenire conflitti di interesse e lo sbilanciamento degli impieghi verso attività speculative, di regolamentazione del mercato dei derivati e di rafforzamento della tutela dei consumatori.

Per altro verso, il fronte delle critiche rivolte nei confronti dei contenuti e degli effetti della riforma si presenta, a sua volta, come oscillante tra due orientamenti contrapposti, espressione di diversi modi di concepire l'intervento pubblico nella regolazione dei mercati finanziari e più in generale i rapporti tra Stato ed economia, tra politica e mercato.

Da un lato, infatti, la costante riemersione di visioni neo-liberiste della *regulation* dei mercati finanziari induce a correnti di pensiero fortemente critiche nei confronti di una riforma improntata da un nuovo dirigismo, sia dal punto di vista del rafforzamento della vigilanza sugli stessi mercati, che da quello dei vincoli imposti alle attività finanziarie.

Sul fronte della vigilanza, infatti, la legge presta innanzitutto il fianco alla critica di portata generale, già rivolta al piano di riforma presentato dall'Amministrazione Obama<sup>83</sup> ed avente ad oggetto l'attribuzione di maggiori poteri alle stesse *authorities* (come la FED e la SEC) che, in occasione della crisi finanziaria del 2008, hanno evidenziato la propria inadeguatezza a svolgere il ruolo di controllori, contribuendo a determinare i presupposti per lo scatenarsi della crisi. Una sottolineatura che va di pari passo con quella del rischio di

---

<sup>82</sup> V. M. Barr, *The Dodd-Frank Act, One Year One*, Pew/NYU Stren Conference on Financial Reform, June 27, 2011, in sito internet: <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2011/07/21/the-dodd-frank-act-one-year-on/>.

<sup>83</sup> K. Arnold, *Obama Administration Proposals for Financial Regulatory Reform: A Critical Audit*, FinReg21 website, July 20, 2009, in sito internet: <http://www.finreg21.com/lombard-street/the-obama-administration-proposals-financial-regulatory-reform-a-critical-audit>. J. Friedman, *A Crisis of Politics, Not Economics: Complexity, Ignorance, and Policy Failure*, 21, *Critical Rev.* 127-184 (2009).

cattura degli stessi regolatori, richiamandosi un approccio alla *regulation* dei mercati improntato dalla *public choice doctrine*<sup>84</sup>.

Per altro verso si censura l'incompatibilità di misure vincolistiche quali la Volcker Rule, con il modello di banca universale oramai globalmente affermatosi, nella ribadita considerazione per cui eventuali barriere legali tra attività e limiti imposti alla crescita dei gruppi finanziari mediante acquisizioni o investimenti in *hedge funds* o fondi di *private equity*, rischiano di penalizzare le banche statunitensi nella competizione globale tra intermediari (evidenziandosi, al riguardo, come altri paesi come la Svizzera abbiano puntato sull'imposizione di requisiti patrimoniali più stringenti, in grado di rafforzare la capacità delle banche di assorbire perdite connesse ad attività più rischiose).

In ordine, infine, alle novità introdotte dalla legge in materia di *corporate governance*, con particolare riferimento alla pubblicità dei compensi spettanti agli amministratori di società quotate, si evidenzia come ci si trovi di fronte a soluzioni dettate da ragioni emergenziali, in grado di erodere l'autonomia degli stati membri in materia di *corporate law*, senza capacità, tuttavia, di rispondere ai reali problemi connessi alla liquidazione degli stessi compensi<sup>85</sup>.

Dell'insieme di tali istanze si è fatto portavoce, sul piano politico, il Partito Repubblicano che, in nome dell'obiettivo dichiarato più generale di smantellare e comunque impedire l'attuazione della legge, ha elaborato una serie di proposte di riforma (che raccolgono le sollecitazioni della *lobby* dell'industria dei servizi finanziari), dirette ad attenuare i vincoli imposti dal Dodd Frank Act.

Le stesse proposte mirano all'eliminazione delle norme che comportano la responsabilità agenzie di rating in caso di errori di valutazione; all'eliminazione dell'obbligo di negoziazione di derivati attraverso *clearing houses*; all'esonero dei fondi di *private equity* dall'onere di registrazione presso la SEC; all'innalzamento della quota di capitale che comporta obbligo di registrazione per qualsiasi azienda (da 5 a 50 milioni di \$); all'eliminazione della norma citata che impone alle società quotate di rendere pubblica la media annuale delle retribuzioni di tutti i dipendenti, calcolandone il rapporto rispetto a quelle corrisposte ai dirigenti.

Sul fronte dottrinale opposto, il Dodd Frank Act costituisce oggetto di rilievi critici di matrice statalista, miranti a riaffermare il primato della politica sugli effetti perversi dell'innovazione finanziaria in assenza di regole.

Si sottolinea, al riguardo, come il limite di fondo della legge, per cui si può parlare di una riforma rimasta incompiuta, sia quello di non avere sposato una filosofia nuova nella regolazione dei mercati finanziari (con conseguente introduzione di soluzioni realmente innovative), ma, piuttosto, di avere optato, seppure con alcuni correttivi, per il

---

<sup>84</sup> Per un'illustrazione teorica, v. G. Napolitano, M. Abrescia, *Analisi economica del diritto pubblico*, Il Mulino, Bologna, 2009, 216 ss.

<sup>85</sup> S. M. Bainbridge, *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, draft reperibile in sito internet <http://ssrn.com/abstract=1673575>. Contra v. J.R. Brown, Jr. *Dodd-Frank, Compensation Ratios, and the Expanding Role of Shareholders in the Governance Process*, in 2 Harvard Business Law 91-98 (2011).

mantenimento di un modello di *regulation* ancorato a principi ed assunti risalenti al periodo antecedente la crisi del 2008<sup>86</sup>.

Una tale scelta (improntata alla conservazione e non all'innovazione) si evincerebbe da molteplici elementi quali, innanzitutto, il fatto che la legge, al di là dell'introduzione di limitati correttivi, lascierebbe sostanzialmente immutato il modello di vigilanza sui mercati finanziari, con tutti i suoi deficit, già più volte ricordati, derivanti dall'assenza di consolidamento e dalla frammentazione delle *authorities* e delle funzioni di supervisione e regolazione degli stessi mercati<sup>87</sup>.

Questo approccio "conservatore" risulterebbe confermato anche dal recupero dello strumento delle barriere (*firewalls*) legali come strumento chiave per garantire la stabilità del sistema bancario (attraverso il divieto o i limiti imposti a determinate categorie di istituzioni finanziarie di svolgere determinati tipi di attività o investire in esse) e più in generale dall'ulteriore considerazione per cui l'applicazione della legge manterrebbe in pieno l'attuale bilanciamento tra intervento pubblico ed iniziativa privata, in quanto fondato sul primato del diritto degli operatori privati di perseguire i maggiori rendimenti sui mercati finanziari, con minori interferenze possibili da parte dei pubblici poteri (ai quali resterebbe, dunque, il ruolo di proteggere il pubblico dei risparmiatori nei casi di minaccia per la stabilità economica)<sup>88</sup>.

Laddove le critiche non investano la stessa impostazione di fondo del Dodd Frank Act, si sottolinea, comunque, come i rimedi anticrisi introdotti nella riforma, pur essendo compatibili con gli obiettivi enunciati nel Preambolo della legge, non siano tuttavia sufficienti per consentirne la concreta realizzazione, in modo tale da prevenire il futuro verificarsi di episodi di crisi sistemica ed il ricorso al salvataggio di grandi istituzioni finanziarie a spese del contribuente.

Da questo punto di vista, infatti, costituisce opinione diffusa nei primi commenti alla riforma che quest'ultima<sup>89</sup>, pur raccogliendo una serie di proposte e di sollecitazioni funzionali al perseguimento degli obiettivi enunciati nel Preambolo della Legge, si connota per la permanenza di alcune lacune ed omissioni nella regolazione di quei processi di trasformazione strutturale e funzionale dei mercati finanziari che hanno contribuito in modo determinante al realizzarsi della crisi.

In tale caso, dunque, i rilievi critici non si indirizzano tanto nei confronti della filosofia di fondo che ha ispirato l'*intentio legislatoris* di una riforma di tale ampiezza e complessità, quanto, piuttosto, verso le singole soluzioni e gli strumenti anticrisi introdotti dalla Legge, secondo valutazioni improntate soprattutto all'applicazione dei canoni di efficienza, efficacia, proporzionalità.

---

<sup>86</sup> S.T. Omarova, *The Dodd Frank Act...*, cit, 86 ss..

<sup>87</sup> S. S. Rehman, *The Obama Administration and the U.S. Financial Crisis*, 10 Global Ec. J. 1 (2010).

<sup>88</sup> S. T. Omarova, op. cit., 95.

<sup>89</sup> In tal senso v. A. E. Wilmarth, *The Dodd Frank Act: A Flawed and Inadequate Response to the Too-Big-to-Fail Problem*, 89 Oregon L. Rev. 951-1057 (2011), V.V. Acharya et al., *Regulating Wall Street*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, NJ, 2011, 28-29.

Senza logicamente alcuna pretesa di esaustività e tenendo conto degli aspetti su cui ci si è maggiormente soffermati nel corso della presente trattazione, vengono in rilievo, al riguardo, molte delle problematiche già richiamate in precedenza, quali, in primo luogo, quelle attinenti la revisione dell'architettura della vigilanza sui mercati finanziari.

Ponendo, infatti, l'accento sulla necessità di realizzare un maggiore consolidamento delle funzioni di supervisione sugli stessi mercati, si evidenzia come la riforma non abbia in alcun modo recepito le proposte, già sottoposte al Congresso in un passato anche recente e dirette a realizzare una semplificazione del sistema delle *authorities*, quale ad es. quella di consolidare queste ultime in 3 organismi fondamentali, preposti rispettivamente alla vigilanza sulla sana e prudente gestione di istituzioni finanziarie che possano contare sul sostegno finanziario del governo, alla supervisione sulla stabilità del mercato nel suo complesso, alla protezione dei consumatori<sup>90</sup>.

A fronte, dunque, del mantenimento, seppure con alcuni correttivi, della struttura frammentata del modello di vigilanza<sup>91</sup>, in quanto fondata sulla sovrapposizione di *authorities* (federali e statali) competenti per soggetti, attività, settori, seri dubbi vengono sollevati, innanzitutto in ordine all'efficacia dell'introduzione di un'autorità preposta alla vigilanza sul rischio sistemico, in funzione di presidio nei confronti dei deficit evidenziati dalla crisi nella supervisione consolidata dei grandi conglomerati finanziari.

Dubbi confermati, tra l'altro, dal fatto che i precedenti informali del nuovo organo, quali il *President's Working Group on Financial Markets* (PWG), creato dall'Amministrazione Reagan dopo il crollo dei mercati azionari del 1987 e composto dal Segretario del Tesoro e dai *Chairmen* della SEC e del *Board* della FED, si erano rivelati scarsamente incisivi al fine di prevenire nuove crisi.

Su di un piano più generale, poi, i rilievi svolti sempre nei confronti delle disposizioni della legge in materia di riorganizzazione della titolarità e dell'esercizio dei poteri di vigilanza sui mercati, pongono l'accento sulla permanente farraginosità delle procedure di intervento coordinato da parte delle varie *authorities* (come ad es. nei casi di esercizio dell'*Ordinary Liquidation Authority* per istituzioni finanziarie da considerarsi rilevanti per la stabilità del sistema finanziario), nonché sugli amplissimi poteri discrezionali attribuiti agli stessi

---

<sup>90</sup> V. proposta di revisione della vigilanza sui mercati elaborata dal Dipartimento del Tesoro nel 2008 ed illustrata nel corso delle audizioni tenute dal *Financial Service Committee* della Camera dei Rappresentanti nell'estate del 2008. Altre proposte più radicali prevedevano l'introduzione del cd. "regolatore unico", ispirato al modello di vigilanza consolidata introdotto con la creazione della *Financial Service Authority* nel Regno Unito e della BaFin in Germania (v. E. F. Brown, *E Pluribus Unum – Out of Many, One: Why the United States Needs a Single Financial Service Agency*, 14 U. Miami. Bus. L. Rev, 1, 2005), oppure l'introduzione di un sistema a due punte in cui la vigilanza sulla condotta e la regolazione prudenziale sarebbero state affidate ad autorità diverse (M. Taylor, *"Twin Peaks": a Regulatory Structure for the New Century*, Center for the Study of Fin. Innovation (1995).

<sup>91</sup> V. in tal senso la critica di D. Masciandaro, M. Quintyn, *Regulating the regulators: the changing face of financial supervision architectures before and after the crisis*, 2010, in sito internet <http://www.cepr.org/meets/wkcn/1/1724/papers/masciandarofinal.pdf>.

organismi di vigilanza, volti a garantire, attraverso l'adozione di *regulations*, l'attuazione dei vincoli e degli strumenti anticrisi introdotti dal Dodd Frank Act<sup>92</sup>.

I medesimi dubbi circa l'efficacia delle misure contenute nella legge si ripropongono, del resto, anche nei confronti delle soluzioni previste per il c.d. *too big to fail problem*, laddove si pone in rilievo come, da una parte, il rafforzamento delle norme volte a limitare le concentrazioni nell'industria dei servizi finanziari lasci a tutt'oggi aperte alcune scappatoie<sup>93</sup>, mentre, dall'altra parte, l'accento posto dalla legge sul rafforzamento dei coefficienti di capitalizzazione dei grandi conglomerati finanziari presta il fianco ad ulteriori rilievi critici, peraltro ricorrenti nelle indagini relative ai fattori scatenanti le ultime crisi del sistema bancario statunitense, critiche concentrate essenzialmente sull'idoneità dello strumento regolatorio prescelto rispetto all'obiettivo di garantire la stabilità finanziaria del medesimo sistema.

Al riguardo si sottolinea, infatti, come l'incentrare la vigilanza prudenziale sui grandi conglomerati finanziari, controllanti istituzioni svolgenti attività bancaria, sull'imposizione e la verifica del rispetto dei coefficienti di capitalizzazione non consenta di prevenire adeguatamente il rischio di default delle stesse istituzioni e di evitare, quindi, il salvataggio di queste ultime da parte dello Stato (stanti i rischi di conseguenze sistemiche sulla stabilità finanziaria degli Stati Uniti).

L'accento viene posto sull'evidenza per cui i livelli di capitalizzazione delle banche costituiscono un indicatore non sempre affidabile in ordine ai problemi di gestione degli stessi istituti, considerata la circostanza per cui molti degli asset detenuti da questi ultimi non sono collocati su mercati regolamentati e risulta quindi difficile per i regolatori e gli investitori valutarne con esattezza il valore; per altro verso le medesime stime risentono del fatto che gli amministratori delle banche tendono comunque a posporre le rettifiche di

---

<sup>92</sup> Come nel caso, sopra richiamato, della determinazione delle eccezioni ai divieti imposti dalla c.d. Volcker Rule, con particolare riferimento alla determinazione delle c.d. "azioni di mitigazione del rischio").

<sup>93</sup> Con riferimento alla norma contenuta nella Sec. 623, infatti, è stato rilevato che il rafforzamento dei *deposit caps* previsti dal Riegle Neal Act, ottenuto attraverso l'estensione degli stessi a tutte le operazioni interstatali di fusione o incorporazione intervenute tra istituzioni di deposito soggette alla copertura dell'assicurazione federale sui depositi, pur chiudendo una delle scappatoie lasciate dalla precedente normativa abbia mantenuto, comunque, aperte ulteriori possibilità di eludere o, in ogni caso, di operare acquisizioni oltre i limiti previsti dalle norme anticoncentrazioni. Da una parte, infatti, l'estensione soggettiva dell'ambito di applicazione delle previsioni dirette ad introdurre i *deposit caps* su scala nazionale non si estende in alcun modo ad operazioni di fusione o acquisizione intervenute a livello intrastatale [restando in tale caso operativi unicamente i limiti generali previsti dalla normativa antitrust, i quali, peraltro, sono stati applicati in maniera estremamente flessibile dalle autorità federali a partire dagli anni 80, con conseguente declaratoria di illegittimità di pochissime fusioni tra imprese bancarie, V. B. Shull, G.A. Hanweck, *A New Merger Policy: Proposal for Change*, 119 Banking L.J. 214 (2002)], oppure di casi in cui il superamento del tetto imposto alla titolarità di depositi sia maturato a seguito di una crescita dimensionale interna del gruppo bancario (non essendo frutto, quindi, di operazioni "esterne" di acquisizione o di fusioni con società concorrenti). Dall'altra parte resta pienamente valida la deroga al superamento del tetto del 10% sui depositi detenuti a livello federale, allorché le operazioni di fusione od acquisizione abbiano come controparte istituzioni in situazioni di dissesto (*falling bank exception*).

bilancio derivanti dal deprezzamento degli assets nonché l'esposizione delle perdite di capitale subite.

La conseguenza è dunque quella per cui la situazione dei livelli di capitalizzazione del gruppo, così come risultante dalle evidenze del bilancio, non corrisponde all'effettiva situazione patrimoniale della medesima istituzione.

Un ulteriore rilievo nasce, poi, dal fatto che regole in materia di capitalizzazione delle banche non hanno impedito il verificarsi di episodi di fallimento della regolazione, nella misura in cui le stesse non sono riuscite ad impedire che le banche sbilanciassero il proprio capitale verso attività fortemente speculative, con conseguente assunzione di rischi eccessivi.

Un tale atteggiamento di acquiescenza da parte delle autorità di vigilanza viene ancora una volta associato anche ai rischi di "cattura dei regolatori"<sup>94</sup>, indotti da fattori quali: l'eccessiva contiguità tra i componenti degli stessi organi ed i vertici dei grandi gruppi finanziari (con conseguente interscambio di personale), lo stretto rapporto tra le lobby dell'industria dei servizi finanziari e gli organi politici (destinatari di abbondanti finanziamenti), la diffusione di un'ideologia favorevole alla liberalizzazione e deregolamentazione dei mercati, la conseguente possibilità di arbitraggio regolamentare in favore di mercati con minori vincoli.

In un tale contesto la devoluzione, da parte del legislatore alle autorità di vigilanza, di ampi poteri discrezionali in materia di implementazione degli standard prudenziali previsti dalla legge, introduce un ulteriore elemento di debolezza nel sistema (unitamente al fatto della notevole dilazione dei tempi di attuazione di molti dei vincoli imposti dalla Legge), proprio in considerazione del problema delle pressioni, provenienti dalla lobby dell'industria dei servizi finanziari, la quale ha trovato una sponda politica nel partito Repubblicano, in grado di operare costantemente per l'attenuazione delle misure contenute nel Dodd Frank Act.

E' del resto questo un problema che riguarda l'intero impianto della Legge, laddove il condizionamento esercitato dalla lobby dell'industria dei servizi finanziari prima sull'iter di formazione della stessa legge e successivamente sull'implementazione di quest'ultima da parte dei regolatori, hanno costituito e costituiscono elementi in grado di depotenziare notevolmente gli effetti della riforma, giustificandosi in tal modo la critica di sistema operata da alcuni settori della dottrina in relazione al carattere non innovativo dell'idea di *regulation* che anima il testo<sup>95</sup>.

---

<sup>94</sup> L. Dalla Pellegrina, D. Masciandaro, *Politicians, central banks, and the shape of financial supervision architectures*, in 4 J. Fin. Reg. Compl. 290 (2008).

<sup>95</sup> "Thus, even in introducing new regulatory requirements or strengthening the existing ones, the Act relies primarily on such tried and true methods as disclosure and data reporting, mandatory central clearing and exchange trading, or registration and capital requirements for financial intermediaries. While all of these measures are important steps in the right direction they merely set up (or improve) legal infrastructure for, and impose certain conditions on, the operation of financial institutions and markets", S.T. Omarova, *The Dodd Frank Act...*, cit, 95.

7. Un'indagine seppure sintetica sulla riforma delle *regulation* dei mercati finanziari statunitensi non può prescindere da alcune considerazioni finali, volte a porre a confronto la disciplina contenuta nel Dodd Frank Act con le linee guida approvate dalle organizzazioni internazionali, nel tentativo di porre le basi per una regolamentazione globale dei mercati finanziari (a fronte di un problema che trascende la dimensione nazionale come quello derivante dagli effetti sistemici della crisi di SIFI, è necessaria, infatti, una risposta globale in grado di coordinare le iniziative dei regolatori dei singoli paesi)<sup>96</sup>.

Da tempo, infatti, il G 20 (principale sede internazionale di elaborazione politica di proposte di riforma della *regulation* dei sistemi finanziari), unitamente al *Financial Stability Board*<sup>97</sup>, hanno elaborato una serie di linee guida destinate ad essere sviluppate, coordinate ed implementate dai regolatori nazionali ai fini dell'attivazione di politiche comuni in materia di riforma del settore finanziario.

Evidente è, quindi, che la valutazione del contenuto e degli effetti del Dodd Frank Act rispetto all'obiettivo perseguito dal legislatore di ridurre i rischi per la stabilità dei mercati indotti dalla presenza di grandi conglomerati finanziari, operanti in settori sottratti alla disciplina ed alla vigilanza sugli stessi mercati, non possa prescindere dal confronto con le proposte elaborate (o in corso di elaborazione) dagli organismi internazionali in quanto dirette ad attenuare gli effetti distorsivi indotti dal too big to fail problem.

A tal fine nel summit del G 20, tenutosi a Pittsburgh nel Settembre 2009, i leaders individuavano, infatti, una piattaforma di proposte di revisione della *regulation* dei mercati finanziari che si caratterizza per una serie di obiettivi e di aree di intervento comuni rispetto a quelli individuati nel Dodd Frank Act<sup>98</sup>.

Veniva, infatti, affermata la necessità di una riforma attraverso l'introduzione di regole condivise in materia di:

1) requisiti di capitalizzazione degli istituti bancari al fine di migliorare qualità e quantità del capitale detenuto dagli stessi istituti e di limitare il ricorso alla leva finanziaria;

---

<sup>96</sup> Sulla necessità di inserire il quadro analitico comparativo della legislazione in materia di tutela del risparmio adottata nei vari paesi nel contesto della crescente internazionalizzazione degli interventi regolatori in materia di mercati finanziari, v. G. Cerrina Feroni, *La tutela del risparmio. Un quadro comparato*, in Dir. Pub. Comp. Eur., III, 2009, 1157. Sul problema del rafforzamento di regole comuni europee, v. G. Di Plinio, *Il risparmio nella Costituzione economica europea*, in Dir. Pub. Comp. Eur., III, 2009, 1236 ss. In relazione al rapporto tra Dodd Frank Act e regole internazionali, si veda D.E. Nolle, *U.S. Domestic and International Financial Reform Policy; are G 20 Commitments and the Dodd Frank Act in Synchrony?*, Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers, Number 1024, July 2011 in sito internet <http://ssrn.com/abstract=1892055>; E.F. Greene, *Dodd Frank and the Future of Financial Regulation*, in Harvard Business Law Review Online, vol. 2, 2011, 79 ss.

<sup>97</sup> La cui funzione è "to coordinate at the International level the work of National financial authorities and International standard setting bodies in order to develop and promote the implementation of effective regulatory, supervisory, and other financial sector policies (to) address vulnerabilities affecting financial systems in the interest of global financial stability", Financial Stability Board (2009)

<sup>98</sup> G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors Leaders Statement: The Pittsburgh Summit (Sept. 25, 2009), in sito internet [http://www.g20.org/documents/pittsburgh\\_summit\\_leaders\\_statement\\_250909.pdf](http://www.g20.org/documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf).

2) istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica (SIFI) da assoggettare ad una regolazione più stringente in termini di requisiti di capitalizzazione e standard prudenziali;

3) mercati dei derivati OTC, per i quali occorre introdurre maggiore trasparenza e regole finalizzate a ridurre il rischio sistemico connesso alle attività di trading di tali prodotti finanziari su mercati non regolati;

4) compensi degli amministratori e pratiche di *governance* dei gruppi finanziari, al fine di vincolare la liquidazione dei medesimi compensi alla creazione di valore di lungo periodo e non alla ricerca di profitti a breve attraverso l'assunzione di rischi eccessivi;

5) sviluppo di standards globali per il trattamento dei paradisi fiscali e degli Stati non cooperanti;

6) elaborazione di standard contabili internazionali.

Come si vede, l'esistenza di una serie di aree di intervento comuni costituenti la base per l'elaborazione di un sistema di regole internazionali di governo dei mercati finanziari, costituisce un ulteriore elemento di legittimazione della *ratio* e dell'*intentio* dell'intervento legislativo approvato dal governo federale statunitense.

Il problema diviene, dunque, quello di operare il coordinamento tra le norme di diritto interno e gli standard internazionali, laddove le regole in corso di elaborazione da parte del FSB presentino elementi di divergenza rispetto a quelle contenute nel Dodd Frank Act.

In tal senso, infatti, l'accento comune, posto in entrambe le sedi, sul c.d. *too big to fail problem* e sulla conseguente necessità di sviluppare politiche condivise dirette ad assicurare che il fallimento di istituzioni finanziarie a rilevanza sistemica non si traducano in un rischio per la stabilità dei mercati, o in un aggravio di spesa a carico dei contribuenti, non elimina alcune differenze tra linee guida internazionali e scelte operate dal legislatore statunitense, con particolare riferimento ai criteri di identificazione delle istituzioni finanziarie da considerare rispettivamente come *global systemically important financial institutions (SIFI)* in base alle regole internazionali o "*large interconnected financial companies*" ai sensi del Dodd Frank Act.

Se da una parte, infatti, il programma di riforme varato dal *Financial Stability Board* ed approvato dal G-20 nel summit tenutosi a Seoul nel Novembre 2010, nei fatti si indirizza soprattutto al settore bancario, considerato che l'organismo ha richiesto al Comitato di Basilea di sviluppare una metodologia volta a identificare le "*global significantly important banks*" (G-SIBA) sulla base di indicatori qualitativi<sup>99</sup> e quantitativi (come le attività globali, la dimensione, l'interconnessione, la sostituibilità, la complessità), mentre non sono state ancora stabilite modalità precise per estendere i criteri di cui sopra ad istituzioni finanziarie non bancarie da considerarsi, comunque, *systemically important*; per altro verso, come

---

<sup>99</sup> Come ad es. il fatto che il gruppo bancario oggetto di valutazione sia o meno legittimato a svolgere, in base alla disciplina vigente nel paese ove ha la propria sede, attività di trading in valori mobiliari, o subisce, al contrario, restrizioni o proibizioni per l'esercizio di questo genere di attività. Tale circostanza incide, evidentemente, sulla successiva diversa valutazione quantitativa della percentuale totale delle attività finanziarie da valutare ai fini della qualifica come G-SIFI.

sopra evidenziato, il Dodd Frank Act individua requisiti sostanziali<sup>100</sup> e procedurali più stringenti per identificare i gruppi finanziari da qualificarsi come “large interconnected financial companies”, da sottoporsi, quindi, a vigilanza da parte del *Board* della FED ed a standard prudenziali più stringenti.

Tale carattere “banco-centrico” della disciplina emergente dalle linee guida predisposte dal FSB si evidenzia, poi, anche in relazione all’innalzamento degli standard prudenziali regolanti la condotta delle istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica, laddove la piattaforma di regole internazionali fa leva essenzialmente sull’aumento di requisiti di capitalizzazione imposti alle istituzioni bancarie dagli accordi di Basilea II, al fine di incrementare la capacità di assorbimento delle perdite da parte degli stessi istituti.

Come già evidenziato, invece, in precedenza, il Dodd Frank Act persegue l’intento di estendere agli intermediari finanziari non bancari (*nonbank financial companies*) la disciplina diretta ad innalzare gli standard prudenziali per le istituzioni qualificate come “large interconnected financial institutions”, pur dovendosi necessariamente tenere conto delle differenze tra intermediari bancari e non<sup>101</sup>.

Diverso inoltre è l’approccio che emerge dalle linee guida internazionali (sempre rispetto al Dodd Frank Act) dal punto di vista dell’obiettivo di garantire il rafforzamento degli standard prudenziali imposti alle SIFI attraverso la limitazione e/o l’assoggettamento a limiti delle attività di investimento più spiccatamente speculative esercitate dagli stessi conglomerati finanziari.

I divieti imposti dal DFA attraverso la c.d. *Volker rule* non trovano, infatti, corrispondenza negli indirizzi normativi internazionali, laddove, viene prevista unicamente la possibilità di sviluppare apposite raccomandazioni dirette ad introdurre restrizioni per determinati tipi di attività esercitate da SIFI (fermo restando il diniego opposto da alcuni paesi come la Svizzera ad introdurre un tale genere di divieto)<sup>102</sup>.

Nonostante, dunque, la sostanziale sintonia di obiettivi emergente dalla comparazione tra l’*intentio legislatoris* della riforma della *regulation* dei mercati finanziari approvata negli Stati Uniti e l’agenda di proposte dirette ad introdurre una regolamentazione globale del settore finanziario approvata dagli organismi internazionali, la successiva implementazione delle stesse linee guida da parte dei legislatori nazionali evidenzia problemi di coordinamento tra l’agenda internazionale e quelle statali, nonché, tra queste ultime (permanendo in tal modo

---

<sup>100</sup> Nel caso delle *Bank Holding Companies* l’indicatore quantitativo prescelto è l’avere asset consolidati totali, eguali o superiori a \$ 50.000.000.000 (Sec. 115); nel caso delle istituzioni finanziarie non bancarie andranno valutati elementi quali la percentuale di utili derivante dall’utilizzo della leva finanziaria, la dinamica data dal livello e dalla natura delle esposizioni fuori bilancio della società, l’estensione del credito, l’interconnessione, il grado di sottoposizione a controlli da parte delle *authorities* di vigilanza.

<sup>101</sup> Sec 115 (b) (3) (a) (i), (ii), (iii), (iv).

<sup>102</sup> Una maggiore rigidità delle regole imposte dal DFA che è rinvenibile anche nella disciplina del nuovo procedimento di liquidazione dei conglomerati finanziari il cui default possa determinare l’insorgere di rischi per la stabilità del sistema finanziario statunitense, laddove l’unica soluzione prevista dalla legge e posta a fondamento dell’*Orderly Liquidation Authority* è quella della liquidazione degli asset del gruppo.

i rischi di arbitraggio regolamentare, in grado di influire sullo stesso processo di attuazione della riforma)<sup>103</sup>.

---

<sup>103</sup> Un problema che riguarda anche il profilo procedurale delle modalità di formazione del nuovo impianto della regolazione dei mercati, laddove il procedimento deliberativo delle *regulations* statunitensi, ispirato alle norme contenute nell'*Administrative Procedure Act*, risulta aperto ed improntato al principio della partecipazione dei soggetti destinatari delle norme, mentre l'elaborazione delle linee guida da parte degli organismi internazionali non presenta le stesse garanzie formali e di trasparenza