

I limiti del mercato e il fallimento della regolamentazione*

1. Nel momento storico attuale, in cui in Italia si propone di modificare la Costituzione economica quale una delle risposte alla crisi, credo sia utile e preliminare, al fine di svolgere alcune considerazioni sull'efficacia della regolamentazione del mercato, ripensare al saggio di Natalino Irti su *L'ordine giuridico del mercato*.

La tesi di fondo dello studioso è che il mercato non è un luogo naturale bensì un luogo voluto dal legislatore che presuppone la fissazione di alcune regole¹. Quanti e quali regole siano desiderabili è oggetto di aspre contrapposizioni. Irti ritiene che sia un bene che esse siano poche e pro-concorrenziali e inoltre che, in ordine alla loro formulazione, la Pubblica amministrazione, ancorché nella moderna veste di Autorità indipendente, si mantenga il più possibile estranea². Il vero giudice del buon funzionamento del mercato è, e deve essere, il consumatore³.

Proprio a tali fini Irti proponeva l'abrogazione del co. 3 dell'art. 41 Cost. che, come noto, prevede la possibilità che la legge disponga programmi e controlli sull'attività economica pubblica e privata⁴. Tale sug-

* Il presente lavoro è stato svolto nell'ambito del PRIN 2008TRXFR su "La crisi dei mercati finanziari"

¹ IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*⁴, Roma-Bari, 2001. A sua volta, LIBONATI, *Intervento*, in *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1999, p. 103 ss., precisa che il mercato deve essere libero dal Governo non dalla legge.

² IRTI, *L'ordine*, cit., p. 101 s. (ma v. anche 114), argomenta: «il diritto del mercato avrebbe il più alto grado di spazialità e il più basso grado di politicità, il più vasto campo di applicazione e la più limitata base di consenso democratico».

³ IRTI, *L'ordine*, cit., p. 32 e 58. Tuttavia, i consumatori non sono sufficientemente organizzati al fine di tutelare i propri interessi.

⁴ Secondo IRTI il difetto dell'art. 41 Cost. sta nel fatto che da esso non si deduce «né il principio di concorrenza né l'economia di mercato» (*L'ordine*, cit., p. 94).

gerimento ha ispirato la proposta di riforma costituzionale lanciata dal ministro Tremonti e poi fatta propria dalla lettera di intenti del Governo italiano alla UE (26 ottobre 2011). Il Governo, per bocca del ministro dell'Economia, aveva messo in cantiere, non solo, la rivisitazione dell'art. 41 Cost. attraverso la soppressione dei co. 2 e 3, ma si era anche ripromesso una liberalizzazione a tutto campo a partire dal mercato del lavoro. Visto dal punto di vista dei partner europei, l'interesse sembra piuttosto rivolto ad altra riforma costituzionale: quella intesa ad introdurre la regola del pareggio del bilancio statale. Difatti, proprio quest'ultima proposta ha seguito un rapida corsia preferenziale ed è stata approvata subito dopo l'insediamento del successivo Governo Monti.

In ogni caso, nella lettera di intenti del 26 ottobre, si legge che è stato presentato “un disegno di legge (la cui approvazione è in corso proprio in questi giorni presso la Camera dei deputati) di riforma degli articoli della costituzione relativi alla libertà di iniziativa economica e alla tutela della concorrenza, nonché alla riforma della pubblica amministrazione in funzione della valorizzazione dell'efficienza e del merito”. Si tratta, per la precisione, della Proposta di legge costituzionale n. 3967 della Camera dei deputati, che riformula l'art. 41 Cost. nei termini seguenti: “L'iniziativa economica privata è libera e deve svolgersi in condizioni di concorrenza. Chi la intraprende ne è esclusivo responsabile”.

In definitiva, poiché i co. 2 e 3 dell'art. 41 Cost. sono (insieme ai successivi artt. 42 e 43) norme fondanti del *welfare state*⁵, la Proposta rischia di tradursi nella soppressione del *welfare*, almeno nell'accezione nota all'esperienza italiana così come storicamente si è sviluppata nel secondo dopoguerra.

D'altronde, benché non si possano “festeggiare”, come dall'altra parte dell'Atlantico, trenta e più anni di sostanziale deregolamentazione, non vi è dubbio che anche in Europa ha avuto grande successo la filosofia neoliberista che vorrebbe che tutto sia lasciato al mercato, accettando al più un approccio di vigilanza non intrusivo (*light touch regulation*⁶) me-

⁵ GRAZIANI, MINERVINI e BELVISO, *Manuale di diritto commerciale*¹⁴, Padova, 2011, p. 11 s., sulla scorta di BELVISO, *Il concetto di «iniziativa economica privata» nella Costituzione*, in *Riv. dir. civ.*, 1961, I, p. 149 ss.

⁶ L'espressione è diffusa in UK, benché non adoperata dal legislatore di quel paese, ma esprime bene un approccio ben più diffuso. Tra i tanti, cfr. MACNEIL, *The Trajectory of Regulatory reform in the UK in the Wake of Financial Crisis*, in *European Business Organization LR*, 2010, p. 497 ss.; TOMASIC, *Beyond “Light Touch” Regulation of British*

glio se sostanzialmente attento alle scelte strategiche degli stessi soggetti controllati. Ma la deregolamentazione ha fallito proprio perché si fonda sulle regole che gli stessi amministrati si danno.

2. Un passaggio del ragionamento di Irti particolarmente importante è quello relativo alle cc. dd. Autorità indipendenti⁷. Dice Irti: “di fronte all’offensiva della neutralità, la politica e le istanze statali si fanno caute e guardinghe. Una sorta di reciproca dissimulazione (‘dissimulazione onesta’, diremmo col secentesco Accetto), onde, l’ideologia dell’economicismo, e degli affari lasciati a se stessi, si veste di neutralità tecnica e invoca le ‘naturali’ leggi del mercato; mentre le istanze statali si celano in nuove forme, più discrete e accettabili. Nascono così e si moltiplicano nei diversi campi dell’economia le ‘autorità indipendenti’ ”⁸.

La mistificazione è data dal fatto che le Autorità hanno il carattere e i poteri dello Stato ma non la responsabilità, vuoi quella politica in quanto esse sono caratterizzate da un assoluto deficit di rappresentatività, vuoi quella giuridica in quanto spesso i cittadini non possono ricorrere al giudice contro gli atti o (soprattutto) le omissioni di tali autorità in quanto i provvedimenti di queste ultime sono diretti ai soggetti controllati (vale a dire alle imprese)⁹.

Draghi, commentando le posizioni di Irti, dissente specificamente su tale punto. Egli infatti, da un lato, conviene che le autorità indipendenti sono parte dell’amministrazione dello Stato di cui, dunque, condividono la natura autoritativa e di preminenza rispetto alle imprese private; ma, d’altro lato, aggiunge che le autorità indipendenti possono fare un salto di qualità qualora siano attribuiti “i poteri di amministrazione in materia economica, pure in presenza dei necessari controlli, a organismi che siano espressione degli stessi interessi da amministrare”¹⁰. In altre

Banks after The Financial Crisis, in *The Future of Financial Regulation*, a cura di MacNeil e O’Brien, Oxford e Portland, Oregon, 2010, p. 103 ss.

⁷ Fra i sostenitori del potere neutro delle Autorità indipendenti cfr. MANETTI, *Le autorità indipendenti*, Roma-Bari, 2007; si vedano anche i saggi contenuti nel volume D’ALBERTI e PAJNO, a cura di, *Arbitri dei mercati. Le Autorità indipendenti e l’economia*, Bologna, 2010, p. 156 ss.

⁸ IRTI, *L’ordine*, cit., p. 35 s.; v. anche ARORA, *The Global Financial Crisis: A New Global Regulatory Order?*, in *Journal of Banking Law*, 2010, p. 690.

⁹ V. più in generale LALLI, *Indipendenza e controllo giurisdizionale*, in *Arbitri*, cit., p. 156 ss.

¹⁰ DRAGHI, *Intervento*, in *Il dibattito*, cit., p. 92 s.

parole Draghi ritiene che si debba fare affidamento sull'autoregolamentazione. Non so se l'opinione di quest'ultimo sia rimasta immutata, certo sarebbe interessante conoscerla ora che ha assunto la responsabilità di presidente della Banca centrale europea e in ragione del fatto che l'autoregolamentazione è messa sul banco degli imputati quale concausa nella determinazione della crisi economica.

3. Il problema delle autorità indipendenti si pone in maniera amplificata a livello internazionale ¹¹. È noto che i rappresentanti delle autorità che vigilano sui sistemi bancari e finanziari internazionali (Comitato di Basilea, che raccoglie i vertici delle Banche centrali, e IOSCO, che raccoglie i vertici delle Autorità di controllo dei mercati finanziari ¹²) si riuniscono periodicamente ed elaborano quelle regole che sono alla base della vigilanza creditizia e finanziaria in pratica in tutti i paesi, vuoi perché tali regole sono poi tradotte in norme interne in quei paesi che adottano gli standard internazionali in tali sedi elaborati, vuoi perché, (nei paesi che non riconoscono l'autorevolezza di tali Comitati) sono le grandi imprese, che operano sui mercati finanziari internazionali, ad adottare spontaneamente tali standard ¹³.

Ebbene a livello politico tali Comitati non rispondono a nessuno, men che mai si può dire che rispondano giuridicamente ai governi nazionali, eppure le loro raccomandazioni costituiscono la base di leggi, direttive, regolamenti in ragione del fatto che il mercato chiede regole uniformi a livello internazionale.

La dottrina ha bene evidenziato il deficit di rappresentatività politica ¹⁴, particolarmente marcato per quei paesi che a livello internazionale o non partecipano a tali Comitati (sia pure attraverso i rappresentanti delle loro Autorità di settore) o sono sulla scena politica internazionale meno forti ¹⁵.

¹¹ Cfr. ARORA, *The Global*, cit., p. 670 ss.

¹² V. ARORA, *The Global*, cit., p. 679.

¹³ Per un panorama completo, cfr. SLAUGHTER, *A New World Order*, Princeton, 2004. Adde WYMEERSCH, *Europe's New Financial Regulatory Bodies*, in *European Business Organization LR*, 2011, p. 5; LEON, *La Reestructuración de las Cajas de Ahorros en la crisis del Sistema Financiero Español*, in corso di pubblicazione in *Dir. banc.*, 2012, I.

¹⁴ Su cui, comunque, cfr. ARORA, *The Global*, cit., p. 691 ss.

¹⁵ FERRAN e ALEXANDER, *Can Soft Law Bodies be Effective? Soft Systemic Risk Oversight Bodies and the Special Case of the European Systemic Risk Board*, in Univ. of Cambridge, *Legal Studies Research*, paper n. 36/2011, <http://ssrn.com/abstract=1676140>, accesso del 10 gennaio 2012, p. 2 s. Questi due autori si soffermano, in particolare sul *Financial Stability Board*, succeduto per decisione del G20 al *Financial Stability Forum*, che vede

La dottrina ha anche sottolineato i pericoli di cattura dei regolatori da parte degli operatori più forti sui mercati internazionali; il risultato può essere anche l'inefficienza degli standard di volta in volta proposti: si consideri, da un lato, le critiche alle regole di Basilea II e III in ordine alla loro pro-ciclicità¹⁶ con la conseguente inadeguatezza a contrastare le crisi finanziarie; dall'altro, e ancora più clamorosamente, il fatto che lo IOSCO aveva provveduto (nel 2004, rivisto nel 2008) ad elaborare un *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*¹⁷, che però si è rivelato del tutto inidoneo a prevenire il coinvolgimento di queste ultime in alcuni loschi affari relativi alla creazione di strumenti finanziari spazzatura.

4. Nonostante ciò, dall'una e dall'altra parte dell'Atlantico, la prima reazione dei legislatori alla crisi economico-finanziaria è stata una copiosa messe di nuovi regolatori¹⁸. Occorre chiedersi se la risposta sia adeguata, posto che secondo alcuni studi una delle cause della crisi è proprio il fallimento dei regolatori¹⁹, vuoi nella veste pubblica di Agenzie indipendenti, vuoi nella veste privata di Organizzazioni di categoria per l'autoregolazione.

I maggiori imputati sono proprio queste ultime. Così come dopo la crisi del '29 la *laissez faire* cadde rapidamente in disgrazia, oggi non a caso l'autoregolamentazione dei mercati sembra essere stata messa da parte²⁰. I regolatori pubblici, dal canto loro, investiti da nuovi compiti

la partecipazione delle Banche centrali, Autorità di regolazione e supervisione e, questa volta, anche dei ministri delle finanze. Sembrerebbe, dunque, assicurato un minimo di rappresentanza politica, salvo che tale rappresentanza è quella dei paesi del G20, con pregiudizio di tutti gli altri. Ma da altri si auspicano misure più significative proprio da parte di tali Comitati internazionali, cfr. MACNEAL, *The Trajectory*, cit., p. 523.

¹⁶ V. DAVIES, *The Financial Crisis*, Cambridge, 2010, p. 42 ss.; ALEXANDER, *The Banking Crisis: Regulation and Supervision*, in *The Future*, cit., p. 438; PERSAUD, *Macro-Prudential Regulation*, in *ibid.*, p. 448 s.; BOCCUZZI, *Towards a new framework for banking crisis management. The international debate and the italian model*, in *Quad. Ric. Giuridica*, Roma, Ottobre 2011, p. 27.

¹⁷ Cfr. MACNEAL, *The Trajectory*, cit., p. 504 ss.

¹⁸ GORTON e METRICK, *Regulating the Shadow Banking System*, in <http://ssrn.com/abstract=1676947>, accesso del 10 dicembre 2011; WALKER, *The Global Credit Crisis and Regulatory Reform*, in *The Future*, cit., p. 202 s.

¹⁹ In ordine alle varie e complesse cause economiche v. DAVIES, *The Financial*, cit., p. 35 ss.

²⁰ V. IRELAND, *The Financial Crisis: Regulatory Failure or Systems Failure?*, in *The Future*, cit., p. 93 ss.

chiedono più risorse e nell'immediato nessuno sembra negarle²¹, ma è facile prevedere che appena tali risorse appariranno pesare eccessivamente sui bilanci pubblici esse verranno nuovamente ridotte²².

D'altra parte alle Autorità si fa carico di notevoli aspettative, rispetto alle quali le risorse finiscono per non essere mai sufficienti, sicché esse devono mettere per così dire le mani avanti e circoscrivere il proprio raggio di azione e con esso la responsabilità²³. Oppure, saranno nuovamente costrette, per ridurre i costi della regolazione, a delegare compiti di controllo ad organismi di autoregolazione e ai c.d. *gatekeepers*²⁴. Si cade con ciò in una sorte di infinito circolo vizioso.

Secondo una studiosa americana, la Omarova, da tale *impasse* si può uscire promuovendo una *selfregulation* diversa²⁵. La strada, d'altra parte, parrebbe obbligata, posto che solo la *selfregulation* supera i limiti territoriali della regolazione nazionale e, conseguentemente, evita il fenomeno dell'arbitraggio regolamentare, posto che, inoltre, favorisce gli effetti benefici dell'innovazione finanziaria²⁶. Omarova

²¹ Cfr. PAN, *Understanding, Financial Regulation*, in *Cardozo Working Paper*, n. 329, Aprile 2011, p. 34 ss.; il medesimo a. (a p. 4) afferma: «Across Europe and the United States, national leaders have called for stronger regulation of the financial markets». V. anche DE BENEDETTO, *Indipendenza e risorse delle Autorità indipendenti*, in *Arbitri*, cit., p. 184 ss.

²² In Italia, ad esempio, la legge di stabilizzazione finanziaria (l. 122/2010) e la c.d. legge Salva Italia (art. 23, d.l. 201/2011, conv. in l. 214/2011) hanno imposto sacrifici, molto puntuali, alle autorità indipendenti di fatto ponendone in discussione l'autonomia e diminuendo l'efficacia dell'azione di vigilanza. Cfr. MERUSI e PASSARO, *Le autorità indipendenti*², Bologna, 2011, p. 84 s. Sul punto, prescindendo dall'esperienza italiana, cfr. anche WILMARTH, *The Dodd-Frank Act: A Flawed and Inadequate Response to the Too-Big-to-Fail Problem*, in *Oregon LR*, 89, 2011, p. 956.

²³ Valga ancora un esempio italiano: il 22 dicembre 2011 la Banca d'Italia ha avvertito che «riceve moltissimi quesiti che riguardano l'interpretazione e l'applicazione della normativa del settore bancario e finanziario» ma che essa non può fornire una guida a tutto tondo, agli operatori per «interpretare e applicare le norme nel modo corretto» e al pubblico le «risposte sulla normativa»; l'aiuto della Banca sarà, pertanto, circoscritto alle «disposizioni in vigore che essa stessa ha emanato o delle quali è competente ad assicurare l'osservanza».

²⁴ Cfr. PAN, *Understanding*, cit., p. 34 ss.

²⁵ Cfr. OMAROVA, *Wall Street as a Community of Fate: Toward Financial Industry Self-Regulation*, in *Univ. of Pennsylvania LR*, 2011, p. 411 ss.; ma v. anche SCHWARCZ, *Financial Industry Self-Regulation: Aspiration and Reality*, in *Univ. of Pennsylvania LR*, 2011, p. 293 ss.; critico ZARING, *Fateful Bankers*, in *Univ. of Pennsylvania LR*, 2011, p. 303 ss.; SAMPFORD, *Adam Smith's Dinner*, in *The Future*, cit., p. 23 ss.

²⁶ Sui punti di forza e di debolezza dell'auto-regolamentazione e, rispettivamente, dell'etero-regolamentazione cfr. PAN, *Understanding*, cit., p. 22 ss.

sostiene che le imprese private siano meglio equipaggiate per monitorare e trattare i propri rischi su scala globale, sia perché sono in grado di ricevere per tempo le informazioni dal sistema, sia perché possono prevenire i rischi sistemici al di là delle giurisdizioni nazionali ²⁷. Ciò che manca al fine di una maggiore efficacia dell'autoregolamentazione, continua l'autrice, è il senso della "Community of Fate" vale a dire una effettiva unità di intenti del tipo di quella che si è sviluppata, sono gli esempi di Omarova, nell'industria nucleare e nell'industria chimica a livello di standard di sicurezza. Tali industrie sono consapevoli di doversi dare regole autolimitative e di doverne controllare la messa in opera per evitare che le loro attività siano del tutto vietate; si tratta, in altre parole, di rendere tali imprese esplicitamente responsabili in ordine agli effetti economici e sociali della loro attività ²⁸. Gli esempi su cui poggiano le argomentazioni della studiosa non sono del tutto felici; infatti, il recente incidente nucleare giapponese fa dubitare dell'efficacia degli standard e, soprattutto, del loro rispetto da parte dei gestori degli impianti.

In verità anche nella proposta della Omarova si aggiunge che, per essere effettiva, l'autoregolamentazione deve avvalersi, pur sempre, della forza coercitiva dell'autorità pubblica ²⁹; sicché per tale via viene meno uno dei vantaggi inizialmente prospettati: quello di superare il limite delle giurisdizioni nazionali.

La studiosa americana propone, infine, una sorta di ritorno all'antico ³⁰ vale a dire di distinguere le istituzioni creditizie tradizionali (a cui sarebbe consentito raccogliere depositi), che dovrebbero continuare a godere della tutela pubblicistica, rispetto a istituzioni, che trattano prodotti derivati o complessi, alle quali nessuna "protezione" pubblica

²⁷ Cfr. OMAROVA, *Wall Street*, cit., p. 417 ss.; ivi ulteriori riferimenti teorici. Adde DAVIES, *The Financial*, cit., p. 100 ss.

²⁸ Cfr. OMAROVA, *Wall Street*, cit., p. 419.

²⁹ "A 'pure' form of self-regulation without any government presence or intervention is not realistic and is not commonly encountered in practice (...). However, the government's ability to enforce privately made rules and, if necessary, to step in and impose rules directly is critical. To be successful, most self-regulatory systems have to operate 'in the shadows of the law' ", così OMAROVA, *Wall Street*, cit., p. 445 ss.; adde SCHWARCZ, *Financial*, cit., p. 296.

³⁰ Infatti, ZARING, *Fateful*, cit., p. 309 esplicitamente afferma che la proposta di Omarova ha quale preconditione il ritorno all'approccio contenuto nel Glass-Steagall Act.

dovrebbe essere offerta ³¹. Proprio quest'ultima scelta spingerebbe la seconda categoria ad una autoregolazione efficiente ³².

È facile obiettare a tale ultimo argomento che non è possibile sostenere da un lato che la regolamentazione pubblica è fallita in ragione del fenomeno della cattura dei regolatori ³³ e, poi, ritenere che sia sufficiente l'autoregolazione, laddove è evidente che proprio in tale prospettiva il rischio di cattura dei regolatori è massimo ³⁴.

In verità tale rischio non manca anche a proposito dei regolatori pubblici. Si è sostenuto, infatti, che anche questi ultimi finiscono per proteggere proprio gli interessi dei soggetti regolati ³⁵. Le ragioni di tale fenomeno sembrano dipendere da: 1) il clima culturale favorevole alla deregolamentazione condiviso dall'accademia e dalle stesse autorità di vigilanza; 2) lo scambio di personale al vertice sia delle autorità sia delle imprese private ³⁶; 3) il fatto che le imprese private contribuiscono, in modo significativo, all'attivo di bilancio delle autorità ³⁷.

Non tutte tali ragioni giocano lo stesso ruolo dappertutto. Valga una breve considerazione per l'Italia: certamente anche da noi il clima culturale è profondamente mutato, se non altro per riflesso di quanto accade nell'ordinamento europeo. Quanto allo scambio di personale di vertice, il fenomeno, certamente presente ³⁸, gioca un ruolo minore rispetto al caso degli US e dell'UK. Da noi, mi sembra che il problema – non meno gravido di rischi – sia piuttosto quello del passaggio da incarichi politici

³¹ OMAROVA, *Wall Street*, cit., p. 474 ss.

³² OMAROVA, *Wall Street*, cit., p. 455. GORDON e MULLER (*Confronting Financial Crisis: Dodd-Frank's Dangers and the Case for Systemic Emergency Insurance Fund*, in *Yale J. on Reg.*, 2011, p. 151 ss.) e SCHWARCZ (*Financial*, cit., p. 296) più realisticamente propendono per la creazione obbligatoria di un fondo rischi sistemici a carico di tale seconda categoria di operatori.

³³ OMAROVA, *Wall Street*, cit., p. 463 ss.

³⁴ In tal senso cfr. ZARING, *Fateful*, cit., p. 308 s.

³⁵ Cfr. MACEY, *The Myth of "Regulation": The Interest Group Dynamics of Regulatory Changes in the Financial Services Industry*, in *Wash. & Lee L. Rev.*, 1988, p. 1277 ss.; GEORGOSOULI, *Regulatory Interpretation: Conversational or Constructive*, in *Oxford J. Legal Stud.*, 2009, p. 361 ss.

³⁶ Cfr. LANGEVOORT, *The SEC as Lawmaker: Choices about Investor Protection in the Face of Uncertainty*, in *Wash. U.L. Rev.*, 2006, p. 1598 ss.

³⁷ Cfr. JOHNSON e KWAK, *The Wall Street Takeover and the next Financial Meltdown*, in *Bankers*, 13, pp. 82 ss., 118 ss., 133 ss.; IGAN ed altri, *A Fistful of Dollars: Lobbying and the Financial Crisis*, in *International Monetary Fund, Working Paper*, n. 09/287, 2009.

³⁸ Si pensi alle esperienze curriculari dell'ex Governatore Draghi nel mondo della finanza privata.

alle autorità di regolazione e viceversa ³⁹. Anche per quanto riguarda i finanziamenti ci sono alcune peculiarità italiane: il bilancio di Banca d'Italia è ampiamente autosufficiente ⁴⁰, mentre quello di Consob, pur essendo autosufficiente, dipende in larga misura dai contributi versati dai controllati quali corrispettivi dei servizi ⁴¹.

5. Si diceva che, secondo un'impostazione accreditata, per rimediare al deficit di rappresentatività politica delle Autorità di regolazione, si debba fare ricorso al principio che ne stabilisce l'indipendenza e la neutralità ⁴².

In Europa il principio è persino garantito dai Trattati ⁴³: tanto vale in particolare per la Banca centrale europea che l'art. 130 Tratt. UE (già 108 Tratt. CE) dichiara indipendente sia dalla Commissione sia dai governi nazionali ⁴⁴. Ma basta leggere le cronache recenti per rendersi conto che si tratta di un mito effimero: Bini Smaghi, consigliere della BCE è stato oggetto di un ultimatum del presidente francese Sarkozy, e alla fine ha ceduto in barba all'art. 130 del Tratt. UE. Ma paesi importanti come la

³⁹ Nella prima direzione sono numerosi gli esempi fra i commissari della Consob, per quanto riguarda Banca d'Italia basti pensare alla recente battaglia per la poltrona di Governatore che ha visto, di misura, prevalere un elemento interno all'autorità quale l'attuale Governatore su alternative più squisitamente politiche. Quanto al passaggio dal governo delle Autorità a quello politico sono emblematici i casi di Ciampi e di Dini.

⁴⁰ A titolo di esempio, nel conto economico della Banca d'Italia per il 2010, le maggiori voci dell'attivo sono costituite da interessi attivi su operazioni di mercato e su somme rivenienti dalla BCE quale compartecipazione proporzionale alla partecipazione di Banca d'Italia al capitale di quest'ultima. Significativa è anche la voce relativa agli interessi su attività finanziarie nelle quali sono state investite le riserve, gli accantonamenti e i fondi speciali della Banca centrale.

⁴¹ Cfr. MERUSI e PASSARO, *Le autorità*, cit., p. 82.

⁴² V. *supra* nt. 7.

⁴³ D'ALBERTI, *Il valore dell'indipendenza*, in *Arbitri*, cit., p. 25, pone ulteriormente in evidenza che l'«Unione europea impone o favorisce l'indipendenza delle Autorità nazionali».

⁴⁴ L'art. 130 del Trattato, infatti, recita: «Nell'esercizio dei poteri e nell'assolvimento dei compiti e dei doveri loro attribuiti dai trattati e dallo statuto del SEBC e della BCE, né la Banca centrale europea né una banca centrale nazionale né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni, dagli organi o dagli organismi dell'Unione, dai governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni, gli organi e gli organismi dell'Unione nonché i governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali nell'assolvimento dei loro compiti».

Francia non possono tollerare che nel *board* siedano contemporaneamente due italiani e nessun francese, evidentemente perché non si crede che i consiglieri siano effettivamente indipendenti dagli interessi dei rispettivi paesi di origine.

Il mito dell'indipendenza si generalizza in virtù delle recenti scelte dell'ordinamento europeo, ma continua ad avere i piedi di argilla. La creazione di Agenzie europee in tutti i settori finanziari fanno mostra di basarsi ancora una volta sull'indipendenza delle stesse⁴⁵; nei Regolamenti, infatti, si legge che il presidente ed i membri "agiscono in piena indipendenza ed obiettività nell'interesse esclusivo dell'Unione nel suo insieme, senza chiedere né ricevere istruzioni da parte di istituzioni o organi dell'Unione, dai governi degli stati membri o da altri soggetti pubblici o privati" (v. gli artt. 42 dei regolamenti citati *infra sub* nn. 2, 3 e 4; v. anche l'art. 7 del regolamento citato *infra sub* 1).

Peccato che l'attenta alchimia di distribuzione delle sedi e delle poltrone smentisca l'assunto di partenza:

lo ESRB (*European Systemic Risk Board*) è stato istituito con Reg. n. 1092/2010⁴⁶ e ha sede a Francoforte in ragione della forte connessione con la Banca Centrale Europea, il cui presidente e vicepresidente, infatti, fanno parte del Consiglio dell'ESRB e, inoltre, la BCE funge anche da Segretariato della nuova Agenzia, vale a dire ne svolge l'attività di gestione quotidiana e ordinaria⁴⁷;

l'EBA (*European Banking Authority*) è stata istituita con Reg. n. 1093/2010 ha sede a Londra ed ha per presidente un italiano;

l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) è stata istituita con Reg. n. 1095/2010, ha sede a Parigi ed ha per presidente un olandese;

l'EIOPA (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*) è stata istituita con Reg. n. 1094/2010, ha sede a Francoforte ed ha per presidente un portoghese⁴⁸.

⁴⁵FERRAN e ALEXANDER, *Can Soft Law*, cit., in particolare p. 20 ss.; ARORA *The Global*, cit., p. 683 ss.; D'AMBROSIO, *Le Autorità di vigilanza finanziaria dell'Unione*, in *Dir. banc.*, 2011, II, p. 126 ss.

⁴⁶Lo ESRB ha il compito di emettere raccomandazioni e avvisi, ma in definitiva non gode di poteri autoritativi, esso inoltre partecipa al procedimento inteso a dichiarare quando si versi in una "situazione di emergenza".

⁴⁷FERRAN e ALEXANDER, *Can Soft Law*, cit., p. 23 ss.

⁴⁸Le Autorità citate sub 2, 3 e 4, nel loro insieme, sono denominate ESA (*European Supervisory Authorities*) con tale acronimo mi riferirò ad esse di qui in avanti.

In definitiva gli Stati forti si accaparrano la sede e spesso pretendono che il presidente sia a loro gradito.

6. È opportuno, a questo punto, descrivere schematicamente l'articolazione del Sistema europeo di vigilanza finanziaria: esso si compone, da un lato dell'ESRB con funzioni di vigilanza macroeconomica ⁴⁹, mentre dal punto di vista micro la vigilanza, affidata alle tre ESA ⁵⁰, si dipana nei sottosistemi bancario, del mercato finanziario e dei fondi pensione/assicurativo ⁵¹.

I relativi Regolamenti sono redatti, per scelta deliberata, tutti esattamente negli stessi termini, salvo piccole differenze: si è già detto, ad es., dell'indicazione della sede diversa per ciascuna Autorità. Essi, per altro, fanno ampio rinvio a norme tutte da costruire. È rilevante che, fra le tre Autorità, l'ESMA è titolare esclusiva dei poteri di controllo nei confronti delle Agenzie di *rating* ⁵².

Il numero delle "nuove" norme, benché decisamente ridotto rispetto a quanto accade negli US ⁵³, è destinato a dilatarsi enormemente, posto che le ESA si devono coordinare con le rispettive Autorità dei ventisette stati dell'Unione, in un gioco di specchi davvero articolato.

Pertanto non può stupire che la maggior parte delle disposizioni siano dedicate alle procedure, nel rispetto della complessa costituzione materiale dell'Unione europea ⁵⁴. Le ESA sono fortemente limitate dal

⁴⁹ Secondo il considerando 10) del Reg. n. 1092/2010/UE, compito dell'ESRB «dovrebbe essere quello di monitorare e di valutare in tempi normali il rischio sistemico al fine di mitigare l'esposizione del sistema al rischio di fallimento delle componenti sistemiche e di aumentare la resilienza del sistema finanziario agli shock».

⁵⁰ V. *supra* nt. 48.

⁵¹ Cfr. ARORA, *The Global*, cit., p. 684 ss.

⁵² WYMEERSCH, *Europe's*, cit., p. 3; BRESCIA MORRA, *Le linee evolutive della disciplina dei controlli pubblici sulla finanza dopo la crisi recente, in L'ordinamento finanziario italiano*², a cura di Capriglione, Padova, 2010, p. 365; BOCCUZZI, *Towards*, cit., p. 134 ss.; MACNEIL, *The Trajectory*, cit., p. 492.

⁵³ V. par. successivo.

⁵⁴ WYMEERSCH, *Europe's*, cit., p. 8, così sintetizza i principali campi di azione delle nuove Autorità europee: «1. rulemaking; 2. implementation of EU law; 3. emergency powers; 4. conflict resolution; 5. restricting certain financial products». Cfr. anche D'AMBROSIO, *Le Autorità*, cit., p. 109 ss.; KOST DE SEVRES e SASSO, *The New European Financial Markets Legal Framework: A real improvement? An analysis of Financial Law and Governance in European Capital Markets from a micro and macro economic perspective*, in <http://ssrn.com/abstract=1855636>, accesso del 7 gennaio 2012, p. 8 ss. KULL, *Legal implications of the establishment of the European Securities and Markets Authority*, in <http://ssrn.com/>

Trattato dell'Unione europea: in particolare esse non godono delle facoltà di produrre norme, sia pure secondarie, in quanto affinché ciò accada sarebbe necessaria una specifica disposizione del Trattato UE ⁵⁵, che ovviamente allo stato manca.

Sicché le ESA, ai sensi degli articoli 8, par. 2, dei Regolamenti, possono, essenzialmente, elaborare progetti, esprimere pareri, formulare raccomandazioni, raccogliere dati. I progetti divengono, in particolare, efficaci solo attraverso una decisione formale della Commissione.

Compito precipuo delle ESA è quello di verificare che le regole comunitarie siano effettivamente applicate nei diversi stati membri e di sollecitare le Autorità nazionali alla corretta applicazione delle stesse. Ma qualora tali Autorità si mostrino sorde all'adeguamento, non possono intervenire direttamente ma solo sollecitare l'intervento della Commissione, la quale, a sua volta, può comminare sanzioni ai relativi stati. Il sistema come è evidente è farraginoso e dà luogo ad un risultato paradossale: quello di addebitare allo stato l'inadempimento della relativa Autorità di cui tuttavia l'ordinamento europeo e quello statale pure predicano l'indipendenza ⁵⁶. Anche qui, dunque, il concetto di indipendenza mostra la corda.

I limiti dei poteri delle ESA sono evidenti e la letteratura che si è trattenuta su di essi è già ampia ⁵⁷. Preme, piuttosto, porre in evidenza che nei Regolamenti affiorano alcune "forzature" di tali limiti scaturite dalla volontà di avere strumenti più efficaci per contrastare la crisi in cui ci dibattiamo. Le "forzature" riguardano soprattutto: 1) gli interventi in situazione di emergenza (art. 18 dei Regolamenti); 2) il trattamento degli intermediari *systematically important* (artt. 23 ss. dei Regolamenti); 3) la delega di compiti e responsabilità da parte delle corrispondenti autorità nazionali (art. 28 dei Regolamenti); 4) proibizione o limiti (temporanei) alle attività pericolose (art. 9, par. 5, dei Regolamenti).

1) Le situazioni di emergenza devono essere dichiarate dal Consi-

abstract=1948071, accesso del 7 gennaio 2012, p. 5 ss.; FAHEY, *Does the Emperor have Financial Crisis Clothes? Reflections on the Legal Basis of the European Banking Authority*, in <http://ssrn.com/abstract=1715524>, accesso del 7 gennaio 2012, p. 1 ss.

⁵⁵ Questo è, infatti, l'auspicio della dottrina WYMEERSCH, *Europe's*, cit., p. 8, il quale in alternativa auspica anche il superamento della c.d. dottrina Meroni, vale a dire della risulante interpretazione rigida del Trattato nell'opinione della Corte di Giustizia, v. appunto il Caso *Meroni*. Casi 9 e 10/56. ECR 11-48, 53-86. ECJ 1958.

⁵⁶ D'ALBERTI, *Il valore*, loc. cit.

⁵⁷ V. *supra* i riferimenti nt. 54.

glio dei ministri che attiva con ciò i poteri “speciali” delle ESA, ma il Consiglio può essere a sua volta sollecitato a tal fine da parte delle ESA o dell’ESRB⁵⁸. Una volta dichiarata la situazione di emergenza, le ESA possono anche “adottare decisioni individuali per chiedere alle autorità competenti di prendere le misure necessarie conformemente alla normativa” emergenziale e per assicurare che le imprese dei rispettivi mercati “rispettino gli obblighi fissati in tale normativa” (art. 18, par. 3). È evidente che si tratta di poteri effettivi delle ESA che non trovano un preciso fondamento né nel Trattato né nelle direttive, ciò spiega perché la loro attribuzione sia circondata da cautele e formule di rito: “in casi eccezionali se è necessaria un’azione coordinata delle autorità nazionali per rispondere a sviluppi negativi che possano seriamente compromettere il regolare funzionamento e l’integrità dei mercati finanziari o la stabilità generale o parziale del sistema finanziario nell’Unione...”.

2) L’art. 23, par. 1, a sua volta, dispone che le imprese *too big too fail* o comunque “che potrebbero comportare un rischio sistemico sono soggett[e] a una vigilanza rafforzata”. Le ESA, ove necessario, intervengono coercitivamente nei confronti di queste ultime, contribuendo e partecipando “attivamente a elaborare e coordinare efficaci e coerenti piani di risanamento e di risoluzione delle crisi, procedure in situazioni di emergenza e misure preventive per ridurre al minimo l’impatto sistemico di un eventuale fallimento” (art. 25).

3) Le autorità nazionali possono, invece, delegare propri compiti e responsabilità alle ESA, con il consenso delle stesse (art. 28, par. 1). Ciò è pienamente conforme alla dottrina Meroni⁵⁹, ma contribuirà ad accrescere i poteri effettivi delle nuove Autorità.

4) Le ESA possono “proibire o limitare temporaneamente talune attività finanziarie che mettono a repentaglio il corretto funzionamento e l’integrità dei mercati finanziari o la stabilità generale o parziale del sistema finanziario dell’Unione nei casi e alle condizioni specificati negli atti legislativi di cui all’articolo 1, paragrafo 2, oppure, se così richiesto, in caso di necessità dovuta a situazioni di emergenza” (art. 9, par. 5). Anche in tale caso si tratta di un potere compatibile con la dottrina Meroni in quanto conforme con numerose disposizioni esplicitamente richiamate ed elencate nell’art. 1, par. 2.

⁵⁸ Cfr. KULL, *Legal*, cit., p. 36 ss.; WYMEERSCH, *Europe’s*, cit., p. 3; con specifico riferimento all’ESMA, cfr. KOST DE SEVRES e SASSO, *The New European*, cit., p. 19 s.

⁵⁹ V. *supra* nt. 54.

Penso sia facile profetizzare che il processo di travaso di poteri diretti dalle Autorità nazionali alle ESA sarà destinato, nel medio tempo, a svilupparsi ampiamente. Questo riproporrà a livello europeo due problemi che già affliggono le Autorità indipendenti nazionali quelli: 1) dell'ampia discrezionalità di cui godono nell'esercizio dei poteri; 2) dell'eterogeneità dei fini che reggono l'azione delle autorità. I due temi sono evidentemente connessi.

La discrezionalità dipende dal fatto che le norme dei Regolamenti si fermano all'indicazione di principi generali, se non generici, con l'effetto di amministrativizzazione delle regole di vigilanza. Basti dare una rapida lettura all'art. 1 dei Regolamenti, che dispone in ordine all'ambito di intervento delle ESA. La lett. b), ad. es., pone gli obiettivi dell'integrità, della trasparenza e dell'efficienza; mentre la successiva lett. e), dispone che si assicuri che il rischio di credito sia adeguatamente regolamentato; ancora, la lett. d) impone di "evitare distorsioni della concorrenza e l'arbitraggio regolamentare che derivano dall'applicazione di prassi di vigilanza diverse, perché si può mettere in pericolo la stabilità finanziaria"; la lett. f) prescrive di "aumentare la protezione dei consumatori" e... potrei ancora proseguire. Da un lato, l'elencazione di obiettivi così numerosi ne indebolisce la prescrittività. Dall'altro, tali formule, nella loro genericità, impediscono che le decisioni amministrative possano essere sindacate davanti al giudice "per l'alto tasso di discrezionalità tecnica" che presuppongono⁶⁰.

Si aggiunga a ciò l'eterogeneità dei fini e la mancanza di una scala di valori tra l'uno e l'altro. Non è chiaro, in caso di contrasto in concreto dei fini se, ad es., debba essere salvaguardata in modo primario la stabilità, l'efficienza o ancora l'interesse dei consumatori. Anche l'eterogeneità dei fini accresce la discrezionalità delle Autorità, in quanto consente a queste ultime di stabilire, autonomamente, quali siano gli obiettivi prioritari. È probabile, poi, che se si sviluppa un fenomeno di cattura dei regolatori⁶¹ siano sacrificati gli interessi più deboli: quelli dei consumatori, che da arbitri del mercato, come vorrebbe Irti⁶², ne diverrebbero vittime sacrificali.

⁶⁰ Cfr. MINERVINI, *La Banca d'Italia oggi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, I, p. 630; nel contesto americano, cfr. BAR-GILL e WARREN, *Making Credit Safer*, in *Univ. of Pennsylvania LR*, 2009, p. 90.

⁶¹ È presente nella letteratura recente l'affermazione che i regolatori sono enti esponenziali degli interessi complessivi degli intermediari controllati. Cfr. PAN, *Understanding*, p. 40.

⁶² IRTI, *L'ordine*, cit., pp. 32 e 58.

7. Negli US si è posto mano ad una complessa legge, Dodd-Frank *Wall Street Reform and Consumer Protection Act* del 21 luglio 2010, che conta più di 1.000 articoli nei quali si prevedono innumerevoli studi, consultazioni, scambi di informazioni e soprattutto l'istituzione di nuove Agenzie federali alle quali sarà rimessa la concreta elaborazione delle nuove regole del mercato ⁶³. Gli esperti prevedono enormi costi di gestione di questa complessa macchina, ma per il momento sembra più forte lo *shock* della crisi che la preoccupazione per i costi ⁶⁴.

Quanto alle soluzioni: anche dal Dodd-Frank Act emerge un'attenzione alle crisi sistemiche con particolare riguardo al monitoraggio delle istituzioni finanziarie maggiori, vale a dire le banche che hanno un attivo almeno pari a 50 miliardi di dollari ovvero alle istituzioni finanziarie, quali le *investment banks* e le *insurance holding companies* che siano *systematically important* secondo il giudizio del nuovo *Financial Stability Oversight Council* ⁶⁵. È una scelta volta a prevenire i rischi connessi alle imprese finanziarie in ragione del fatto che sono quelle che trasmettono i rischi a tutto il sistema.

La peculiarità sta nel fatto che la legge non richiede che le istituzioni finanziarie debbano essere qualificate *ex ante* quali *systematically important*, di conseguenza i commentatori hanno potuto osservare che: "if regulators want to take over a struggling bank, they can simply do so as long as they can say with a straight face that it is 'in default or in danger of default' and its default could have 'serious adverse effects' on stability" ⁶⁶.

In definitiva, da quanto esposto nel paragrafo precedente e nel presente, si può forse trarre una prima indicazione sul *trend* comune e di fondo degli interventi legislativi a livello internazionale: nel Dodd-Frank Act tutto, o quasi, è rinviato alle decisioni delle *Agencies* ⁶⁷, alla regolamentazione secondaria e agli organismi di autoregolamentazione; del pari in Europa, si è visto, i Regolamenti comunitari fanno ampio rinvio alla regolamentazione secondaria. Si aggiunga, inoltre, che altro punto

⁶³ Cfr. SKEEL, *The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and its (Unintended Consequences)*, *Univ. of Pennsylvania L. Sch.*, paper n. 10-21, ottobre 2010.

⁶⁴ Cfr. WILMARTH, *The Dodd-Frank*, cit., p. 1018.

⁶⁵ Cfr. SKEEL, *The New Financial*, cit., p. 5.

⁶⁶ Cfr. SKEEL, *The New Financial*, cit., p. 7. Adde WILMARTH, *The Dodd-Frank*, cit., pp. 954 e 993 ss.

⁶⁷ Cfr. WILMARTH, *The Dodd-Frank*, cit., p. 1012.

di forza comune alla legislazione statunitense ed europea è il rafforzamento del controllo sui rischi sistemici.

Invece, a me sembra che costituisca forte punto di divergenza l'attenzione che negli US si dedica alla tutela dei consumatori e che non si dedica, con altrettanta forza, in Europa.

Negli US il legislatore ha introdotto, mi limito ad alcuni esempi, una protezione rafforzata quando l'investitore abbia più di 62 anni; ha previsto che la SEC paghi premi alle persone che denunciano violazioni delle norme, a patto che la denuncia abbia quale conseguenza il successo in giudizio dell'*Authority* contro chi ha violato le norme (*section 922* del Dodd-Frank Act ⁶⁸) ⁶⁹. In Europa, invece, si punta sull'alfabetizzazione finanziaria (art. 9, lett. a) dei Regolamenti) e sul monitoraggio dell'innovazione finanziaria fino a giungere a "proibire o limitare talune attività finanziarie temporaneamente" ⁷⁰.

Ciò che fa la vera differenza, tuttavia, mi sembra sia la soluzione innovativa del governo Obama, vale a dire quella di affidare la protezione degli interessi dei consumatori ad un'Agenzia specifica (*Consumer Financial Protection Bureau*) ⁷¹, sulla base delle evidenze empiriche, emerse in particolare negli studi e nelle proposte di Oren Bar-Gill e Elisabeth Warren, secondo i quali vi è una stretta correlazione tra il grado di stabilità del sistema finanziario e il grado di protezione dei risparmiatori ⁷².

Infatti, se le Autorità di settore, come dimostra il c.d. fenomeno della cattura dei regolatori, sono enti esponenziali degli interessi complessivi degli intermediari controllati, allora la medesima Autorità non

⁶⁸ V. PAN, *Understanding*, cit., p. 32 ss.; ENGEL e MCCOY, *The Subprime Virus. Reckless Credit, Regulatory Failure, and Next Steps*, New York, 2011, p. 227 ss.

⁶⁹ Si veda anche la sec. 1411 del Dodd-Frank Act che impone ai prestatori di assicurarsi che i debitori abbiano la capacità di ripagare i debiti.

⁷⁰ V. par. precedente.

⁷¹ Cfr. SKEEL, *The New Financial*, cit., p. 12; ENGEL e MCCOY, *The Subprime Virus*, cit., p. 227; WILMARTH, *The Dodd-Frank*, cit., p. 1053. Per la precisione il *Bureau* è un'Agenzia indipendente all'interno del *Federal Reserve System*: v. ELOSTA, *Dynamic Federalism and Consumer Financial Protection: How the Dodd-Frank Act Changes the Preemption Debate*, in *North Carolina LR*, 2011, p. 1286. Anche in Gran Bretagna è stata istituita la *Consumer Protection and Markets Authority* (CPMA), con caratteristiche, tuttavia, diverse e direi "più tradizionali", cfr. FERRAN, *The Break-up of the Financial Services Authority*, in Univ. of Cambridge, *Legal Studies Research*, paper n. 10/04/2010, <http://ssrn.com/abstract=1690523>, accesso del 5 dicembre 2011.

⁷² Cfr. BAR-GILL e WARREN, *Making*, cit., p. 6 ss.

può essere l'efficace tutore degli intermediari e, allo stesso tempo, dei consumatori ⁷³.

Al fine di assicurare ai consumatori una protezione adeguata, il legislatore statunitense ha stabilito che il *Bureau* ha il potere di qualificare un atto o una pratica commerciale quale abusiva, ogniqualvolta ritenga che essa interferisca con la capacità del consumatore di capire i termini o le clausole di un prodotto o di un servizio finanziario ⁷⁴; si tratta di non riconoscere, nel linguaggio comune oggi prevalente, il bollino blu.

La soluzione degli Stati Uniti meriterebbe di essere perfezionata nell'ordinamento di partenza e di essere estesa ad altri ordinamenti per dare un senso aggiornato all'osservazione di Irti: se è vero, come dice quest'ultimo, che il mercato è il luogo dove "i consumatori sono giudici inappellabili", in Europa manca un pezzo della vigilanza quello specificamente ed esclusivamente deputato alla protezione dei loro interessi.

Io credo che le valutazioni e le indagini di un'Autorità, così concepita, ancorché non possano essere destinate a una tutela giudiziaria diretta a favore dei consumatori/investitori, dovrebbero poter essere utilizzate nelle azioni collettive dei privati contro gli intermediari che abbiano venduto prodotti finanziari pericolosi o semplicemente non dotati del bollino blu. In tale senso gli avvisi dell'*Authority* costituirebbero un incentivo indiretto alle azioni individuali e collettive dei risparmiatori. A tal fine sarebbe, tuttavia, necessario disporre che la documentazione di cui si sia valsa l'Autorità, durante le proprie indagini, siano messe a disposizione dei consumatori, laddove oggi perlopiù accade che le Autorità preposte alla trasparenza dei mercati oppongano ai risparmiatori/investitori, che ne facciano richiesta, il segreto d'ufficio.

D'altra parte, benché nella maggior parte degli ordinamenti il giudice, in quanto *peritus peritorum*, non potrebbe prestare pedissequo ossequio alle opinioni delle Autorità indipendenti, è evidente che il compito del giudice sarebbe facilitato dalla valutazione precedentemente espressa da una tale Autorità di elevato e specifico profilo professionale; in

⁷³ Cfr. PAN, *Understanding*, cit., p. 40 e a BAR-GILL e WARREN, *Making*, cit., p. 90. In particolare, questi ultimi osservano: «These agencies are designed with a primary mission to protect the safety and soundness of the banking system. This means protecting banks' profitability. Consumer protection is, at best, a lesser priority that consists largely of enforcing Truth-in-Lending disclosure rules».

⁷⁴ Cfr. ELOSTA, *Dynamic*, cit., p. 1285 ss. Il *Bureau* deve assicurare che i prodotti e i servizi finanziari destinati ai consumatori siano "*fair, transparent, and competitive*".

altri termini al giudice non resterebbe che la verifica della validità del ragionamento svolto dall'Autorità. Certo maggiore ausilio deriverebbe da una norma esplicita che imponesse al giudice di tenere in debito conto le considerazioni espresse dall'Autorità preposta alla protezione dei consumatori ⁷⁵.

VITTORIO SANTORO

⁷⁵ Tale scelta è stata, infatti, compiuta dal Dodd-Frank Act, v. ELOSTA, , *Dynamic*, cit., p. 1297 ss. COFFEE JR., *Law and the Market: Impact of Enforcement*, in *Univ. of Pennsylvania LR*, 2007, p. 266 ss. sostiene che, per rendere effettivo l'*enforcement* dei privati è necessario rendere più facile l'azione di questi ultimi contro gli amministratori delle società intermediarie e contro i c.d. *gatekeepers* (organi di controllo interno, società di revisione, società di *rating* e così via).