

**REGOLAMENTAZIONE INSUFFICIENTE O  
INSODDISFACENTE? UN'INDAGINE DELLE POSSIBILI  
CAUSE "NORMATIVE" ALLA RADICE DELLA CRISI IN  
EUROPA E STATI UNITI\***

**Riccardo de Caria**

*Assegnista di ricerca nell'Università di Torino*

*Assumendo un punto di vista diverso da quello della gran parte della letteratura esistente sulla crisi, l'articolo analizza i principali fallimenti della regolamentazione dei mercati finanziari negli anni che hanno preceduto la crisi, individuando in tali fallimenti una possibile spiegazione della crisi stessa. In particolare, vengono passate in rassegna (con riferimento specifico a Usa ed Unione Europea) le regole derivanti dagli Accordi di Basilea; le politiche attuate negli Usa nel campo del mercato immobiliare; le norme sull'attività delle agenzie di rating; la disciplina dell'assicurazione sui depositi; una serie di mancanze nell'ingegneria istituzionale e costituzionale dei sistemi considerati; l'elevato livello di interposizione pubblica nell'economia; l'esistenza di istituzioni finanziarie "troppo grandi per fallire". In conclusione, si tirano le fila dell'analisi svolta, ponendo l'attenzione su quale debba essere il ruolo del diritto nell'assicurare un ordinato e benefico andamento dei mercati.*

*Taking a different stand than the majority of the existing literature on the crisis, the article focuses on the main failures in the regulation of financial markets in the years leading-up to the crisis, considering such regulatory failures as a plausible*

---

\* Vorrei ringraziare il dottor Marco Bollettino per i preziosi chiarimenti e spunti e per l'aiuto nel reperimento di alcune fonti, nonché i partecipanti alla terza edizione del *Workshop per giovani ricercatori*, organizzato il 18 maggio 2012 dal Dipartimento di Diritto dell'Economia dell'Università di Siena (dove è stata presentata una versione precedente e più ampia di questo lavoro), e in particolare la dottoressa Gabriella Gimigliano, per gli utilissimi suggerimenti e osservazioni. Le ricerche per il presente articolo e la partecipazione a detto *Workshop* sono state effettuate nell'ambito del progetto di ricerca di Ateneo "*The Making of a New European Legal Culture. Prevalence of a single model, or cross-fertilisation of national legal traditions?*", realizzato in attuazione della convenzione tra Università di Torino e Compagnia di San Paolo.

*explanation of the crisis itself. In particular, the article reviews (with a focus on the US and the EU) the rules deriving from the Basel Accords; the policies enacted in the US in the housing sector; the rules on the activity of credit rating agencies; the rules on deposit insurance; a series of shortcomings in the institutional and constitutional engineering of the legal systems considered; the high level of government interference with the economy; the existence of financial institutions “too big to fail”. The conclusion summarizes the findings of the analysis, reflecting on what should arguably be the role of the law in guaranteeing an orderly and beneficial functioning of the markets.*

Sommario

1. Troppo poco diritto?
2. Le principali “cause normative” della crisi
  - 2.1. Accordi di Basilea, politiche immobiliari e agenzie di *rating*
  - 2.2. L'assicurazione sui depositi
  - 2.3. Il problema dell'ingegneria istituzionale e costituzionale
  - 2.4. Eccessi di regolamentazione, tassazione, deficit, debito (cenni)
  - 2.5. Il problema delle istituzioni troppo grandi per fallire (“*too big to fail*”), ovvero «capitalism without bankruptcy is like religion without hell»
3. Provvisorio bilancio del diritto prima della crisi: il trionfo della *taxis* sul *cosmos*, della *thesis* sul *nomos*

## 1. Troppo poco diritto?

Il presente lavoro è parte di una più ampia riflessione sul rapporto tra diritto e crisi, e in particolare sui principali esempi di diritto mal concepito che possono essere ritenuti responsabili, o quanto meno corresponsabili, della grave crisi economico-finanziaria mondiale.

I casi di interferenza di origine normativa con un ordinato svolgimento dei mercati sono molteplici. Il più importante di essi sono le politiche monetarie delle banche centrali, la cui analisi richiede però una trattazione autonoma<sup>1</sup>. In questa sede, salvo alcuni accenni al par. 2.3., si tralascierà dunque questo aspetto e ci si concentrerà su altri esempi di cattiva regolamentazione che è dato riscontrare.

Contrariamente a quanto è stato fatto nella gran parte delle indagini sull'argomento, però, qui non si porrà tanto l'accento sulla cattiva regolamentazione intesa come regolamentazione incompleta o mancante, bensì all'opposto si indagheranno casi in cui la regolamentazione esisteva, ed è proprio la sua esistenza ad aver a nostro avviso determinato squilibri e incentivi perversi che, in unione a politiche monetarie estremamente criticabili, si ritiene abbiano creato le condizioni per i gravi rivolgimenti economici in atto.

In altri termini, si guarderà al diritto da ritenersi “cattivo” e insoddisfacente perché eccessivo, superfluo se non addirittura dannoso, e che pertanto andrebbe ampiamente eliminato, non già affiancato da ulteriore, *nuovo* diritto; un *nuovo* diritto che peraltro tende spesso a mantenere in vigore inalterato nei suoi tratti essenziali il *vecchio*, e cerca semplicemente di limitare i danni che quest'ultimo ha prodotto (non poteva che produrre, e continuerà a produrre finché non sarà abbandonato),

---

<sup>1</sup> Sia permesso di rinviare a DE CARIA, *Quando il diritto altera la realtà: la manipolazione del denaro e le sue conseguenze in Usa, Regno Unito, UE e Italia*, in corso di pubblicazione su *Dir. pubbl. comp. eur.*. Un altro aspetto fondamentale e collegato è il fatto che il sistema bancario moderno si sia evoluto nella forma della riserva frazionaria, un fenomeno di cui parimenti non è possibile occuparsi in questa sede: per alcuni accenni ai termini del problema, si rinvia anche a questo proposito al contributo appena citato.

sovrapponendosi ad esso, e così aggiungendo indebite interferenze a indebite interferenze.

Con un approccio che trae ispirazione dalla lezione di Friedrich von Hayek in *Legge, Legislazione e Libertà*, cercheremo qui di mostrare come l'enorme quantità di *legislation*, cui siamo ormai così abituati da non *vederla* neanche più<sup>2</sup>, può essere in realtà identificata e analizzata nella sua influenza sull'alterazione del *cosmos*, l'ordine spontaneo<sup>3</sup>.

Il presente lavoro non si propone naturalmente di coprire tutti i casi di “troppo” diritto alla radice della crisi: ci si limiterà ad alcuni esempi particolarmente significativi; né è possibile in questa sede andare nel dettaglio delle singole misure: lo scopo è piuttosto di fornire un'istantanea con campo d'osservazione il più ampio possibile delle interferenze del diritto - *legislation* più *regulation* - con il mondo economico.

La ricerca potrà poi eventualmente proseguire in futuro, esaminando più in dettaglio ciascuna delle misure qui sommariamente descritte, nonché espandendosi a studiare quanto è accaduto sul piano normativo dallo scoppio della crisi americana e di quella europea in avanti, ed eventualmente considerando altri ordinamenti. In questo lavoro, infatti, ci si limiterà quasi esclusivamente al pre-crisi, riflettendo su ciò che si ritiene abbia concorso a determinarla o quanto meno aggravarla<sup>4</sup>, mentre dal punto di vista dei sistemi giuridici considerati, l'analisi qui si estenderà a Stati Uniti ed Unione Europea.

Nel paragrafo conclusivo, trarremo le fila dell'analisi svolta, adottando l'approccio prasseologico elaborato dall'economista

---

<sup>2</sup> Parafrasando il titolo dell'importante saggio dell'economista francese BASTIAT, *Ce qu'on voit et ce qu'on ne voit pas*, 1850, pubblicato in edizione italiana in BASTIAT, *Ciò che si vede, ciò che non si vede e altri scritti*, Soveria Mannelli - Treviglio, 2005 (traduzione a cura di IANNELLO), 3.

<sup>3</sup> Per usare la terminologia di VON HAYEK nel libro primo di *Legge, legislazione e libertà. Critica dell'economia pianificata*, Milano, 2010 [1982] (traduzione italiana a cura di PETRONI e MONTI BRAGADIN), che riprenderemo ampiamente nel paragrafo conclusivo.

<sup>4</sup> Non si può comunque fare a meno di notare sin d'ora che le prescrizioni *de iure condendo* che discendono dalle premesse e dall'analisi svolta in questa sede sono estremamente lontane dalla direzione verso cui si stanno muovendo legislatori e regolatori tanto nelle aree considerate, quanto in altre aree, quanto a livello sovranazionale.

austriaco Mises<sup>5</sup>, e quindi procedendo con metodo deduttivo, ovvero dando la priorità al piano dei principi. Tali principi attengono al ruolo del diritto, allo spazio del mercato, alla tutela della libertà individuale e della proprietà. Cercheremo dunque di leggere la realtà oggetto di indagine attraverso questi principi, e considereremo così la condotta dei protagonisti del sistema economico-finanziario come una risposta, piuttosto razionale e comprensibile, a incentivi perversi che venivano da *legislation* e *regulation*; infine, ne trarremo brevemente le conseguenze sulle prescrizioni *de iure condendo* che più parrebbero ragionevoli.

Anticipiamo sin d'ora che portare l'attenzione, e la critica, sull'eccesso di "diritto" alla radice della crisi non significa che il diritto debba sempre per forza arretrare, e che non vi sia spazio per un suo ruolo positivo: tutt'altro. Si ritiene però che occorra un profondo ripensamento di quale sia il ruolo corretto del diritto nell'ambito considerato, e di conseguenza di come esso vada congegnato. In estrema sintesi, anziché voler influenzare l'esito del processo economico, si ritiene che sarebbe assai più auspicabile che il diritto si limitasse a garantire che esso si svolga, come si accennava poco fa, nel rispetto di alcuni principi fondamentali, su tutti quelli di responsabilità e concorrenza.

Muoviamo ora a cercare di individuare i principali elementi di legislazione e regolamentazione che hanno condizionato l'evolversi del sistema economico-finanziario nel corso degli ultimi decenni.

## **2. Le principali "cause normative" della crisi**

### **2.1. Accordi di Basilea, politiche immobiliari e agenzie di *rating***

Come detto, nella prospettiva qui accolta, le politiche monetarie seguite dalle autorità centrali dei diversi ordinamenti, e in particolare dalla Fed, sono le principali responsabili degli squilibri alla radice della crisi globale in atto (almeno della prima fase, quella americana). Ma vi sono molti altri elementi di

---

<sup>5</sup> Sulla nozione di prasseologia, cfr. il saggio di ROTHBARD, *Praxeology: The Methodology of Austrian Economics*, in DOLAN (a cura di), *The Foundations of Modern Austrian Economics*, Kansas City, 1976, 19-39, disponibile anche su <http://mises.org/rothbard/praxeology.pdf>.

“interferenza normativa” che hanno anch'essi pesato: veniamo a passarli brevemente in rassegna, cominciando dagli accordi di Basilea e dal ruolo delle agenzie di *rating*.

Gli accordi di Basilea sono una serie di misure decise, in sede di Comitato di Basilea sulla Supervisione Bancaria, fra banche centrali e autorità di regolazione dei mercati finanziari delle più importanti economie del mondo, volte a limitare in vario modo il rischio sistemico delle istituzioni bancarie.

Tali misure, adottate sotto forma di accordo internazionale, non hanno di per sé valore vincolante, tuttavia gli Stati aderenti si impegnano a recepirne i contenuti nel proprio apparato legislativo e regolamentare, e il loro esempio è poi stato seguito da molti altri Stati. Vi sono state tre tornate di accordi, Basilea I del 1988, Basilea II del 2004, e Basilea III del 2010. I primi due sono stati adottati tra i Paesi del G-10 (che in realtà hanno finito con l'essere un gruppo di 13 Paesi, che includeva, per quel che ci riguarda, l'Italia, il Regno Unito, gli Usa, ma anche Francia, Belgio, Germania, Lussemburgo, Spagna, Olanda e Svezia<sup>6</sup>); il terzo, che qui non considereremo perché successivo alla crisi e dunque estraneo al nostro oggetto specifico di attenzione, ha coinvolto invece il gruppo del G-20, nel tentativo di includere altre importanti economie che sino ad allora erano rimaste formalmente escluse.

Sintetizzando, Basilea I si pose come obiettivo primario la riduzione del rischio di credito, e lo perseguì tramite l'imposizione alle istituzioni finanziarie che operavano a livello internazionale dell'obbligo di detenere almeno un 8% di capitale rispetto agli *asset*, corretti in relazione al loro rischio. Tale *capital requirement* si è reso necessario perché le istituzioni finanziarie operano in leva (*leverage*), cioè investono una quantità di risorse molte volte superiore alla reale consistenza del proprio capitale. Questa prassi porta con sé un forte rischio sistemico, in caso di riduzione del valore degli *asset* in cui il capitale è stato investito.

In Basilea I si è allora deciso di porre un limite alle istituzioni finanziarie, imponendo loro di detenere almeno l'8% di capitale in relazione agli *asset* investiti. Tuttavia, si è deciso di non considerare tutti gli *asset* uguali, ma di suddividerli in cinque

---

<sup>6</sup> In ogni caso in sede comunitaria gli Accordi di Basilea vengono poi tradotti in norme vincolanti per gli Stati Membri.

categorie, in relazione alle loro supposte diverse tipologie di rischio: i contanti e i titoli di debito delle banche centrali e dei governi dei Paesi OCSE furono ritenuti avere rischio di credito 0%, cioè era esclusa la possibilità di fallimento di queste istituzioni; altri titoli di debito pubblico furono giudicati avere un rischio di credito tra 0 e 50%; ad altri titoli, tra cui in particolare le obbligazioni bancarie dei Paesi OCSE, fu attribuito un rischio di credito del 20%; ai mutui ipotecari un rischio del 50%; e invece ai restanti titoli, e in particolare alle obbligazioni del settore privato, un rischio del 100%.

L'8% di *capital requirement* variava quindi in relazione al rischio dell'*asset* in cui la banca investiva (*risk-weighted assets*): se investiva 100 in titoli di stato dei Paesi giudicati sicuri, non doveva aumentare le proprie riserve di capitale, mentre se investiva gli stessi 100 in obbligazioni private doveva mettere da parte 8; in mezzo, i mutui ipotecari, che imponevano di mettere da parte il 50% di 8, cioè 4, e le obbligazioni bancarie, che imponevano una riserva del 20% di 8, cioè solo 1,6. Chiaramente, questo incentivava notevolmente ad investire in titoli che "normativamente" avevano un rischio di credito più basso, perché ciò consentiva di contenere le riserve obbligatorie.

L'impianto di Basilea I si rivelò presto insoddisfacente. Peraltro, gli Stati Uniti apportarono presto una modifica nell'insieme di regole con cui avevano recepito l'accordo, introducendo la c.d. *recourse rule*<sup>7</sup>. Come ha spiegato il Professor Jeffrey Friedman, questa regola «estese le distinzioni nella valutazione del rischio contenute nell'Accordo alle *asset-backed securities* (ABS): le obbligazioni fondate su debiti da carta di credito, o i prestiti o mutui per l'acquisto di auto richiedevano un mero 2% di cuscinetto di capitale, purché tali obbligazioni avessero un *rating* di AA o AAA o fossero emesse da un'impresa sponsorizzata dal governo [*government-sponsored enterprise*] (GSE), come Fannie o Freddie. Perciò, mentre una banca commerciale ben capitalizzata doveva devolvere 10 dollari di capitale per ogni 100 di prestiti commerciali o obbligazioni di

---

<sup>7</sup> DEPARTMENT OF THE TREASURY, FEDERAL RESERVE SYSTEM, FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION, *Risk-Based Capital Guidelines; Capital Adequacy Guidelines; Capital Maintenance: Capital Treatment of Recourse, Direct Credit Substitutes and Residual Interests in Asset Securitizations; Final Rules*, in *Federal Register* 66, N. 59614 (29 novembre 2001)

società private, o 5 dollari per ogni dieci di mutui, doveva spendere soltanto due dollari di capitale per una *mortgage-backed security* (MBS) del valore di 100. Una banca interessata a ridurre il proprio cuscinetto di capitale - un processo noto anche come “leveraging up” - avrebbe avuto un vantaggio del 60% dall'operare in mutui per *mortgage-backed securities* e dell'80% dallo scambiare i propri prestiti commerciali e titoli azionari privati con *mortgage-backed securities*»<sup>8</sup>.

Questo creò un evidente incentivo da parte delle banche ad investire in *collateralized debt obligations* (CDOs) o in generale ABSs emesse dalle imprese sponsorizzate dal governo (GSEs), ovvero dalle agenzie formalmente private ma a garanzia pubblica Fannie Mae e Freddie Mac<sup>9</sup>. Questo creò un boom nel mercato immobiliare, ed è ben noto come la scintilla della crisi negli Stati Uniti sia nata proprio da un crollo di questo mercato, in particolare dallo scoppio della bolla dei mutui subprime, cioè ad alto rischio, collegati all'acquisto di case, la quale costrinse le banche ad eliminare una grandissima quantità di attivi dai propri bilanci<sup>10</sup>. Ma vi sono ottime ragioni per ritenere che, senza l'incentivo perverso della *recourse rule*, quei bilanci non si sarebbero riempiti a tal punto di titoli di questo tipo.

Peraltro, la *recourse rule* si inserì in una decennale politica delle autorità americane di sostegno all'acquisto di una casa da parte del maggior numero possibile di persone. Già nel 1977, il *Community Reinvestment Act of 1977*<sup>11</sup> introdusse meccanismi

---

<sup>8</sup> FRIEDMAN, *A Perfect Storm of Ignorance*, *Cato Policy Report*, January/February 2010, disponibile su [http://www.cato.org/pubs/policy\\_report/v32n1/cpr32n1-1.html](http://www.cato.org/pubs/policy_report/v32n1/cpr32n1-1.html). FRIEDMAN e il suo allievo KRAUS sono tra coloro che hanno maggiormente studiato l'impatto della *recourse rule*: vedi ampiamente il loro paper *A Silver Lining to the Financial Crisis: A More Realistic View of Capitalism*, American Enterprise Institute for Public Policy Research, N. 1, January 2010 (disponibile su <http://www.aei.org/outlook/society-and-culture/free-enterprise/a-silver-lining-to-the-financial-crisis/>), e il loro libro *Engineering the Financial Crisis: Systemic Risk and the Failure of Regulation*, Philadelphia, 2011.

<sup>9</sup> Esse godevano di una linea di credito garantita di 2,25 miliardi di dollari presso il Dipartimento del Tesoro Usa.

<sup>10</sup> SALIN, *Ritornare al capitalismo per evitare le crisi*, Soveria Mannelli, 2011 [2009], 24-35; vedi anche KLING, *Unchecked and Unbalanced: How the Discrepancy Between Knowledge and Power Caused the Financial Crisis and Threatens Democracy*, Lanham, 2009, specialmente 1-10.

<sup>11</sup> Titolo VIII dell'*Housing and Community Development Act of 1977* [*An Act To amend certain Federal laws pertaining to community development*,



volti a favorire artificialmente l'accesso alla casa da parte di gruppi svantaggiati; nel 1989 fu modificato<sup>12</sup> l'*Home Mortgage Disclosure Act of 1975*<sup>13</sup>, imponendo alle banche di rendere pubblici i dati sull'appartenenza etnica dei soggetti che chiedevano loro, e si vedevano accogliere o rifiutare, un credito ipotecario; una legge del 1992<sup>14</sup> indusse Fannie Mae e Freddie Mac a occuparsi in prevalenza di stimolare l'accesso universale alla casa; sempre nel 1992, la Fed di Boston pubblicò un manuale per le banche in cui raccomandava loro, nella concessione di mutui, di non tenere in conto il reddito dell'aspirante mutuatario, il rapporto tra questo e il prestito richiesto, o il suo tasso di restituzione di crediti precedenti, perché tali criteri sarebbero stati discriminatori nei confronti dei poveri e delle minoranze a basso reddito<sup>15</sup>; dal 1995, questa politica è stata resa ancor più stringente, prevedendo sanzioni per le banche che rifiutassero di concedere credito ai membri di gruppi svantaggiati<sup>16</sup>.

Se l'intento di simili politiche è comprensibile, l'effetto che esse hanno prodotto sembra essere davvero micidiale, generando una bolla immobiliare di proporzioni gigantesche, favorita anche dal basso costo del denaro derivante dalla politica espansionistica della Fed, nonché da decisioni come quella dell'autorità di

*housing, and related programs*], Pub. L. 95-128, 91 Stat. 1111, 1147, 12 U.S.C. § 2901 et seq., October 12, 1977.

<sup>12</sup> Ad opera della s. 1211 del *Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act of 1989*, Pub. L. 101-73, 103 Stat. 183, August 9, 1989.

<sup>13</sup> Titolo III di *An Act To extend the authority for the flexible regulation of interest rates on deposits and share accounts in depository institutions, to extend the National Commission on Electronic Fund Transfers, and to provide for home mortgage disclosure*, Pub. L. 94-200, 89 Stat. 1124, 1125, 12 U.S.C. § 2801 et seq., December 31, 1975.

<sup>14</sup> *Housing and Community Development Act of 1992*, Pub.L. 102-550, 106 Stat. 3672, October 28, 1992.

<sup>15</sup> FEDERAL RESERVE BANK OF BOSTON, *Closing the Gap: A Guide to Equal Opportunity Lending*, disponibile su <http://www.bos.frb.org/commdev/closing-the-gap/closingt.pdf>.

<sup>16</sup> OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY, TREASURY (OCC); BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (BOARD); FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION (FDIC); OFFICE OF THRIFT SUPERVISION, TREASURY (OTS), *Community Reinvestment Act Regulations. Final Rule*, in 60 *Federal Register* 86, 22156 (May 4, 1995) (12 CFR Part 25, 12 CFR Part 228, 12 CFR Part 345, 12 CFR Part 563e, 12 CFR Part 203) (in particolare, fu stabilito che il rispetto da parte di una banca del *Community Reinvestment Act* sarebbe stato preso in considerazione in sede di valutazione di sue operazioni di fusioni, acquisizioni o apertura di nuove filiali).

controllo dei mercati finanziari americana, la *Securities and Exchange Commission*, negli anni prima dello scoppio della crisi, di aprire procedimenti contro le banche che tenevano riserve a suo dire troppo alte per coprire le potenziali perdite per i crediti immobiliari<sup>17</sup>. Com'è noto, il settore immobiliare è stato il detonatore della crisi americana, poi estesi al resto del mondo, ed è evidente come politiche come quelle appena esposte abbiano completamente sottovalutato la gravità dei problemi che stavano provocando o comunque trascurando.

Peraltro, nel settembre 2008 il governo Usa ha nazionalizzato Fannie Mae e Freddie Mac, così facendo gravare sul contribuente americano il costo del salvataggio del settore immobiliare, che altrimenti con ogni probabilità non avrebbe retto l'onda d'urto e sarebbe interamente collassato.

Tornando comunque all'analisi degli accordi di Basilea, fu presto evidente la necessità di adottare criteri diversi per la valutazione del rischio di credito rispetto a quelli di Basilea I, dove il rischio di credito era predeterminato una volta per tutte, con un *favor* per i titoli pubblici o bancari o del mercato immobiliare. Basilea II ha un ambito di operatività molto più ampio di Basilea I: esso si fonda su tre pilastri, ovvero regole su capitale minimo, maggiori poteri di supervisione alle autorità di settore, e maggiori obblighi di *disclosure* per facilitare il controllo da parte degli investitori.

Per quel che qui viene in rilievo, il rischio di credito diviene una voce del primo pilastro (insieme a rischio di mercato e rischio operativo), e sono previsti tre modi per valutarlo: uno *standardized approach*, il *foundation IRB [Internal Rating-Based] approach*, l'*advanced IRB approach*.

Per ragioni che non è qui possibile approfondire, il primo è il metodo di gran lunga più importante; il problema è che esso si fonda interamente sulla valutazione effettuata dalle agenzie di *rating*, seguendo una strada già tracciata con la *recourse rule* e per la verità inaugurata già nel 1931. In apparenza, sembrerebbe trattarsi di un notevole miglioramento rispetto a Basilea I. Tuttavia, occorre ricordare che l'attuale mercato delle società di *rating* è anch'esso frutto di una forte interferenza regolamentare: infatti nel 1975 la SEC regolamentò le cd. *Nationally Recognized*

---

<sup>17</sup> Lo ha ricordato CALABRIA, One of Many Ways the SEC Contributed to the Financial Crisis, in *Cato@Liberty*, 28 agosto 2012.

*Statistical Rating Organization* (NRSRO)<sup>18</sup>, imponendo la necessità di una licenza difficile da ottenere per lo svolgimento di questa attività. Il risultato fu il consolidamento dell'oligopolio in questo settore, dove non si inserirono nuovi concorrenti di peso e le società esistenti si ridussero via via.

L'affidamento completo fatto da Basilea II sul giudizio di queste società è dunque viziato all'origine dalla scarsa competitività di questo mercato scaturita appunto dalla decisione della SEC nel 1975, e si ritiene che su questo occorra agire, rimuovendo le barriere all'ingresso, qualora si voglia aprire il mercato del *rating*: le istituzioni UE si sono attivate per la creazione di una nuova agenzia di *rating* che attenui l'oligopolio delle società esistenti, tuttavia a questa creazione dall'alto sembrerebbe preferibile per l'appunto l'abbattimento delle barriere normative alla nascita di nuovi concorrenti. La proposta è comunque stata abbandonata e sono state adottate nuove regole più stringenti di disciplina della condotta di queste società<sup>19</sup>, così di fatto aumentando la regolamentazione del settore e contraddicendo l'auspicio qui formulato di una maggiore apertura del mercato.

In ogni caso, sta di fatto che anche Basilea II si è rivelata insoddisfacente nel prevenire il rischio sistemico, e anzi questo sarebbe stato aggravato dalla regola del *mark-to-market*, introdotta a seguito del crack Enron, che impone alle istituzioni finanziarie di valutare le proprie attività ad un *fair value*, cioè al valore di mercato: questa regola avrebbe infatti avuto un forte effetto pro-ciclico, aggravando la crisi già in atto<sup>20</sup>. Così, in risposta alla crisi si è passati a Basilea III, prima ancora che l'attuazione di Basilea II venisse completata. L'analisi di Basilea III esula dall'oggetto del presente lavoro, tuttavia ci limiteremo a

---

<sup>18</sup> Con le regole contenute in 17 C.F.R. 240.15c3-1: v. ampiamente il paper di BACCIARDI, *Lo strano caso delle società di rating*, IBL Briefing Paper 70, 21 marzo 2009 ([http://www.brunoleonimedia.it/public/BP/IBL\\_BP\\_70\\_Rating.pdf](http://www.brunoleonimedia.it/public/BP/IBL_BP_70_Rating.pdf)); v. anche un altro paper IBL, di FAVA, *Una possibile alternativa alle agenzie di rating: il Mercato*, IBL Focus 139, 21 luglio 2009 ([www.brunoleonimedia.it/public/Focus/IBL\\_Focus\\_139\\_Fava.pdf](http://www.brunoleonimedia.it/public/Focus/IBL_Focus_139_Fava.pdf)).

<sup>19</sup> Cfr. il seguente articolo su InvestireOggi News, *Norme soft contro agenzie rating, bocciate misure Barnier* (16 novembre 2011, <http://www.investireoggi.it/news/norme-soft-contro-agenzie-rating-bocciate-misure-barnier/>).

<sup>20</sup> FRIEDMAN, *A Perfect Storm of Ignorance*; SALIN, *Ritornare al capitalismo per evitare le crisi*, cit., 37-45.

dire che nel complesso non sembra potersi ravvisare quel cambio di paradigma che le autorità di regolazione hanno sostenuto essere stato apportato dalle nuove regole.

## 2.2. L'assicurazione sui depositi

Un'altra fondamentale interferenza presente in tutti gli ordinamenti considerati, di carattere strettamente normativo, è l'assicurazione pubblica sui depositi bancari.

Essa fu introdotta negli Stati Uniti all'indomani della crisi del 1929, con il *Banking Act of 1933*<sup>21</sup>, tramite l'istituzione dell'apposita *Federal Deposit Insurance Corporation*, poi ridisciplinata dal *Federal Deposit Insurance Act of 1950*<sup>22</sup>.

A livello europeo, un'assicurazione sui depositi è stata introdotta per legge soltanto molto tempo dopo. Fu infatti soltanto la *direttiva 94/19/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai sistemi di garanzia dei depositi*<sup>23</sup> a stabilire analogo obbligo di garanzia per gli Stati Membri dell'allora Comunità Europea. Ad esempio l'Italia (che pure, come altri Paesi, aveva già in essere uno schema simile, ma con adesione su base volontaria) recepì tale direttiva con il decreto legislativo 4 dicembre 1996, n. 659 (*Recepimento della direttiva 94/19/CEE relativa ai sistemi di garanzia dei depositi*)<sup>24</sup>, che pose le basi per la creazione del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi; a seguito delle modifiche apportate alla direttiva 94/19/CE dalla *direttiva 2009/14/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 marzo 2009 recante modifica della direttiva 94/19/CE relativa ai sistemi di garanzia dei depositi per quanto riguarda il livello di copertura e il termine di rimborso*<sup>25</sup>, modifiche sono poi state apportate dal d. lgs. 24 marzo 2011, n. 49 (*Attuazione della direttiva 2009/14/CE, che modifica la direttiva 94/19/CE, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi per quanto riguarda il livello di copertura e il termine di rimborso*).

---

<sup>21</sup> Pub. L. 73-66, 48 Stat. 162, June 16, 1933.

<sup>22</sup> Pub. L. 81-797, 64 Stat. 873, September 21, 1950.

<sup>23</sup> G.U. C.E. L 135 del 31 maggio 1994.

<sup>24</sup> Di attuazione della delega contenuta nella l. 6 febbraio 1996, n. 52, art. 23.

<sup>25</sup> G.U. U.E. L 68 del 13 marzo 2009.

Senza entrare nei dettagli, il problema di tutte le assicurazioni pubbliche sui depositi è che - essendo fornite in regime di monopolio, e non prevedendo un variare del premio al variare del rischio - generano un grandissimo azzardo morale: infatti esse inducono i depositanti ad andare alla ricerca del tasso di remunerazione maggiore, incuranti del profilo di rischio della banca depositaria, perché sicuri di vedere garantiti i propri risparmi anche in caso di suo fallimento. Ciò provoca a sua volta un evidente incremento del rischio sistemico reale, contrariamente all'intento - esattamente opposto - che sta alla base di questa assicurazione<sup>26</sup>.

Va osservato, peraltro, che è assai dubbio che questa forma di garanzia funzionerebbe realmente in caso di bisogno. Secondo la critica serrata di Rothbard, si tratterebbe soltanto di un'illusione. In un già citato articolo, pubblicato qualche mese dopo la sua morte, nel 1995, egli scrisse: «la stessa FDIC ha meno dell'1% dell'enorme numero di depositi che “assicura”. La stessa idea di “assicurazione sui depositi” è una frode; come si può assicurare un'istituzione (il sistema bancario a riserva frazionaria) che è intrinsecamente insolvente, e che cadrà a pezzi non appena il pubblico si accorgerà finalmente della frode? Supponiamo che, domani, il pubblico americano divenisse improvvisamente consapevole della frode, e andasse in banca domani mattina, e, all'unisono, chiedesse indietro il proprio denaro contante. Cosa accadrebbe? Le banche sarebbero immediatamente insolventi, perché riuscirebbero a mettere insieme solo il 10% del denaro contante che devono ai propri stupefatti clienti. Né l'enorme incremento di tasse necessario a salvare tutti dal default sarebbe in alcun modo tollerabile. No: l'unica cosa che la Fed potrebbe fare, e questo sarebbe in suo potere, sarebbe di stampare abbastanza moneta da ripagare tutti i depositanti. Sfortunatamente, nell'attuale stato del sistema bancario, il risultato sarebbe uno sprofondamento immediato negli orrori dell'iperinflazione. Supponiamo che il totale dei depositi bancari assicurati sia di 1.600 miliardi di dollari. Tecnicamente, nel caso di una corsa agli sportelli, la Fed potrebbe utilizzare i propri poteri di emergenza e stampare 1.600 miliardi in contanti da dare alla FDIC per ripagare i depositanti. Il problema è che, incoraggiati da questo gigantesco salvataggio, i

---

<sup>26</sup>SALIN, *Ritornare al capitalismo per evitare le crisi*, cit., 50-52.

depositanti ridepositerebbero prontamente i nuovi 1.600 miliardi nelle banche, aumentando il totale delle riserve bancarie di 1.600 miliardi, così consentendo un'immediata espansione della quantità di moneta da parte delle banche di dieci volte tanto, aumentando la quantità totale di denaro bancario di 16 mila miliardi. Seguirebbero rapidamente una fuga da inflazione e la totale distruzione della valuta»<sup>27</sup>.

### 2.3. Il problema dell'ingegneria istituzionale e costituzionale

Un altro ordine di problemi concerne le regole fondamentali di funzionamento degli ordinamenti considerati, la loro architettura giuridica di base.

Approfondire tutti gli aspetti che vengono in questione al riguardo richiederebbe un'analisi a sé stante: ci limiteremo dunque a passarli brevemente in rassegna.

Una prima considerazione riguarda l'indipendenza delle banche centrali: esse nascono almeno formalmente come organi che si vorrebbero indipendenti, per sottrarre la gestione di un potere così grande come la politica monetaria all'esercizio diretto da parte dei governi; progressivamente, preso atto del forte grado di influenza su di esse da parte della politica, si è cercato di aumentare la loro indipendenza, e la BCE è un esempio di istituzione almeno negli intenti molto sganciata dalle influenze della politica.

*Di fatto*, però, come l'esperienza post-crisi ha confermato in modo palese, le banche centrali non solo sono nate, ma rimangono a tutt'oggi strumenti esposti alle pressioni dei governi, dai quali del resto vengono nominati i componenti dei rispettivi organi direttivi<sup>28</sup> e con i quali sono in stretta relazione<sup>29</sup>, quando non sono autentici strumenti nelle loro mani.

---

<sup>27</sup> ROTHBARD, *Fractional Reserve Banking: Part II*, in *The Freeman*, 1995.

<sup>28</sup> Così prevedono sia il *Banking Act of 1935* negli Usa, sia il TFUE, sia il *Bank of England Act 1998*.

<sup>29</sup> Basti vedere quanto prevede l'art. 284 TFUE: «1. Il presidente del Consiglio e un membro della Commissione possono partecipare, senza diritto di voto, alle riunioni del Consiglio direttivo della Banca centrale europea. Il presidente del Consiglio può sottoporre una mozione alla delibera del consiglio direttivo della Banca centrale europea. 2. Il presidente della Banca centrale europea è invitato a partecipare alle riunioni del Consiglio quando quest'ultimo

Qualora non si sia disposti alla loro rimozione (pur necessaria a parere di chi scrive), sarebbe quanto meno auspicabile la presenza di norme adeguate a garantirne l'indipendenza dai governi. Ci troviamo qui di fronte ad un primo esempio di "diritto" mancante, a dimostrazione che non si tratta soltanto di fare a meno di (molto) diritto esistente, ma in certi casi anche di introdurre alcune regole nuove, semplicemente diverse da quelle adottate in via predominante prima e durante la crisi, di cui si sta cercando di fornire adeguato catalogo.

Peraltro, è prevista in generale una forma di controllo giurisdizionale e politico sugli atti delle banche centrali (i controlli più incisivi sono quelli riservati alla BCE<sup>30</sup>), ma nei fatti il cuore dei loro atti, cioè le decisioni fondamentali in materia di politica monetaria, rimangono sottratte a sindacato, specialmente giurisdizionale, e del resto non si vede come potrebbe essere diversamente.

In fin dei conti, un po' come per tutte le autorità di regolazione in senso lato indipendenti, anche in questo caso ci troviamo davanti a un paradosso: da un lato, avvertiamo l'esigenza di una maggiore legittimazione democratica di istituzioni come le banche centrali. Infatti la quantità di potere che deriva dal monopolio sul denaro è enorme e potenzialmente devastante: agendo male, una sola banca centrale di un Paese economicamente importante è in grado di portare in ginocchio l'economia mondiale. Pur volendo tralasciare il problema che, anche si trattasse di un organo democraticamente eletto, ad eleggerlo sarebbero solo i cittadini di un Paese e non quelli di tutti gli altri Stati del mondo, almeno ai cittadini di quel Paese sembrerebbe dover essere consentito dire la loro sul modo in cui la politica monetaria viene gestita.

---

*discute su argomenti relativi agli obiettivi e ai compiti del SEBC. 3. La Banca centrale europea trasmette al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione nonché al Consiglio europeo, una relazione annuale sull'attività del SEBC e sulla politica monetaria dell'anno precedente e dell'anno in corso. Il presidente della Banca centrale europea presenta tale relazione al Consiglio e al Parlamento europeo, che può procedere su questa base ad un dibattito generale. Il presidente della Banca centrale europea e gli altri membri del comitato esecutivo possono, a richiesta del Parlamento europeo o di propria iniziativa, essere ascoltati dalle commissioni competenti del Parlamento europeo».*

<sup>30</sup> Cfr. BASSO, *La politica economica e monetaria*, in MANGIAMELI (a cura di), *L'ordinamento europeo*, Milano, 2008, 333, 372 ss.

D'altro canto, ben si comprende perché ovunque si sia in realtà voluto sottrarre al voto popolare il giudizio su una simile politica: la logica è quella tipica di qualunque processo costituente, cioè quella per cui “Peter sobrio” lega le mani per il futuro al “Peter ubriaco”, ovvero il popolo da lucido si pone coscientemente dei limiti rigorosi per quando, in preda a situazioni di emergenza o di euforia, potrebbe non avere l'autocontrollo necessario a evitare abusi e decisioni autodistruttive<sup>31</sup>. Sul piano teorico, la sottrazione delle banche centrali al circuito democratico-rappresentativo (sia poi essa reale o meno) è dettata da questo intento<sup>32</sup>.

Abbiamo pertanto il problema che ci sono ottime ragioni sia per esporre le banche centrali alle forche caudine dell'approvazione popolare, sia per sottrarle. La scelta di un po' tutti gli ordinamenti considerati sembra quella di *professare* indipendenza e *negarla* nei fatti, e non sembra una scelta soddisfacente. A noi pare comunque che questa *impasse* confermi la necessità di ripensare l'opportunità di affidare in monopolio a un'istituzione statale un potere così grande come la politica monetaria: comunque la si scelga e se ne valutino le decisioni, i rischi sono infatti enormi in caso di un cattivo esercizio di un simile potere, e per di più non sembrano esservi soluzioni realisticamente praticabili (anzi, si passa semmai sempre attraverso un riaccentramento in capo ai governi di un simile potere, che pare il più classico rimedio peggiore del male). Sembra quindi quanto mai urgente esplorare le possibili alternative<sup>33</sup>.

Ma sul piano istituzionale vi sono altre considerazioni da fare, relative soprattutto all'Eurozona e all'Unione Europea, di per sé tra gli esperimenti di ingegneria istituzionale più ambiziosi

---

<sup>31</sup> Questo modo di dire che contrappone “*Peter sober*” e “*Peter drunk*”, divenuto di uso molto comune nella letteratura costituzionale angloamericana, si ritiene risalga al giudice della Corte Suprema Usa David J. Brewer, che lo usò in un saggio del 1893 (*An Independent Judiciary as the Salvation of the Nation*, in *Proceedings of the New York Bar Association* (1893), ristampato in *11 Annals of America* 423, 428 (1968)).

<sup>32</sup> Recentemente, cfr. la difesa delle ragioni dell'indipendenza delle banche centrali fatta da ZINGALES, *L'indipendenza da preservare*, Il Sole 24 Ore, 27 aprile 2012.

<sup>33</sup> È la conclusione del *paper* di SELGIN, LASTRAPES, WHITE, *Has the Fed Been a Failure?* (Cato Working Paper No. 2, Dicembre 2010, <http://www.cato.org/pubs/researchnotes/WorkingPaper-2.pdf>).



(e per ciò stesso più carichi di rischi in caso di difetto di “progettazione”) della storia mondiale recente. A questo proposito, moltissimo si è detto nel dibattito pubblico sugli errori fatti nel processo di costruzione dell'Euro, su tutti l'unificazione della politica monetaria disgiunta dall'unione delle politiche fiscali, da cui sono derivate tutta una serie di rilevanti conseguenze in termini di azzardo morale e redistribuzione occulta di ricchezza da uno Stato all'altro, o meglio dai contribuenti di uno Stato a quelli di un altro<sup>34</sup>.

Aggiungiamo ancora solamente due ulteriori esempi di diritto mancante, che avrebbero potuto svolgere un'importante funzione di contenimento degli effetti negativi del “troppo diritto” visto ai paragrafi precedenti. Uno è l'assenza di un meccanismo sanzionatorio efficace per le violazioni dei parametri di stabilità di Maastricht (e a monte di regole di contabilità che imponessero di tener conto anche dei contratti derivati sottoscritti ai fini del soddisfacimento dei criteri di ammissibilità all'Eurozona<sup>35</sup>).

I parametri di Maastricht non erano certamente il migliore dei sistemi possibili, ma altrettanto certamente averne imposto il rispetto avrebbe evitato all'Europa di trovarsi nella grave situazione attuale. Riprendendo la metafora del “Peter sobrio” e

---

<sup>34</sup> V. la sintetica ma esaustiva riflessione di BAGUS, *The Eurozone: A Moral-Hazard Morass*, in *Mises Institute Daily*, 17 aprile 2012, <http://mises.org/daily/6008/The-Eurozone-A-MoralHazard-Morass>. Cfr. più ampiamente, dello stesso autore, *The Tragedy of the Euro*, Auburn, 2010, trad. it. *La tragedia dell'euro*, Massa, 2011. Ricordiamo comunque anche le osservazioni di Pascal Salin in un editoriale per il *Wall Street Journal* (There Is No 'Euro Crisis', *The Wall Street Journal*, 18 luglio 2012), dove l'autore francese ha sostenuto che l'unione delle politiche monetarie disgiunta dall'unione delle politiche fiscali non sia il problema che molti ritengono, portano ad esempio il caso degli Usa, dove la situazione è analoga e non per questo si ritiene sussistente un obbligo di salvataggio di uno stato insolvente ad opera degli altri membri della federazione.

<sup>35</sup> Come spiega BOLLETTINO, *Finanza creativa, Grecia e derivati*, in *Agenda liberale*, 26 aprile 2012 (<http://www.centroeinaudi.it/agenda-liberale/1509-finanza-creativa-grecia-e-i-derivati.html>), «Poiché le regole contabili (ESA95) utilizzate dalla Commissione Europea e da Eurostat non richiedevano di tener conto dei derivati nella redazione dei conti pubblici, inizialmente il risultato netto fu quello di far sparire 2,4 miliardi di euro dal computo totale debito pubblico greco. La Grecia fu così in grado, attraverso un trucco contabile, di mostrare all'Europa e agli investitori internazionali di aver intrapreso la strada del risanamento [...] mentre in realtà non solo non aveva fatto nulla in tal senso, ma al contrario aveva segretamente contratto un debito ad alta rischiosità».

“Peter ubriaco”, è un po' come se in sede di stesura dei parametri non si fossero nascoste troppo bene le sostanze alcoliche, o non si fosse prevista alcuna forma di disciplina per chi alzasse troppo il gomito.

Peraltro, sembra potersi affermare che dell'esperienza non si è purtroppo fatto tesoro: in sede di redazione del cosiddetto *Fiscal compact*, non sembra essersi previsto un meccanismo particolarmente più incisivo per assicurare il rispetto dei nuovi e più stringenti vincoli in esso previsti.

Ad analoghe considerazioni si presta l'altro esempio di diritto mancante, ovvero l'assenza nella gran parte degli ordinamenti dell'obbligo costituzionale di pareggio di bilancio. Tale regola è prevista nelle Costituzioni di tutti gli Stati degli Usa meno il Vermont, ma non a livello federale; essa è inoltre stata introdotta in Germania nel 2009, con primi effetti dal 2016, e proprio il *Fiscal compact* ne ha previsto l'adozione in tutti gli Stati firmatari; l'Italia si è come noto adeguata molto recentemente, anche se è stato sostenuto che lo ha fatto con «un provvedimento disegnato fin nei dettagli per essere disapplicato nella quotidiana pratica parlamentare e governativa»<sup>56</sup>.

Se una simile norma fosse stata in vigore da più tempo, e fosse stata fatta rispettare, la situazione debitoria dell'Europa e dell'Eurozona sarebbe certamente molto meno grave. Da questo punto di vista, l'introduzione nelle Costituzioni europee di questa nuova norma, per quanto con effetti troppo posticipati nel tempo, è certamente un buon segnale, anche se rimane pur sempre il problema di come assicurarne l'*enforcement*, problema che non sembra aver ricevuto la dovuta attenzione neppure in questo caso. Peraltro, molto dipenderà dall'applicazione concreta che ne daranno le forze politiche e da come verranno interpretate da loro e dalla giurisprudenza costituzionale le clausole di eccezione sempre previste.

#### **2.4. Eccessi di regolamentazione, tassazione, deficit, debito (cenni)**

---

<sup>56</sup> ROSSI, *Introduzione del principio del pareggio di bilancio nella Carta costituzionale* (17 aprile 2012), <http://www.brunoleoni.it/nextpage.aspx?codice=11455>; ID., *Il pareggio che non c'è* (15 dicembre 2011), <http://www.brunoleoni.it/nextpage.aspx?codice=11037>.

Nel paragrafo precedente si è fatto riferimento ad esempi di “troppo poco diritto” con riguardo soprattutto all'assenza di meccanismi efficaci di limitazione del deficit e del debito pubblico. Allarghiamo qui per un momento ancora un po' il discorso, soltanto per osservare che “troppo diritto” si può considerare anche l'esistenza stessa di deficit e debito a livelli sempre crescenti, fino al punto di divenire insostenibili. In effetti, essi sono stati pur sempre prodotti, in Italia dove il problema è particolarmente grave, ma anche negli altri Paesi dell'Eurozona, nel Regno Unito e negli Usa, dove la situazione è fondamentalmente la medesima, da un proliferare di decisioni di spesa, piccole o grandi che fossero, il cui fondamento stava pur sempre in un atto normativo. Si tratti di ciò che in Italia la dottrina ha definito “leggi-provvedimento”, o di atti di carattere regolamentare, sempre di “diritto” si è trattato.

Ciò è ancor più evidente nel caso delle misure che hanno progressivamente aumentato in tutti gli ordinamenti considerati (salvo in parte per Regno Unito e Usa negli anni di Thatcher e Reagan) il livello di tassazione, fino ai livelli estremi cui è giunta l'Italia nei tempi più recenti, nonché per le misure di regolamentazione progressivamente sempre più stringenti che hanno interessato qualunque attività economica, costituendo tra le altre cose una forte barriera all'ingresso di nuovi concorrenti (si pensi al tipico caso del citato *Emergency Banking Relief Act*, che consentì di operare negli Usa alle sole banche approvate dalla Fed<sup>37</sup>, consolidando un oligopolio esattamente come era accaduto con le agenzie di *rating* per opera della SEC).

Non è chiaramente la sede per addentrarsi nei dettagli di questi aspetti, e in un tentativo di valutazione empirica delle loro conseguenze sul piano economico, ma molte autorevoli analisi, comprese anche diverse che muovono da prospettiva molto lontana da quella adottata nel presente lavoro, concordano nel ritenere che gli eccessi di tassazione, regolamentazione, debito e deficit siano stati tra i fattori determinanti del cocktail esplosivo alla base del “bust”, tanto americano quanto europeo. È pertanto necessario includere anche questi fattori tra le cause “normative” alla base della crisi.

---

<sup>37</sup> Ma una legislazione dal contenuto analogo esiste in tutti gli ordinamenti considerati.

**2.5. Il problema delle istituzioni troppo grandi per fallire (“*too big to fail*”), ovvero «capitalism without bankruptcy is like religion without hell»**

Un ultimo aspetto, che ci conduce ad allargare per un momento ancora di più il discorso, è quello dell'esistenza di istituzioni finanziarie troppo grandi per essere lasciate fallire (*too big to (be let) fail*). Il problema relativo a queste istituzioni è il rischio sistemico che esse portano con sé: le loro dimensioni e le connessioni che presentano con il resto del sistema sono tali che un loro fallimento trascinerebbe con sé l'intero sistema economico-finanziario, travolgendo anche una serie di altre istituzioni “incolpevoli”, per il solo fatto appunto delle loro dimensioni molto rilevanti e delle strettissime interconnessioni che esse hanno con tutta una serie di altri soggetti di per sé “sani”. A sua volta, la caduta di tali altre istituzioni riprodurrebbe lo stesso problema con ulteriori soggetti, in un effetto domino che rischierebbe di travolgere l'intero sistema economico-finanziario.

A tale problema si risponde nei vari ordinamenti con un mix di regole di *conduct of business regulation* e *prudential regulation*. Le prime sono più invasive, nel senso che mirano a dettare proprio una serie di regole di comportamento concreto che le istituzioni debbono seguire nella conduzione quotidiana dei propri affari, allo scopo di far sì che il rischio di un loro fallimento non si concretizzi mai; le seconde sono invece regole volte a diminuire il rischio sistemico imponendo soglie minime di capitale, così da garantire un serbatoio di liquidità sufficiente a far fronte alle situazioni di crisi.

Del problema delle istituzioni *too big to fail* si è scritto moltissimo, e il tema ha generato accese discussioni in ambito accademico e nel dibattito pubblico. Qui ci limitiamo ad osservare come, nella prospettiva da cui scriviamo, si tratta certamente di un problema rilevante, ma a ben vedere avente anch'esso cause “normative”.

In particolare, il “troppo diritto” alla base del fatto che alcune istituzioni non possano fallire, senza che con esse fallisca l'intero sistema economico-finanziario, può essere ravvisato nell'esistenza stessa delle regole di *conduct of business* e *prudential regulation* cui si faceva riferimento un attimo fa. Infatti, la *ratio* alla base di

questo insieme di norme è proprio che non ci si può permettere che determinate istituzioni falliscano, e allora si detta una serie di misure molto dettagliate contro l'eccessiva assunzione di rischi da parte loro, come ad esempio le regole, contenute nel già citato *Banking Act of 1933*<sup>38</sup>, che imponevano la separazione tra banche commerciali e banche d'investimento, allo scopo di evitare che i depositi dei correntisti potessero venire impiegati in rischiose operazioni d'investimento, con il pericolo di andare in fumo.

Come noto, tali regole furono peraltro formalmente abolite nel 1999 con il *Financial Services Modernization Act of 1999* (o *Gramm-Leach-Bliley Act*)<sup>39</sup> (anche se già in precedenza erano state rese di fatto inoperanti in via interpretativa da parte del *Federal Reserve Board*), e diversi autori ritengono che questa deregolamentazione sia stata una delle cause principali della crisi; accogliendo questo orientamento, la nota *Volcker rule* del *Dodd-Franck Act*<sup>40</sup> (la legge con cui il Congresso Usa ha inteso rispondere alla crisi, riformulando amplissimi settori della regolamentazione dei mercati finanziari), ha cercato di ripristinare una regolamentazione in questo ambito tramite il divieto del *trading* proprietario. Rifletteremo su questo aspetto nel paragrafo conclusivo.

Per il resto, la garanzia di salvataggio è fondata su qualcosa di assai più impalpabile e non più strettamente “giuridico”, ovvero promesse o implicite assicurazioni da parte delle autorità governative e monetarie che il fallimento sarebbe stato impedito. Talvolta, ciò viene addirittura esplicitato, come avvenuto con la cosiddetta *Greenspan put* (su cui vedi al par. 2.1.); più frequentemente, tali promesse non vengono rese note all'opinione pubblica, ma rimangono confinate nelle stanze del potere.

---

<sup>38</sup> Quando si fa riferimento alla separazione tra banche commerciali e d'investimento, questa legge viene comunemente denominata *Glass-Steagall Act*, dal nome dei suoi promotori.

<sup>39</sup> *An Act to enhance competition in the financial services industry by providing a prudential framework for the affiliation of banks, securities firms, and other financial service providers, and for other purposes*, Pub.L. 106-102, 113 Stat. 1338, November 12, 1999.

<sup>40</sup> *An Act To promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end "too big to fail", to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes*, Pub.L. 111-203, 124 Stat. 1376, July 21, 2010

Il problema in tutti questi casi è che rimuovere la prospettiva del fallimento altera in modo sostanziale e irrimediabile il funzionamento del mercato: come riassume un'efficace espressione inglese, citata nel titolo di questo paragrafo, «il capitalismo senza bancarotta è come la religione senza l'inferno». Infatti il rischio d'impresa è una componente ineliminabile di un sistema di mercato funzionante, rimuovere la quale conduce alla creazione di un sistema diverso, che non è già più genuinamente di mercato. Qualunque regola di *conduct of business* o di *prudential regulation* non basta a restaurare un autentico sistema di mercato, perché sarà comunque sempre troppo forte l'incentivo ad evadere quelle regole, dal momento che non se ne sopporteranno le conseguenze.

Pertanto, riteniamo si possa sostenere che anche da questo punto di vista vi sia stato “troppo diritto” alle radici del problema, e che sia scorretto affermare che il difetto fosse invece il “troppo poco” diritto (in termini di regole di *conduct of business* o *prudential regulation* insufficienti o incomplete) per porvi rimedio. Il vizio stava a monte, nel senso che, in assenza di incentivo ad assumere rischi eccessivi da parte delle istituzioni finanziarie, e dei depositanti e clienti in genere ad inseguire le remunerazioni maggiori (corrispondenti a rischi più elevati), certi che in caso di problemi sarebbe intervenuto il denaro del contribuente a riparare i danni, necessariamente le istituzioni finanziarie, i depositanti e o clienti sarebbero stati molto più prudenti, e con ogni probabilità spontaneamente il mercato avrebbe limitato le dimensioni delle istituzioni finanziarie, conducendo altresì ad una maggior cautela nell'assunzione del rischio da parte dei vari soggetti coinvolti. Eliminare artificialmente questo rischio, con il concorso determinante delle assicurazioni sui depositi esaminate al par. 3.2., ha invece neutralizzato lo spontaneo processo di limitazione del rischio cui il mercato avrebbe condotto.

### **3. Provvisorio bilancio del diritto prima della crisi: il trionfo della *taxis* sul *cosmos*, della *thesis* sul *nomos***

L'analisi svolta, per quanto inevitabilmente incompleta e limitata nel tempo, nello spazio e negli esempi forniti, riteniamo

abbia fornito abbondante testimonianza di come i mercati finanziari nelle aree considerate fossero lungi dal soffrire di una carenza di diritto. In effetti, è stato addirittura sostenuto che «ad eccezione dei servizi sanitari, i servizi finanziari costituiscono l'attività più regolamentata negli Stati Uniti (e in generale in tutti i paesi sviluppati)»<sup>41</sup>.

Il problema è che tale diritto era espressione di ciò che Hayek, nel primo libro di *Legge, legislazione e libertà*, ha designato come *taxis*, ovvero un «ordine deliberatamente costruito»<sup>42</sup>, in opposizione al *cosmos*, un ordine spontaneo frutto delle libere interazioni degli attori sociali. Alla *taxis* corrisponde la *thesis*, ovvero «il sistema giuridico creato dalla legislazione», mentre al *cosmos* corrisponde il *nomos*, ovvero «la legge della libertà», il diritto nato dalla società, dal fatto, dalla consuetudine, e non dal comando del legislatore.

Ebbene, come si è cercato di mostrare nei paragrafi precedenti, il sistema normativo che governava i mercati finanziari di tutte le aree considerate era dominato dal diritto legislativo, un diritto che si prefigge degli scopi (ad es., evitare il fallimento di imprese troppo grandi) e cerca di influenzare il comportamento degli attori sociali in modo da raggiungerli, ed è già per ciò solo insoddisfacente.

Esso ha completamente esautorato il diritto spontaneo, ovvero il diritto che ha tra i propri principi fondamentali quello di responsabilità, in virtù del quale è necessario che le conseguenze negative di qualunque atto (come l'aver acquistato azioni o obbligazioni di una banca o avervi depositato del denaro o aver acquistato titoli di debito pubblico) ricadano su chi lo ha compiuto.

Il diritto desiderabile, nella prospettiva qui seguita, è quello che ponga un quadro di regole generali ed astratte, senza predeterminare il risultato da raggiungere, e lasci poi che il gioco si svolga liberamente, sfruttando i benefici della competizione. Invece legislatori e regolatori (e banche centrali, qui non

---

<sup>41</sup> O'DRISCOLL, *Regulatory Failure*, in *ThinkMarkets*, 19 gennaio 2009, <http://thinkmarkets.wordpress.com/2009/01/19/regulatory-failure/>; la citazione prosegue così: «Ma la regolamentazione bancaria ha fallito nel suo compito più fondamentale, che consiste nel preservare la sicurezza e la solidità del sistema bancario» (la traduzione compare in SALIN, *Ritornare al capitalismo per evitare le crisi*, cit., 36).

<sup>42</sup> In particolare pagina 57 dell'edizione italiana citata.

considerate) si pongono degli obiettivi precisi: la crescita economica, la piena occupazione, l'inflazione dei prezzi «moderata», l'impossibilità di fallimento, e così via. Ma così facendo, anche là dove tali loro obiettivi siano condivisibili (e si è visto che non è necessariamente così), essi non si accorgono di ottenere spesso l'effetto opposto di quello sperato: il tipico esempio è quello delle misure volte ad evitare i fallimenti, che incentivano i comportamenti dettati da azzardo morale e finiscono col rendere i fallimenti più probabili<sup>43</sup>.

In un quadro, come questo, viziato a monte dalla «presunzione fatale»<sup>44</sup> di conoscere quali siano i giusti scopi da raggiungere e di poter pianificare adeguatamente il comportamento umano in modo tale da raggiungerli, anche eliminare delle regolamentazioni, qualcosa che di per sé sarebbe largamente auspicabile nella prospettiva qui adottata, può in effetti avere conseguenze molto negative.

Si pensi a quanto accaduto con l'abolizione dell'obbligo di separazione tra banche commerciali e di investimento (c.d. abrogazione del *Glass-Steagall Act*, del 1999), ricordata *supra*, al par. 2.5.: tale divieto aveva un'utilità molto evidente in un sistema dove alle banche era di fatto impedito di fallire e dove vigeva un'assicurazione sui depositi, e pertanto occorreva porre un freno all'incentivo, dato da questi elementi, ad assumere comportamenti rischiosi, che potevano mettere in pericolo la stabilità sistemica. Abolirlo, mantenendo l'impossibilità di fallire e l'assicurazione sui depositi, non è stata certamente una scelta felice, e si può effettivamente annoverare tra le cause della crisi; ma il vero problema non è stata la deregolamentazione in sé, bensì la deregolamentazione *in presenza di altre regole* che inducevano *moral hazard* e comportamenti opportunistici.

A ben vedere, quindi, la soluzione realmente auspicabile nel medio-lungo termine non è quella di ripristinare un simile

---

<sup>43</sup> In quest'ottica, la tesi qui sostenuta si differenzia da quella del principale lavoro della dottrina pubblicistica italiana che ha sin qui riflettuto sulla crisi, NAPOLITANO (a cura di), *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, Bologna, 2012: cfr. in particolare il saggio finale dello stesso NAPOLITANO, *Conclusioni. Espansione o riduzione dello Stato? I poteri pubblici di fronte alla crisi*, 471 ss.

<sup>44</sup> Riprendendo il titolo di un altro celebre lavoro di VON HAYEK (curato da BARTLEY), *The Fatal Conceit: The Errors of Socialism* (1988, ed. it. *La presunzione fatale: gli errori del socialismo*, Santarcangelo di Romagna, 1997).



obbligo (o comunque muoversi in quella direzione, come si sta facendo con la *Volcker rule*<sup>45</sup>), mantenendo però le *altre regole* (ostacoli al fallimento e assicurazione sui depositi), perché così facendo si predetermina il modello di business delle banche, cadendo nel diritto-con-uno-scopo, ovvero la *thesis*. Piuttosto, sembra preferibile eliminare anche quelle *altre regole*, in modo da ripristinare un corretto funzionamento del mercato.

Su un piano diverso ma collegato, il pur timido e decisamente parziale cambio di direzione, rispetto alla fortissima manipolazione del denaro provocata dall'operatività in forte leva da parte delle principali istituzioni finanziarie<sup>46</sup>, che si sta attuando con le regole di Basilea III e il conseguente c.d. *deleveraging*, può avere conseguenze negative sull'economia reale nell'immediato. A ben vedere, però, la responsabilità degli scompensi sull'economia reale non è aver iniziato a ridurre un poco la manipolazione, bensì aver *manipolato davvero troppo in passato*. Come con qualunque droga, anche la "droga" monetaria<sup>47</sup>, una volta sospesa la somministrazione, genera crisi di astinenza, che possono essere dolorosissime: ma ritenere responsabile di tale dolorosa crisi il fatto che la sostanza che dava dipendenza non venga più assunta è un errore, perché guarda solo all'ultimo passaggio, perdendo di vista che il problema era invece la prolungata assunzione precedente.

---

<sup>45</sup> Una simile regola può tutt'al più essere considerata accettabile o necessaria nell'immediato, ma soltanto mentre si procede ad un ripensamento complessivo dell'impianto regolatorio, nel senso indicato nel testo: sostanzialmente in questi termini si esprime anche O'DRISCOLL, *The JP Morgan Caper*, ThinkMarkets, 14 maggio 2012, <http://thinkmarkets.wordpress.com/2012/05/14/the-jp-morgan-caper/#more-5357>.

<sup>46</sup> Oltre che, sotto un profilo diverso, dalle politiche monetarie delle banche centrali nonché, almeno secondo alcuni autori, dal sistema bancario a riserva frazionaria (su quest'ultimo aspetto, cfr. DE CARIA, *Quando il diritto altera la realtà: la manipolazione del denaro e le sue conseguenze in Usa, Regno Unito, UE e Italia*, cit.).

<sup>47</sup> Se parlare di "droga" monetaria, con linguaggio austriaco, può apparire affermazione estremamente provocatoria, si consideri che esattamente negli stessi termini si è espresso il presidente della Bundesbank Jens Weidmann: cfr. REIERMANN, SAUGA, SEITH, *German Central Bank Opposes Euro Strategy*, in *Spiegel Online*, <http://www.spiegel.de/international/europe/german-bundesbank-opposes-euro-crisis-strategy-a-852237.html>. Queste le sue parole: «We shouldn't underestimate the danger that central bank financing can become addictive like a drug».

E lo stesso discorso vale per le politiche di austerità, sulle quali infuria la polemica a livello scientifico e non. Ammesso che negli ordinamenti considerati si possa davvero ravvisare un inizio di politiche di *austerity*<sup>48</sup>, è plausibile che questo possa avere conseguenze parzialmente recessive nel breve periodo: ma anche in questo caso, ciò non sembra una buona ragione per perseverare con *politiche* che hanno prodotto un'esplosione dei debiti pubblici, e quindi per rinunciare a rimuoverle.

Un'ultima osservazione fondamentale da fare è che l'invocata abolizione della gran quantità di *regole* che governano i mercati finanziari americani ed europei non determinerebbe affatto un quadro privo di diritto, quel fantomatico scenario che spesso viene denigratoriamente, e invero semplicisticamente, descritto come “*far west*” o “liberismo selvaggio”. Tutt'al contrario, si ritiene che rimuovere le regole individuate come più distorsive dell'ordinario funzionamento del mercato condurrebbe ad uno scenario in cui le regole e il diritto assumono un rinnovato ruolo di protagonista, prendendo la forma del *nomos* hayekianamente inteso. In altre parole, la riduzione del diritto di fonte legislativa non significa cioè affatto riduzione del diritto *tout court*, anzi determina semmai una restaurazione del diritto nel suo senso più alto e storicamente prevalente.

La sfida per il diritto di fronte alla crisi sembra dunque dover essere quella di rinunciare a voler predeterminare lo scopo e l'esito del processo economico, di cui è impossibile prevedere e pianificare in anticipo le evoluzioni (comprese le reazioni degli operatori economici alle alterazioni del *cosmos* ad opera della *taxis*), e concentrarsi piuttosto sul garantire l'effettività del

---

<sup>48</sup> Ciò è stato messo in dubbio dall'analisi effettuata da HIDALGO per *Cato@Liberty*, con riferimento a una serie di cruciali Paesi europei: v. rispettivamente *Looking at Austerity in Britain* (9 maggio 2012), *France* (10 maggio 2012), *Greece* (14 maggio 2012), *Italy* (16 maggio 2012), *Spain* (31 maggio 2012), and *Portugal* (2 luglio 2012). Lo studio di HIDALGO ha preso spunto dal dibattito tra DE RUGY (*Show Me the 'Savage' Spending Cuts in Europe. Please* in *National Review Online*, 7 maggio 2012, e *The Debate over Austerity Continues*, 8 maggio 2012) e AVENT, *Yes, there is austerity*, in *The Economist*, 8 maggio 2012. Una notevole fonte di confusione deriva dal fatto che la parola *austerity* viene impiegata con riferimento sia ai tagli di spesa sia agli incrementi di tassazione, due politiche però agli antipodi (su questo aspetto, sia consentito rinviare a DE CARIA, *Austerity, chi era costei?*, in *Agenda Liberale*, 28 marzo 2012, <http://www.centroeinaudi.it/agenda-liberale/1564-austerity-chi-era-costei-.html>).

rispetto di principi essenziali del *nomos*, tra cui quelli di responsabilità e di concorrenza<sup>49</sup>.

In quest'opera, il diritto costituzionale ha un ruolo centrale da svolgere, nel suo senso originario di limite al potere, di freno alle aspirazioni dell'autorità di determinare a proprio piacimento il risultato delle spontanee interazioni sociali. A sua volta, la giustizia costituzionale è chiamata a rimediare prontamente alle violazioni di questi limiti, senza piegarsi alle pressioni dei governi dettate da esigenze di *Realpolitik*: bene fece quindi ad esempio il Tribunale Costituzionale tedesco nel celebre *Maastricht Urteil* a mettere in evidenza che l'Unione Monetaria andava intesa normativamente come una «comunità basata sulla stabilità»<sup>50</sup>, con la conseguenza che la Germania era autorizzata ad abbandonarla qualora l'obiettivo della stabilità non fosse raggiunto<sup>51</sup>; e bene ha fatto lo stesso Tribunale a porre quanto meno dei limiti e delle condizioni alla ratifica presidenziale del Trattato sull'ESM, nella nota, recente pronuncia<sup>52</sup>, anche se sarebbe stato auspicabile più coraggio nel considerare la lesione del diritto di proprietà connessa ai forti rischi inflazionistici derivanti dall'ESM.

Va peraltro osservato che non sempre i giudici costituzionali hanno a disposizione i rimedi necessari a garantire l'*enforcement* dei principi fondamentali, le cui violazioni rischiano quindi di essere prive di sanzione. Nel corso dell'analisi, abbiamo visto diversi esempi di questo tipo: dai parametri di Maastricht al *Fiscal Compact*, dal divieto di finanziamento dei debiti pubblici dei Paesi membri, sostanzialmente eluso dalla BCE con il *Securities Markets Programme*<sup>53</sup>, ai limiti alle competenze del Congresso federale americano, che ai sensi del Decimo Emendamento non dovrebbero andare oltre gli *enumerated*

---

<sup>49</sup> In Italia, quest'ultimo ha peraltro ricevuto indiretta tutela costituzionale nel testo dell'art. 117, come risulta dalla riforma del 2001, tramite la prescrizione del rispetto dei vincoli derivanti dall'ordinamento comunitario.

<sup>50</sup> BVerfGE 89, 155 (204).

<sup>51</sup> Condividiamo quindi il giudizio positivo sul punto di HERDEGEN, *Monetary Union as a permanent community based on the rule of law*, EMU Watch No. 52, 23 luglio 1998, [http://www.dbresearch.de/PROD/DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD/PROD0000000000011544.pdf](http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000011544.pdf), 3-4.

<sup>52</sup> BVerfG, 2 BvR 1390/12, 12 settembre 2012.

<sup>53</sup> Istituito con la decisione della BCE del 14 maggio 2010, *establishing a securities market programme*, (ECB/2010/5), G.U. U.E. L 124 del 20 maggio 2010.

*powers* dell'Articolo I, sez. 8<sup>54</sup>, è molto lungo l'elenco di norme la cui effettività non è sufficientemente garantita. Vi sarebbe pertanto l'urgenza di affrontare questo problema e andare in cerca di possibili soluzioni.

Purtroppo, la reazione alla crisi dei governi e delle autorità monetarie (che non si è trattata in questa sede) sembra andare in direzione opposta a quella qui auspicata. Da un lato, si ribadiscono principi fondamentali, come con il *Fiscal compact*, ma nuovamente senza curarsi di predisporre adeguati meccanismi per il loro *enforcement*; dall'altro, si investono i mercati finanziari di una nuova grandissima ondata di *thesis*, dal *Dodd-Frank Act* alle riforme di Basilea a quelle adottate in sede UE, così allontanandosi sempre di più da un ordine giuridico chiaro e duraturo nel tempo, ovvero dal *cosmos*.

Il timore è che ciò ponga le premesse per nuovi disequilibri, nuove crisi che a loro volta chiameranno ulteriore *thesis* e ulteriore *taxis*, in una spirale difficile da spezzare e potenzialmente letale per la sopravvivenza stessa del mercato e di un sistema economico fondato sulla libertà. Di fronte a questo scenario, agli studiosi non resta che denunciare con voce più chiara possibile i gravi pericoli di un simile approccio, invocarne un ripensamento, e difendere con determinazione le ragioni del *nomos* e del *cosmos*, ovvero le ragioni del diritto nel suo significato più nobile.

---

<sup>54</sup> Da questo punto di vista, alcuni autori e uomini politici sostengono l'illegittimità costituzionale dell'esistenza stessa della Fed e del suo monopolio sul denaro (con conseguente corso legale del solo denaro cartaceo), in quanto fondati su atti normativi esorbitanti rispetto ai poteri del Congresso federale: cfr. PAUL, *The Federal Reserve vs the Constitution* (dichiarazione all'udienza del *Financial Services Committee* della *House of Representatives* del 15 febbraio 2007), disponibile su <http://tenthamentcenter.com/2009/09/24/the-federal-reserve-vs-the-constitution/>.