

Anatomia del collasso Finanziario:
La grande recessione del 2008
e le risposte regolamentari

Prof. Valerio Lemma

RELATORE

Gianluca Doria 287311

CANDIDATO

Ai miei genitori, Alberto e Laura,
per avermi guidato nel senso della vita

A Chiara, mia sorella,
per me fonte di ispirazione costante

A Victoria,
per l'amore, la pazienza e il sostegno che non mi ha mai fatto mancare

ABSTRACT

La crisi finanziaria globale del 2008, passata alla storia come Grande Recessione, ha prodotto una frattura profonda non solo nei mercati, ma anche nell'economia reale, nell'occupazione, nella coesione sociale e nella stessa legittimazione delle istituzioni pubbliche. Comprenderne le cause e le conseguenze impone uno sguardo giuridico, capace di cogliere il ruolo del diritto pubblico prima e dopo il collasso: tanto nella configurazione delle regole e dei poteri di vigilanza, quanto nella tutela degli interessi coinvolti. Il lavoro si sviluppa dal contesto pre-crisi, segnato negli Stati Uniti dall'erosione della separazione bancaria (fino al Gramm-Leach-Bliley Act) e dalla deregolamentazione dei derivati (Commodity Futures Modernization Act), e sul piano internazionale dall'affidamento a strumenti di soft law e reti regolatorie transnazionali privi di un'adeguata capacità di gestione delle crisi. In questo quadro, il caso Lehman Brothers è assunto come snodo emblematico per mettere a fuoco limiti strutturali del diritto concorsuale comune di fronte a istituzioni finanziarie di rilievo sistemico. La seconda parte esamina le principali risposte normative: negli Stati Uniti il Dodd-Frank Act (FSOC, Orderly Liquidation Authority, CFPB); sul piano globale Basilea III (rafforzamento del capitale, leve macroprudenziali e standard di liquidità) e il rilancio della cooperazione tramite il Financial Stability Board. L'obiettivo è valutare se e in che misura tali interventi abbiano effettivamente ricomposto l'equilibrio tra libertà dei mercati e tutela dell'interesse generale, e quale ruolo spetti oggi al diritto pubblico nell'orientare e presidiare processi economici sempre più integrati e innovativi.

INDICE

1	<i>INTRODUZIONE ALLA GRANDE RECESSIONE: UNA LETTURA GIURIDICA</i>	1
1.1	La rilevanza del diritto bancario e finanziario	1
1.2	Origini e sviluppo storico della Grande Recessione	2
1.3	Obiettivi dello studio	4
2	<i>IL CONTESTO NORMATIVO PRE-CRISI</i>	7
2.1	L'assetto legislativo negli Stati Uniti	7
2.2	La globalizzazione e i limiti della regolamentazione internazionale	10
2.3	Il ruolo delle agenzie di rating	11
3	<i>LEHMAN BROTHERS: UN CASO DI STUDIO SULLA CRISI FINANZIARIA DEL 2008</i>	15
3.1	Dalla nascita alla caduta di Lehman Brothers: Cause e dinamiche	16
3.2	Aspetti legali della bancarotta di Lehman Brothers	18
3.3	Le implicazioni della bancarotta di Lehman Brothers sul sistema finanziario globale	19
4	<i>RISPOSTE GIURIDICHE ALLA CRISI</i>	21
4.1	Il Dodd-Frank Act e le riforme negli Stati Uniti	21
4.1.1	La stabilità del sistema finanziario: il Financial Stability Oversight Council	22
4.1.2	La gestione ordinata delle crisi: Orderly Liquidation Authority	23
4.1.3	La tutela dei consumatori: il Consumer Financial Protection Bureau	25
4.2	Basilea III e il diritto bancario internazionale	25
4.2.1	Rafforzamento patrimoniale e contenimento di leva	26
4.2.2	Strumenti macroprudenziali e gestione della pro-ciclicità	27
4.2.3	Standard di liquidità e rischio sistemico	28
4.3	La creazione del Financial Stability Board (FSB)	29
	<i>Bibliografia</i>	33

Indice delle abbreviazioni

BCBS	Basel Committee on Banking Supervision (Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria)
BIS	Bank for International Settlements (Banca dei Regolamenti Internazionali)
CAD	Capital Adequacy Directive (Direttiva sui requisiti patrimoniali, 2006/49/CE)
CDO	Collateralized Debt Obligation
CET1	Common Equity Tier 1
CFPB	Consumer Financial Protection Bureau
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CRA	Community Reinvestment Act
CRD IV	Capital Requirements Directive IV
CRR	Capital Requirements Regulation
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FSB	Financial Stability Board
FSF	Financial Stability Forum
FSOC	Financial Stability Oversight Council
GFC	Global Financial Crisis (crisi finanziaria globale)
G-SIBs	Global Systemically Important Banks
LCR	Liquidity Coverage Ratio
MBS	Mortgage-Backed Securities
MiFID I	Markets in Financial Instruments Directive I (Direttiva 2004/39/CE)
NINJA	<i>No Income, No Job, No Assets</i>
NSFR	Net Stable Funding Ratio
OFR	Office of Financial Research
OLA	Orderly Liquidation Authority
OCSE	Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OECD)
SEC	Securities and Exchange Commission
TRNs	Transnational Regulatory Networks
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development

Indice delle Figure

Figura 1: Vignetta satirica di Mike Luckovich (2007) che illustra l'effetto domino innescato dai mutui subprime.	4
Figura 2: Titolo dell'articolo "Lehman, il crack dei record. Passivo a 613 miliardi di dollari: è il più grande fallimento della storia", pubblicato su Il Sole 24 Ore (16 settembre 2008), a firma di Mario Platero.	15
Figura 3: Performance finanziarie delle principali banche d'investimento 2002–2005 (Lehman Brothers Holdings Inc., Chapter 11)	16
Figura 4: Asta organizzata da Christie's a Londra (2010) con opere e beni provenienti dagli uffici europei di Lehman Brothers, venduti a seguito della procedura fallimentare avviata nel 2008 (Foto: Oli Scarff/Getty Images).	17

1 INTRODUZIONE ALLA GRANDE RECESSIONE: UNA LETTURA GIURIDICA

Nota come Grande recessione, la crisi finanziaria del 2008 segnò per il mondo dei mercati finanziari, e non solo, una netta cesura all'interno della storia economica. Infatti, le sue ripercussioni si sono estese ben oltre il solo sistema finanziario, incidendo in modo significativo sull'economia reale, sul mercato del lavoro, sulla coesione sociale e, non da ultimo, sulla legittimazione delle istituzioni pubbliche.

Una singola analisi di tipo economico, dunque, risulterebbe limitante ai fini di comprendere i fattori che hanno portato a un collasso di tale portata. Per poter sviluppare un'analisi completa, serve riflettere sul ruolo che il diritto ha avuto pre e post crisi sia in termini di regolamentazione che di tutela degli interessi dei soggetti coinvolti.

Questo capitolo introduce la prospettiva giuridica da cui prende avvio il presente lavoro, concentrandosi inizialmente sull'importanza del diritto bancario e finanziario, per poi passare al contesto storico che ha portato allo scoppio della crisi. Dopo aver delineato i profili generali e il quadro di riferimento, verranno chiariti gli obiettivi dello studio, che si propone di analizzare criticamente la relazione tra finanza globale e diritto pubblico.

1.1 La rilevanza del diritto bancario e finanziario

Il diritto bancario e finanziario rappresenta oggi uno dei settori più sensibili e strategici del diritto pubblico, in quanto incide direttamente sull'equilibrio macroeconomico degli Stati, sulla tutela del risparmio e sul corretto funzionamento dei mercati. La sua centralità emerge in modo particolarmente evidente in contesti di crisi, in cui il malfunzionamento dei meccanismi di regolazione e vigilanza può tradursi in instabilità sistemica, perdita di fiducia da parte degli operatori economici e grave danno all'interesse collettivo.

La crisi finanziaria globale del 2008 ha costituito un punto di svolta paradigmatico, dimostrando quanto profonde possano essere le conseguenze della debolezza o dell'inefficacia della regolazione pubblica.

The body of so-called soft law rules or standards comprising international financial regulation and the structures of the international financial architecture, mostly comprising Transnational Regulatory Networks (TRNs), clearly failed to predict or prevent the crisis. The reasons for this failure vary but two things are clear about per-GFC international regulatory arrangements: their over-

reliance on private sector input and lack of even a rudimentary institutional infrastructure to handle cross-border crises were contributing factors both in building up the conditions that led to the GFC and in exacerbating its consequences.¹

Come osserva Avgouleas, la regolamentazione finanziaria internazionale pre-crisi si fondava in larga parte su strumenti di soft law e su reti regolatorie transnazionali (TRNs), rivelatisi del tutto incapaci di prevenire o gestire la crisi del 2008. Due elementi appaiono particolarmente rilevanti: da un lato, l'eccessiva dipendenza dal contributo informativo del settore privato, intrinsecamente esposto a conflitti di interesse; dall'altro, l'assenza di un'infrastruttura istituzionale, anche solo minima, in grado di affrontare crisi bancarie di natura transfrontaliera. Questa combinazione ha contribuito sia alla formazione delle condizioni che hanno condotto al collasso del sistema, sia all'amplificazione degli effetti destabilizzanti della crisi stessa.

Ne è derivata una crescente consapevolezza del ruolo critico che il diritto pubblico è chiamato a svolgere nel disegnare assetti istituzionali efficaci e legittimati, capaci di bilanciare l'autonomia degli operatori di mercato con la necessità di tutelare l'interesse generale. In questo quadro, il diritto bancario e finanziario non può più essere considerato una materia tecnica riservata agli specialisti del settore, ma si configura come un ambito chiave per comprendere l'interazione tra potere pubblico e poteri economici, tra regolazione e autonomia privata.

L'obiettivo è pertanto quello di interrogarsi su questioni fondamentali del diritto pubblico contemporaneo: quale debba essere il ruolo dello Stato nell'economia, come garantire la legittimazione democratica delle autorità di vigilanza, quali strumenti giuridici siano più efficaci per prevenire abusi di potere economico e assicurare la stabilità finanziaria, senza sacrificare trasparenza, equità e giustizia sociale.

1.2 Origini e sviluppo storico della Grande Recessione

Prima della crisi finanziaria globale del 2008, il mercato immobiliare statunitense osservò un'espansione senza eguali. Dal 2003, si sviluppò un clima di ottimismo all'interno del settore immobiliare e finanziario, sostenuto da politiche monetarie favorevoli, innovazioni finanziarie e da un immaginario collettivo legato all'*American Dream*², che trovava nella casa di proprietà il simbolo per eccellenza di realizzazione personale e successo sociale.

¹ E. Avgouleas, *Governance of Global Financial Markets. The Law, the Economics, the Politics*, Cambridge University Press, 2012, p.2.

² Il concetto di *American Dream* rappresenta l'ideale statunitense secondo cui chiunque, indipendentemente dalle proprie origini, può raggiungere prosperità economica e successo sociale attraverso il lavoro e l'iniziativa personale.

A tal riguardo, la Federal Reserve in seguito alla bolla delle dot-com nel 2000 e i tragici eventi dell'11 settembre 2001, applicò una politica monetaria espansiva per far ripartire l'economia. I tassi di interesse furono mantenuti a livelli molto bassi per un lungo periodo, agevolando l'accesso al credito. Tale politica affiancata all'assenza di vincoli regolatori stringenti, fornì le basi per la formazione di una delle bolle finanziarie più impattanti della storia dell'economia mondiale.

L'aumento generalizzato dei prezzi degli immobili, alimentato anche da aspettative auto-avveranti circa la crescita continua del valore delle abitazioni, portò molte famiglie ad acquistare case come investimento sicuro, contando su una futura rivalutazione. In quel periodo la casa era percepita non solo come bene primario ma anche come strumento di accumulazione di ricchezza. Le istituzioni finanziarie, desiderose di approfittare di queste tendenze, iniziarono a espandere enormemente l'offerta di mutui e progressivamente, i criteri di concessione del credito vennero allentati fino a scomparire del tutto per alcune categorie di clientela. Si diffuse così l'erogazione di prestiti a soggetti con scarso merito creditizio, spesso privi di redditi stabili o garanzie patrimoniali.

Questi finanziamenti furono classificati come mutui subprime, per distinguerli da quelli "prime" concessi a clienti affidabili. Il sistema non si basava più su una valutazione prudente del rischio creditizio, bensì sulla possibilità di trasferire tale rischio ad altri. Grazie al processo di cartolarizzazione, i mutui venivano impacchettati e trasformati in strumenti finanziari noti come Mortgage-Backed Securities (MBS), che a loro volta venivano venduti ad investitori di tutto il mondo. In questo modo, le banche potevano liberarsi rapidamente dei mutui erogati, ottenendo nuova liquidità per emettere altri prestiti, in un circolo apparentemente virtuoso, ma in realtà profondamente instabile. In parallelo, prese piede la pratica dei cosiddetti "mutui NINJA" (No Income, No Job, No Assets), concessi anche a soggetti che non fornivano alcuna documentazione reddituale o patrimoniale. L'estrema disinvoltura nell'erogazione del credito si accompagnava all'illusione che, in caso di insolvenza, il valore crescente degli immobili sarebbe bastato a coprire eventuali perdite.

Queste dinamiche riflettevano un cambiamento profondo nella cultura finanziaria statunitense e, più in generale, occidentale. Come sottolinea Avgouleas, la crisi fu anche il risultato di un paradigma ideologico neoliberista che, nei due decenni precedenti, aveva promosso una deregolamentazione spinta dei mercati finanziari, facendo affidamento sulla capacità autoregolatoria del settore privato e riducendo drasticamente la supervisione pubblica³.

³ E. Avgouleas, *Governance of Global Financial Markets. The Law, the Economics, the Politics*, Cambridge University Press, 2012

Nel contesto di un sistema basato su incentivi distorti, i soggetti coinvolti, dai mutuatari alle agenzie di rating, dai promotori finanziari alle grandi banche d'investimento, avevano interesse a sostenere l'espansione incontrollata del credito, trascurando i rischi sistemici. Tale comportamento venne definito, anche in ambito accademico, come un caso esemplare di azzardo morale sistemico.



Figura 1: Vignetta satirica di Mike Luckovich (2007) che illustra l'effetto domino innescato dai mutui subprime.

Nel 2006, i prezzi delle case iniziarono a diminuire, e nel giro di pochi mesi il mercato immobiliare mostrò segnali evidenti di inversione di tendenza. Molti mutui subprime erano a tasso variabile, dunque, al termine del periodo iniziale agevolato (*teaser rate*)⁴, le rate mensili cominciarono ad aumentare. Le famiglie, già deboli sul piano finanziario, si ritrovarono incapaci di far fronte ai nuovi pagamenti. I default si moltiplicarono, generando un effetto a catena sul valore dei titoli cartolarizzati e sul bilancio delle istituzioni che li possedevano. Le difficoltà si estesero rapidamente nel corso del 2007, colpendo banche e intermediari finanziari a livello globale. La perdita di fiducia nel mercato interbancario e il crollo dei prezzi dei titoli garantiti da mutui innescarono una crisi di liquidità senza precedenti, che raggiunse l'apice nel settembre 2008 con il fallimento di Lehman Brothers e il conseguente tracollo dei mercati finanziari internazionali.

1.3 Obiettivi dello studio

Questo studio nasce dall'esigenza di comprendere in che modo il diritto pubblico, e in particolare il diritto bancario e finanziario, abbia inciso, o, al contrario, non sia stato in grado di incidere,

⁴ Il termine *teaser rate* indica un tasso di interesse iniziale, artificialmente basso e temporaneo, applicato a determinati mutui ipotecari, in particolare subprime. Esso viene utilizzato dalle banche come incentivo commerciale per attrarre i mutuatari, ma è destinato ad aumentare sensibilmente al termine del periodo agevolato, determinando spesso una crescita significativa delle rate.

nella prevenzione e nella gestione della crisi finanziaria del 2008, conosciuta come Grande Recessione. L'intento è quello di offrire una lettura giuridica di un evento che ha avuto ripercussioni economiche, sociali e istituzionali su scala globale, mettendo in luce le debolezze normative e le mancanze del sistema di controllo pubblico che hanno permesso il verificarsi e il diffondersi della crisi.

La tesi si propone, quindi, di analizzare le cause strutturali della crisi dal punto di vista delle norme esistenti prima del 2008, per poi soffermarsi sul caso emblematico del fallimento di Lehman Brothers, che ha rappresentato un momento di svolta nella percezione della stabilità finanziaria globale. Attraverso lo studio delle risposte giuridiche elaborate successivamente, come il Dodd-Frank Act negli Stati Uniti, le riforme internazionali di Basilea III e l'istituzione del Financial Stability Board, il lavoro cerca di capire se e quanto queste misure abbiano davvero rafforzato il ruolo dello Stato e delle istituzioni sovranazionali nel garantire un equilibrio tra libertà dei mercati e tutela dell'interesse collettivo.

Infine, l'obiettivo principale è quello di interrogarsi su quale possa essere, oggi e in futuro, il ruolo del diritto pubblico nell'orientare e vigilare i processi economici globali, in un contesto in cui la finanza continua a evolversi rapidamente e a porre sfide sempre nuove alla capacità regolatoria degli ordinamenti giuridici.

2 IL CONTESTO NORMATIVO PRE-CRISI

Per comprendere appieno gli effetti giuridici della crisi finanziaria del 2008, è necessario ricostruire il contesto normativo e istituzionale che la precedette. La crisi, infatti, maturò all'interno di un sistema finanziario caratterizzato da profonde trasformazioni: la progressiva deregolamentazione dei mercati, che aveva ridimensionato il ruolo dello Stato nella supervisione; la crescente globalizzazione, che rese più complessa l'attività di vigilanza e mise in evidenza i limiti della regolamentazione internazionale; e, infine, il peso assunto dalle agenzie di rating, divenute attori centrali nel funzionamento dei mercati, ma regolate da un quadro giuridico fragile e inadeguato.

Questo capitolo si propone dunque di analizzare tali aspetti, ripercorrendo, dapprima, il processo di deregolamentazione e le ragioni che ne hanno favorito l'affermazione; successivamente, il ruolo della globalizzazione finanziaria e delle istituzioni sovranazionali; infine, la disciplina delle agenzie di rating e le criticità che ne hanno segnato l'operato alla vigilia della crisi.

2.1 L'assetto legislativo negli Stati Uniti

Negli Stati Uniti, il riferimento storico per la regolamentazione finanziaria era il *Glass-Steagall Act*, che fu emanato nel 1933, in piena Grande Depressione⁵, quale risposta istituzionale al collasso del 1929 e alle sue gravi ripercussioni sul sistema bancario americano. La ratio della normativa era duplice: da un lato, arginare le attività speculative degli intermediari finanziari che avevano contribuito ad alimentare la crisi; dall'altro, ripristinare la fiducia dei risparmiatori nel sistema creditizio mediante l'introduzione di strumenti di tutela innovativi. In particolare, la legge prevedeva due misure fondamentali: l'istituzione della Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), con la funzione di assicurare i depositi bancari e ridurre il rischio di corse agli sportelli, e la netta separazione funzionale tra banche commerciali e banche d'investimento. Tale separazione rispondeva all'esigenza di evitare conflitti di interesse e, soprattutto, di impedire che i fallimenti delle istituzioni finanziarie coinvolgessero direttamente le banche tradizionali, esponendo così l'economia reale agli effetti di crisi speculative.

La disciplina introdotta dal Glass-Steagall Act mirava a consolidare la stabilità del sistema finanziario attraverso un modello bancario prudenziale, nel quale le banche commerciali erano

⁵ La crisi del 1929, originata dal crollo della Borsa di Wall Street, causò tra il 1929 e il 1933 il fallimento di circa 9.000 banche negli Stati Uniti, con effetti devastanti sulla fiducia dei risparmiatori e sull'erogazione del credito. In tale contesto, il Congresso approvò il Banking Act of 1933 (Glass-Steagall Act) con l'obiettivo di ristabilire la stabilità del sistema finanziario. Cfr. Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), *A Brief History of Deposit Insurance in the United States*, 1998; Board of Governors of the Federal Reserve System, *The Great Depression*.

incentivate a concentrare le proprie risorse sull'erogazione del credito piuttosto che su investimenti rischiosi nei mercati azionari. Si trattava, dunque, di una regolamentazione che, oltre a perseguire finalità di stabilità sistemica, intendeva favorire indirettamente la crescita del commercio e dell'economia reale. Tuttavia, sin dalla sua adozione, la legge fu accolta con freddezza negli ambienti finanziari, ove veniva percepita come eccessivamente restrittiva e limitativa nei confronti delle potenzialità operative delle istituzioni bancarie. Nei decenni successivi, soprattutto a partire dagli anni Sessanta e Settanta, le critiche si intensificarono a causa della nascita di nuovi strumenti finanziari e in seguito all'accentuarsi della competizione internazionale tra centri finanziari.

Nonostante ciò, il quadro regolatorio del secondo dopoguerra rimase improntato a una rigorosa disciplina: i tassi di interesse, i prezzi e i movimenti di capitali erano sottoposti a un penetrante controllo da parte delle autorità statali. Tale impostazione consentì un lungo periodo di crescita e di stabilità, in cui gli intermediari bancari riuscirono comunque a registrare profitti significativi. In tale contesto, un ruolo centrale fu svolto dagli accordi di Bretton Woods del 1944, che fissarono un sistema monetario internazionale fondato sulla convertibilità del dollaro statunitense in oro e sulla sua designazione a valuta di riserva globale. Questa architettura garantì per diversi decenni un equilibrio relativamente stabile delle politiche monetarie e contribuì a consolidare la fiducia nella moneta americana come pilastro del sistema finanziario internazionale.

La situazione mutò profondamente alla fine degli anni Sessanta, quando gli Stati Uniti iniziarono a fronteggiare i crescenti squilibri derivanti dai disavanzi di bilancio e dal costo della guerra in Vietnam. Per sostenere la spesa pubblica, il governo americano ricorse a una politica monetaria espansiva che determinò un considerevole afflusso di dollari sui mercati internazionali. In virtù degli accordi di Bretton Woods, i Paesi creditori potevano esigere la conversione di tali riserve in oro, circostanza che minacciava di esaurire rapidamente le riserve auree statunitensi.

Fu in questo contesto che, nell'agosto del 1971, l'amministrazione Nixon decise di sospendere unilateralmente la convertibilità del dollaro in oro, decretando la fine del sistema di cambi fissi. Pochi mesi più tardi, con lo Smithsonian Agreement, i Paesi del G10 sancirono ufficialmente la svalutazione del dollaro e l'avvio di un regime di cambi flessibili, affidando la determinazione del valore delle valute esclusivamente alle dinamiche di domanda e offerta sui mercati. L'abbandono dello standard aureo aprì la strada a un'intensa attività speculativa sulle valute, contribuendo a rendere il sistema finanziario internazionale più instabile e complesso da governare.

Parallelamente, ulteriori fattori economici accentuarono la pressione sul quadro regolatorio. Già dagli anni Sessanta si registrava una progressiva erosione dei profitti industriali, che rese gli investimenti produttivi meno attraenti, spostando l'attenzione degli operatori verso i mercati

finanziari, i quali garantivano rendimenti più elevati e rapidi. A ciò si aggiunse la crisi energetica del 1973, originata dal forte aumento del prezzo del petrolio e dall'accumulo dei cosiddetti petrodollari, che finirono per alimentare in misura crescente i circuiti della finanza speculativa. Ne derivò una crescita significativa del credito, sia al consumo che a livello sovrano, favorita da una maggiore disponibilità di liquidità internazionale. Questo nuovo scenario, caratterizzato da un'espansione del capitale finanziario a scapito di quello produttivo, costituì il terreno sul quale, negli anni Ottanta e Novanta, si innestarono le spinte verso la deregolamentazione, con l'obiettivo dichiarato di favorire la competitività e l'efficienza dei mercati, ma con l'effetto collaterale di amplificare i rischi sistemici.

Il processo di deregolamentazione ebbe inizio tra gli anni '80 e '90. Negli Stati Uniti fu segnato dalla progressiva erosione del Glass-Steagall Act a seguito di una diminuzione di interesse verso gli investimenti produttivi. Vennero istituite la Federal Reserve System che nel 1986 istituì una legge che permetteva alle banche commerciali di conseguire fino al 5% dei ricavi lordi derivanti da attività di investimento bancario. Questa soglia venne alzata di anno in anno fino ad arrivare al 25% nel 1996, permettendo quindi di poter partecipare all'attività di compravendita di titoli la quasi totalità delle banche e rendendo così inefficace il Glass-Steagall Act. In questa cornice storica l'allora presidente Ronald Reagan fece della deregolamentazione il cardine della politica americana.

Nel 1988 ci fu la prima fusione tra una banca commerciale e una holding finanziaria: Citicorp e Travelers. Questa fusione fu possibile grazie ad una deroga al Glass-Steagall Act, che solo nell'anno successivo venne parzialmente abrogato con l'approvazione del *Gramm-Leach-Bliley Act* da parte del congresso degli Stati Uniti. Il Gramm-Leach-Bliley Act del 1999, introdusse un modello di deregolamentazione finanziaria e consentì la nascita di grandi conglomerati attivi contemporaneamente nel credito tradizionale, negli investimenti e nei servizi assicurativi, con l'obiettivo di ottenere performance finanziarie maggiori attraverso il modello della banca universale⁶.

A ciò si aggiunse il *Commodity Futures Modernization Act* del 2000, che esclude dal perimetro regolatorio una parte rilevante dei contratti derivati, inclusi i credit default swaps, privando così il sistema di strumenti di vigilanza su una delle aree a più alto rischio.

Un ulteriore tassello era rappresentato dal *Sarbanes-Oxley Act* del 2002, che impose nuovi obblighi di trasparenza contabile e responsabilità agli amministratori delle società quotate, in risposta agli scandali Enron e WorldCom. Tuttavia, il suo impatto fu circoscritto principalmente alla corporate governance e non alla stabilità sistemica.

⁶ Per "banca universale" si intende un modello di istituto di credito in grado di svolgere contemporaneamente attività di banca commerciale, banca d'investimento e servizi assicurativi, superando la tradizionale separazione funzionale introdotta dal Glass-Steagall Act del 1933.

2.2 La globalizzazione e i limiti della regolamentazione internazionale

La crisi del 2008 non ebbe un'origine esclusivamente nazionale, ma si sviluppò e propagò rapidamente su scala globale, mettendo in evidenza quanto il sistema finanziario fosse ormai fortemente interconnesso. Infatti, la globalizzazione dei mercati finanziari, se da un lato aveva favorito la crescita economica e l'integrazione degli scambi, dall'altro si rivelò un fattore chiave nella diffusione del contagio finanziario, ponendo serie sfide al diritto e alla capacità degli Stati di governare fenomeni economici divenuti strutturalmente sovranazionali.

The eruption of the Gfc showed that the preceding regulatory frameworks in the Us and the eU were more or less built on sand, when it came to crisis management, especially cross-border crisis management. In addition, the global financial architecture of the pre-crisis era, largely based on a thick network of soft law bodies, lacked the institutional capacity required to deal with a cross-border financial crisis.⁷

L'eruzione della crisi finanziaria globale mise in luce la fragilità dei quadri regolatori statunitensi ed europei, in particolare nella gestione delle crisi transfrontaliere. L'architettura finanziaria internazionale del periodo pre-crisi, osserva Avgouleas, era fondata quasi esclusivamente su strumenti di soft law, privi della forza vincolante necessaria a garantire una risposta efficace a uno shock di natura globale.

In riferimento al contesto europeo, il processo di integrazione dei mercati finanziari era stato guidato dall'adozione della Direttiva 2004/39/CE (MiFID I), entrata in vigore nel 2007. Tale direttiva mirava a favorire la concorrenza tra sedi di negoziazione e ad armonizzare la prestazione di servizi di investimento, ma ebbe anche l'effetto di frammentare i mercati e rendere più complesso il compito delle autorità di vigilanza. Parallelamente, la Direttiva 2006/49/CE (CAD) introdusse nell'ordinamento comunitario i principi elaborati dal Comitato di Basilea, imponendo requisiti patrimoniali minimi agli intermediari finanziari. L'attuazione concreta di tali regole, tuttavia, rimase affidata alle singole autorità nazionali, cui era riconosciuto un ampio margine di discrezionalità, circostanza che finì per comprometterne l'efficacia complessiva. È significativo rilevare che, a differenza degli Stati Uniti, in Europa mancava un'autorità unica di vigilanza: la supervisione restava nelle mani delle autorità nazionali, mentre la Banca Centrale Europea era ancora priva di un mandato diretto in materia di stabilità finanziaria.

⁷ E. Avgouleas, *Governance of Global Financial Markets. The Law, the Economics, the Politics*, Cambridge University Press, 2012, preface, XV.

Sul piano internazionale, il principale riferimento era rappresentato dagli accordi di Basilea. In particolare, Basilea II (2004) introdusse un approccio innovativo ai requisiti patrimoniali delle banche, basato sul rischio e su tre pilastri: requisiti minimi di capitale, revisione prudenziale e disciplina di mercato. Tuttavia, tale sistema si rivelò eccessivamente complesso e pro-ciclico, amplificando le fasi di espansione e contrazione del credito, oltre che privo di efficacia vincolante, trattandosi di uno strumento di soft law.

Accanto a Basilea, anche altri organismi, come il Financial Stability Forum (istituito nel 1999) e il Fondo Monetario Internazionale, svolgevano funzioni di indirizzo e monitoraggio, senza però disporre di poteri coercitivi. Le loro raccomandazioni rimanevano strumenti di moral suasion, privi della capacità di incidere concretamente sui comportamenti degli operatori di mercato. Ciò rese evidente la distanza esistente tra l'integrazione globale dei mercati e la capacità del diritto pubblico di governarne gli effetti sistemici.

In questo contesto, la crescente liberalizzazione dei capitali, l'espansione delle multinazionali finanziarie e la sempre più marcata integrazione oltre i confini nazionali favorirono il fenomeno del regulatory arbitrage: gli intermediari orientavano le proprie operazioni verso gli ordinamenti caratterizzati da una vigilanza meno stringente, sfruttando le asimmetrie regolamentari. Questa prassi accentuò ulteriormente il divario tra la rapidità dei processi di innovazione finanziaria e la lentezza delle risposte regolamentari, minando l'effettività delle normative esistenti.

Il risultato fu un quadro normativo internazionale debole, frammentato e disomogeneo, che lasciò ampi margini di manovra a condotte speculative e alla diffusione di prodotti finanziari ad alto rischio. La mancanza di standard regolatori minimi condivisi, unita alla difficoltà di armonizzare sistemi giuridici differenti, finì per aggravare la crisi di fiducia nel sistema e ne amplificò la portata globale.

In definitiva, la globalizzazione finanziaria si presentò come una sfida inedita per il diritto: un fenomeno capace di oltrepassare i confini giuridici nazionali, senza che vi fosse un corrispondente rafforzamento delle strutture normative e istituzionali sovranazionali. L'esperienza della crisi del 2008 mostrò con drammatica evidenza la distanza tra l'integrazione dei mercati e la capacità del diritto pubblico di assicurare la stabilità e proteggere l'interesse generale.

2.3 Il ruolo delle agenzie di rating

A partire dai primi anni del Novecento, le imprese, per la propria crescita, necessitarono di più capitale di quanto riuscissero a raccogliere. Fu proprio in questo contesto che nel 1909 nacque la prima agenzia di rating fondata da John Moody. I rating di queste agenzie di valutazione permettevano agli investitori che non conoscevano personalmente le proposte di investimento di

valutarne costi e benefici. Successivamente nacquero altre agenzie di rating come la Poor Company nel 1916, che successivamente nel 1941 si fuse con la Standard Statistics, dando vita alla ben più nota Standard & Poor's.

Negli anni successivi l'importanza di questi enti ebbe alti e bassi, ma a partire dagli anni Settanta, in seguito ai default della Penn Central e di altre importanti aziende, si pose l'attenzione, sia per gli emittenti che per gli investitori, alla sicurezza degli strumenti di debito. I rating divennero così sempre più richiesti.

There are two superpowers in the world... the United States and Moody's Bond Rating Service... and, believe me, it is not clear sometimes which is more powerful.⁸

Così, nel 1966 Thomas Friedman, giornalista del New York Times, descrisse il ruolo che le agenzie di rating avevano raggiunto, definendole come "superpotenza" accanto agli Stati Uniti. Non vi è dubbio che questa affermazione fu un'esagerazione, ma le agenzie di rating erano presenze importanti all'interno dei mercati finanziari. Era impossibile presentare una possibilità di investimento senza che una delle agenzie rilasciasse un rating di essa.

L'attribuzione del rating non rappresenta un giudizio meramente formale, ma il risultato di un'analisi complessa che combina elementi quantitativi e qualitativi. La prima riguardava dunque bilancio, struttura patrimoniale, livello di indebitamento, liquidità, EBITDA e altri indici finanziari. Mentre la seconda riguardava fattori meno misurabili come la qualità del management, posizione competitiva nel mercato, settore di appartenenza ed altri aspetti. Il risultato dell'analisi si tramutava in una valutazione all'interno di una scala di misura che permetteva agli investitori di commisurare il rischio per singolo investimento.

Tuttavia, proprio questo meccanismo di valutazione e attribuzione del rating, nato con l'obiettivo di dare garanzie e trasparenza agli investitori, divenne con la nascita di prodotti finanziari strutturati, uno degli elementi del sistema con maggiore vulnerabilità.

Nel gennaio 2008 le Nazioni Unite, attraverso la Conferenza delle Nazioni Unite sul Commercio e lo Sviluppo (UNCTAD), pubblicarono un rapporto istituzionale intitolato "*Credit rating agencies and their potential impact on developing countries*". Il documento metteva in luce le criticità connesse all'attività delle agenzie di rating, sottolineando in particolare i potenziali effetti negativi che tali pratiche potevano generare sui Paesi in via di sviluppo.

⁸ Attribuita a Thomas Friedman, editorialista del *New York Times*, citata dal Senatore Joseph Lieberman in *Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies: Before the Senate Committee on Governmental Affairs*, 107th Cong. 471 (20 marzo 2002).

Uno dei principali profili critici individuati riguardava il modello di business noto come issuer-pays, in base al quale erano le stesse imprese a richiedere e a finanziare la valutazione del proprio merito creditizio. Questo schema generava inevitabilmente conflitti di interesse strutturali, poiché le agenzie avevano l'incentivo ad attribuire giudizi favorevoli al fine di mantenere rapporti commerciali consolidati e garantirsi entrate future. Tale dinamica risultava ulteriormente aggravata dal fenomeno del cosiddetto *rating shopping*: gli emittenti, potendo rivolgersi all'agenzia più disponibile a concedere un giudizio elevato, riducevano drasticamente l'indipendenza e l'oggettività del processo valutativo.

Il rapporto metteva inoltre in luce la forte concentrazione del settore, dominato da un numero esiguo di agenzie con riconoscimento internazionale, in particolare Moody's e Standard & Poor's. Questa configurazione oligopolistica determinava non solo barriere all'ingresso per nuovi operatori, ma anche una sostanziale mancanza di concorrenza, con effetti negativi sulla qualità complessiva del servizio e sull'innovazione metodologica. Per i Paesi in via di sviluppo, ciò significava dover dipendere in larga misura dai giudizi di pochi attori globali, senza possibilità di diversificare le fonti informative né di negoziare condizioni più eque.

Un altro aspetto sollevato riguardava la poca trasparenza delle metodologie con le quali veniva attribuito il rating. I fattori presi in considerazione, i criteri utilizzati e gli algoritmi applicati, rimanevano quasi del tutto riservati, impedendo così di comprendere le reali motivazioni di quelle valutazioni.

Infine, veniva denunciata la mancanza di meccanismi di accountability: non esistevano strumenti giuridici vincolanti in grado di responsabilizzare le agenzie per eventuali errori, omissioni o comportamenti distorsivi. Il sistema, fondato più sulla reputazione che su regole vincolanti, si rivelava insufficiente a fronteggiare il potenziale impatto sistemico delle loro valutazioni.

Rousseau (2005), sums up concern over the resulting “accountability gap” as follows: (i) this accountability gap is worrisome for CRAs as well as market participants; (ii) for the former, the accountability gap may affect their credibility in the marketplace; and (iii) for the latter, it is of particular concern given the role that CRAs play in capital markets. There is a need for a mechanism to take over if reputation fails.⁹

L'UNCTAD parlava a tal proposito di un vero e proprio “vuoto di responsabilità”, particolarmente preoccupante considerando che i rating non avevano solo valore informativo, ma

⁹ Rousseau, S. (2005). *Enhancing the accountability of credit rating agencies: The case for a disclosure-based approach*. Montreal: CMI, University of Montreal.

incidevano direttamente sulla capacità di accesso al credito e sul costo di finanziamento di interi Stati, in particolare di quelli con economie più fragili.

In questo quadro, il rapporto analizzato, rappresentò un campanello d'allarme, anticipando problematiche che sarebbero emerse in tutta la loro gravità con la crisi del 2008. La combinazione di conflitti di interesse, concentrazione del mercato, opacità metodologica e assenza di regole vincolanti rivelava un'industria che, pur avendo assunto una funzione quasi pubblica nel sistema finanziario globale, restava sostanzialmente autoregolata. Ciò comportava che, in assenza di correttivi normativi efficaci, le agenzie potessero incidere in maniera sproporzionata sulla stabilità dei mercati e, nei Paesi in via di sviluppo, sul percorso stesso di crescita economica e di integrazione finanziaria internazionale.

3 LEHMAN BROTHERS: UN CASO DI STUDIO

SULLA CRISI FINANZIARIA DEL 2008

Lehman, il crack dei record

Passivo a 613 miliardi di dollari: è il più grande fallimento della storia

Figura 2: Titolo dell'articolo "Lehman, il crack dei record. Passivo a 613 miliardi di dollari: è il più grande fallimento della storia", pubblicato su Il Sole 24 Ore (16 settembre 2008), a firma di Mario Platero.

Con questo titolo il quotidiano *Il Sole 24 Ore*, in data 16 settembre 2008, sintetizzava l'impatto devastante del fallimento di Lehman Brothers, destinato a rimanere nella storia come la più grande bancarotta mai registrata. Così il giornalista Mario Platero descriveva non solo le cifre impressionanti del dissesto, ma anche il clima di shock e incertezza che, da Wall Street, si diffuse rapidamente in tutto il sistema finanziario.

Wall Street resta in stato di shock: gli sviluppi inattesi, epocali, del fine settimana, hanno prodotto un trauma emotivo oltre che finanziario che non sarà superato facilmente.¹⁰

Come spiegano le prime righe dell'articolo questo default ha segnato non solo il collasso di un'istituzione centenaria, ma anche la perdita definitiva di fiducia in un sistema che fino a pochi mesi prima appariva solido e redditizio. Più che una semplice crisi d'impresa, la vicenda Lehman ha rappresentato una crisi sistemica, capace di diffondere panico e instabilità a livello globale.

Il presente capitolo si propone di analizzare il caso Lehman Brothers dal punto di vista giuridico. Si partirà dall'esame delle cause e delle scelte gestionali che hanno condotto all'insolvenza della banca, per poi approfondire i profili giuridici della procedura fallimentare, con particolare attenzione alle differenze tra il quadro normativo statunitense e quello europeo. Infine, si rifletterà sulle implicazioni sistemiche del fallimento, valutando in che misura abbia contribuito ad accelerare l'intervento pubblico e a ridefinire le priorità normative e politiche a livello internazionale.

¹⁰ Platero, M. (2008, 16 settembre). *Lehman, il crack dei record*. Il Sole 24 Ore.

L'obiettivo è comprendere non solo le ragioni del crollo di Lehman Brothers, ma anche e soprattutto le lacune giuridiche e istituzionali che tale evento ha contribuito a mettere in luce, offrendo un punto di partenza per valutare la risposta del diritto pubblico alla crisi.

3.1 Dalla nascita alla caduta di Lehman Brothers: Cause e dinamiche

Alabama, 1844, i fratelli Mayer, Henry ed Emanuel Lehman fondano la Lehman Brothers.

Inizialmente la società operava all'interno del settore tessile, successivamente si espanse al settore ferroviario ed infine divenne un'importante società finanziaria specializzata nel trading di materie prime. Ad inizio '900 passò al modello di business della banca di investimento diventando progressivamente, uno dei principali protagonisti di Wall Street, specializzandosi non solo nel trading di titoli e nella gestione patrimoniale, ma soprattutto nelle operazioni connesse al mercato immobiliare.

A partire dal 1997, con l'acquisizione di *Aurora Loan Services*, la Lehman Brothers aveva iniziato a espandersi in modo importante nel settore dei mutui subprime. Tale esposizione si consolidò negli anni successivi, quando l'istituto divenne tra i principali attori del mercato dei Mortgage-Backed Securities (MBS) e dei Collateralized Debt Obligations (CDO). I primi erano costituiti esclusivamente da mutui residenziali, mentre i secondi includevano una più ampia gamma di prestiti, spesso eterogenei e di qualità creditizia discutibile. Il processo di cartolarizzazione prevedeva che le banche acquistassero mutui già sottoscritti dagli istituti di credito, li raggruppassero in titoli complessi e li rivendessero agli investitori. Con l'acquisizione di numerosi *mortgage lenders*, Lehman accelerò questa prassi, arrivando a sottoscrivere MBS per un valore di circa 85 miliardi di dollari, più di qualunque altro operatore del mercato.

Parallelamente, la banca conobbe una crescita vertiginosa. Tra il 2002 e il 2005 i ricavi aumentarono di oltre il 130% e il valore delle azioni passò da 53 a 128 dollari, mentre la capitalizzazione di mercato raggiunse i 33.8 miliardi di dollari. Alla fine del 2007 l'attivo patrimoniale ammontava a 691 miliardi, ma il capitale proprio era pari ad appena 25 miliardi: la gran parte delle attività era finanziata tramite massiccio ricorso al debito a breve termine.

Financial Performance									
	Headcount			Revenue (\$'s in billions)			Market Cap (\$'s in billions)		
	2002 ⁽¹⁾	2005	% Δ	2002	2005	% Δ	2002	2005	% Δ
Lehman Brothers	13,090	22,919	75%	\$ 6.2	\$ 14.6	138%	\$ 14.6	\$ 33.8	132%
Goldman Sachs	22,677	22,425	-1%	14.0	25.2	80%	38.8	59.8	54%
Bear Stearns	10,452	11,843	13%	5.1	7.4	45%	9.3	16.3	75%
Morgan Stanley	61,319	53,218	-13%	19.1	26.8	40%	49.1	60.4	23%
Merrill Lynch	57,100	54,600	-4%	18.4	26.0	42%	37.8	61.0	62%

Figura 3: Performance finanziarie delle principali banche d'investimento 2002–2005 (Lehman Brothers Holdings Inc., Chapter 11)

Per sostenere le proprie operazioni, Lehman si affidava in particolare al mercato dei *pronti contro termine (repo)*, che le consentiva di reperire liquidità immediata attraverso prestiti di brevissima durata, spesso di importi miliardari. Tuttavia, pratiche contabili controverse, come il Repo 105, permisero all'istituto di registrare tali operazioni come vere e proprie vendite, fornendo l'immagine di un indebitamento ridotto e di una maggiore solidità patrimoniale. In realtà, tali manovre mascheravano una situazione di crescente fragilità finanziaria, determinata dall'accumulo di passività e dall'onerosità degli interessi.

Il deterioramento del mercato immobiliare rese rapidamente evidente questa vulnerabilità. Nel secondo trimestre del 2008 la banca dichiarò una perdita netta di 2,8 miliardi di dollari, imputabile principalmente alla svalutazione di mutui iscritti a bilancio per oltre 4 miliardi. A settembre le perdite nette ammontarono a 3,9 miliardi, mentre la liquidità disponibile era ridotta a soli 2 miliardi di dollari, a fronte di un'esposizione complessiva di quasi 200 miliardi. In soli nove mesi il titolo perse il 95% del proprio valore, mentre i tentativi di salvataggio tramite acquisizione, da parte di Korea Development Bank, Bank of America e Barclays, si conclusero senza successo.



Figura 4: Asta organizzata da Christie's a Londra (2010) con opere e beni provenienti dagli uffici europei di Lehman Brothers, venduti a seguito della procedura fallimentare avviata nel 2008 (Foto: Oli Scarff/Getty Images).

Il 15 settembre 2008 Lehman Brothers fu costretta a dichiarare bancarotta: la documentazione evidenziava attività per 639 miliardi di dollari, passività per 613 miliardi e capitale proprio di soli 25 miliardi. Le conseguenze furono devastanti: oltre 25.000 dipendenti persero il lavoro, circa 100.000 creditori non vennero soddisfatti e gran parte delle oltre 8.000 società controllate dall'istituto cadde in insolvenza.

3.2 Aspetti legali della bancarotta di Lehman Brothers

L'origine della crisi di Lehman Brothers non può essere compresa senza analizzare il contesto giuridico e regolamentare in cui essa si sviluppò. L'inizio dei problemi per Lehman Brothers li ritroviamo già tra la fine degli anni '90 e l'inizio degli anni 2000, dove gli Stati Uniti vissero un profondo periodo di deregolamentazione dopo il già citato Glass-Steagel Act, sostituito poi con il Gram Leach Bliley Act.

Questa nuova normativa consentiva alle banche di ampliare le proprie attività fondendo tra di loro le attività di banca commerciale e quella di investimento. Così Lehman Brothers vedendo in questa normativa una possibilità per espandere i propri profitti, iniziò l'acquisizione di varie banche specializzate in mutui partendo dal 1997 con l'acquisto di Aurora Loan Services, la quale si occupava dell'erogazione dei mutui subprime.

L'eccessiva esposizione, durata per decenni, portò Lehman Brothers ad essere coinvolta nel mercato delle Mortgage Backed Securities (MBS) e dei Collateralized Debt Obligation (CDO).

Il processo di cartolarizzazione prevedeva che le banche comprassero direttamente dagli istituti di credito mutui già sottoscritti per poi raggrupparli in CDO e rivenderli agli investitori. Con l'acquisizione di varie Mortgage Lenders, il processo si velocizzò sottoscrivendo più MBS di qualunque altra istituzione, per un valore totale di 85 miliardi di dollari.

Un ulteriore profilo che ebbe un ruolo determinante nel dissesto di Lehman Brothers fu rappresentato dal regime della Voluntary Regulation, introdotta nel 2004 sotto l'impulso dell'allora segretario al Tesoro Henry Paulson. Tale meccanismo, consentiva agli intermediari finanziari di superare i precedenti limiti imposti alla leva patrimoniale, legittimando così un incremento esponenziale dell'indebitamento. Le banche d'investimento ne approfittarono per accrescere in misura considerevole i volumi di prestito, fino a raggiungere rapporti di leva estremamente elevati ed in ultima analisi insostenibili. Nel caso di Lehman Brothers, il leverage ratio passò da 24:1 a 31:1, ciò significava che, per ogni dollaro di capitale proprio, l'istituto ne prendeva in prestito trentuno. La criticità, tuttavia, non risiedeva unicamente nella sproporzione del rapporto, quanto piuttosto che la maggior parte delle passività era costituita da debiti a breve termine, rendendo l'istituzione particolarmente vulnerabile agli shock di liquidità.

Il 15 settembre 2008 Lehman Brothers Holdings Inc. presentò istanza di fallimento presso il Bankruptcy Court del Southern District of New York, avviando la più grande procedura concorsuale mai registrata nella storia americana. La domanda fu proposta ai sensi del Chapter 11 del Bankruptcy Code, la disciplina statunitense che regola la ristrutturazione delle imprese insolventi e che si fonda sul principio del *debtor in possession*. Tale meccanismo consente al debitore di mantenere il controllo della gestione, sotto la supervisione del giudice fallimentare,

al fine di predisporre un piano di riorganizzazione volto a garantire la continuità aziendale e la soddisfazione dei creditori.

Per Lehman Brothers, tuttavia, lo scopo originario del Chapter 11 si dimostrò immediatamente irrealizzabile. La crisi di liquidità e il crollo della fiducia da parte dei mercati determinarono l'impossibilità di elaborare un piano di ristrutturazione sostenibile, cosicché la procedura, pur formalmente avviata come riorganizzazione, si tradusse fin da subito in una liquidazione ordinata degli asset del gruppo. Questo elemento mise in evidenza un limite strutturale dell'ordinamento concorsuale statunitense: una disciplina concepita per imprese commerciali ordinarie si rivelava inadeguata di fronte al dissesto di un'istituzione finanziaria globale e sistemica.

A ciò si aggiungeva la dimensione internazionale del gruppo Lehman, articolato in oltre settemila entità giuridiche distribuite in più di quaranta Paesi. L'assenza di un coordinamento normativo tra le diverse giurisdizioni determinò conflitti di legge e prassi eterogenee, in particolare tra Stati Uniti, Regno Unito ed Unione Europea, aumentando l'incertezza dei creditori e rendendo ancor più complessa la gestione della procedura.

In questa prospettiva, il caso Lehman Brothers rappresentò un punto di svolta, poiché rese evidente l'inadeguatezza degli strumenti giuridici allora disponibili a governare il fallimento di istituzioni finanziarie di dimensione sistemica, confermando la necessità di un diritto fallimentare speciale, capace di coniugare rapidità di intervento, uniformità di trattamento e tutela dell'ordine pubblico economico.

3.3 Le implicazioni della bancarotta di Lehman Brothers sul sistema finanziario globale

Il fallimento di Lehman Brothers ha avuto effetti immediati e dirompenti sull'equilibrio del sistema finanziario internazionale, segnando l'inizio di una crisi globale senza precedenti per portata e velocità di propagazione. In pochi giorni, il panico si è diffuso sui mercati, le borse mondiali hanno registrato crolli generalizzati, il credito interbancario si è bloccato e numerose istituzioni finanziarie hanno iniziato a mostrare segni di grave instabilità. Il sistema, fondato sulla fiducia reciproca tra operatori, ha sperimentato un'improvvisa paralisi che ha richiesto interventi urgenti da parte dei governi e delle banche centrali.

Tra le implicazioni più evidenti vi è stato il crollo della fiducia nella solvibilità non solo delle banche d'investimento, ma anche degli istituti di credito commerciale. La percezione che nemmeno un attore così grande e storicamente radicato come Lehman Brothers potesse essere salvato dallo Stato ha generato un effetto domino, costringendo le autorità a intervenire con

misure straordinarie: salvataggi pubblici, garanzie statali, programmi di sostegno alla liquidità. In questo senso, Lehman ha rappresentato un punto di svolta nella ridefinizione del rapporto tra autorità pubbliche e mercato finanziario.

Dal punto di vista normativo, il fallimento ha messo in luce l'assenza di un meccanismo coordinato di gestione delle crisi bancarie a livello globale. La natura transnazionale di molti gruppi finanziari ha mostrato la fragilità degli strumenti giuridici esistenti e la difficoltà di armonizzare procedure tra giurisdizioni diverse. La crisi ha così spinto il diritto pubblico, tanto a livello statale quanto sovranazionale, a interrogarsi sul proprio ruolo di garante dell'ordine economico e sulla necessità di rafforzare gli strumenti di intervento preventivo e correttivo.

Inoltre, la bancarotta di Lehman ha evidenziato la rilevanza dei soggetti "too big to fail" e il rischio che la loro eventuale insolvenza non solo comprometta il mercato, ma imponga decisioni politicamente e socialmente costose.

Ne è derivata una crescente attenzione alla regolamentazione macroprudenziale, volta a contenere i rischi sistemici attraverso obblighi patrimoniali più severi, controlli rafforzati e nuove regole in materia di trasparenza e governance. In questo quadro si collocano interventi normativi come il Dodd-Frank Act negli Stati Uniti e, in ambito europeo, la creazione dell'Unione bancaria, che ha attribuito alla Banca Centrale Europea compiti di vigilanza diretta su istituti di rilevanza sistemica.

Infine, la vicenda Lehman ha avuto un impatto anche sul piano culturale e giuridico, contribuendo a una rivalutazione del ruolo dello Stato nell'economia. Dopo decenni di liberalizzazione e fiducia nei meccanismi autoregolatori del mercato, la crisi ha riportato in primo piano la necessità di una governance pubblica efficace e credibile. Il diritto è tornato a essere visto non come ostacolo all'efficienza economica, ma come strumento indispensabile per garantire l'equilibrio tra libertà economica e tutela dell'interesse collettivo.

4 RISPOSTE GIURIDICHE ALLA CRISI

Dopo il crollo del 2008, la comunità internazionale si è trovata di fronte alla necessità urgente di intervenire per correggere le gravi mancanze emerse nella regolamentazione dei mercati finanziari. La crisi aveva mostrato che le regole esistenti erano troppo deboli per prevenire comportamenti rischiosi da parte delle banche e degli operatori finanziari. Era chiaro che servivano nuove norme, più severe e più adatte a proteggere la stabilità economica globale.

Per questo motivo vennero introdotte misure cautelari sia a livello nazionale che internazionale. Negli Stati Uniti venne approvato il Dodd-Frank Act, introducendo norme più stringenti per le banche e misure a sicurezza del consumatore. A livello internazionale ed Europeo venne ampliato il comparto regolamentare già preesistente con l'introduzione di Basilea III, implementando requisiti più rigorosi per le banche sia per il capitale che per la gestione del rischio. Infine, per coordinare le politiche economiche e finanziarie tra paesi, venne rafforzato il ruolo del Financial Stability Board (FSB).

Questo capitolo si propone, dunque, di analizzare nel dettaglio queste tre risposte normative, mettendo in evidenza i contenuti regolatori introdotti, i meccanismi di funzionamento previsti e il modo in cui ciascun intervento ha inteso rafforzare la stabilità finanziaria attraverso strumenti giuridici innovativi.

4.1 Il Dodd-Frank Act e le riforme negli Stati Uniti

Il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, emanato il 21 luglio 2010 dal Presidente Barack Obama, rappresenta la più ampia e importante riforma del sistema finanziario statunitense dopo la Grande Depressione del 1929. La sua approvazione fu il risultato delle drammatiche conseguenze della crisi del 2008, che aveva evidenziato l'inadeguatezza del quadro regolatorio preesistente, basato sulla fiducia nella capacità autoregolativa dei mercati e su un comparto normativo frammentato.

Con questa riforma lo Stato cercò di raggiungere quattro obiettivi principali: dapprima, l'intento era quello di rafforzare la sicurezza del sistema finanziario introducendo nuovi strumenti di prevenzione e gestione del rischio. Successivamente si cercò di porre fine al fenomeno delle "too big to fail", fenomeno per il quale si consideravano le grandi aziende immuni da possibili fallimenti. In terzo luogo, si volle evitare che le conseguenze delle crisi ricadessero nuovamente sul bilancio pubblico a discapito dei contribuenti; infine, si cercò di rafforzare un rapporto di

trasparenza tra il singolo consumatore e operatori finanziari per una maggiore correttezza nei contratti.

Il Dodd-Frank si pone dunque come una normativa di carattere sistemico, destinata a ridisegnare i rapporti tra autorità pubbliche, operatori di mercato e consumatori, con un approccio più incisivo rispetto alla mera autoregolamentazione che aveva caratterizzato le fasi precedenti.

4.1.1 La stabilità del sistema finanziario: il Financial Stability Oversight Council

Uno degli aspetti più rilevanti della risposta normativa degli Stati Uniti alla crisi finanziaria del 2008 è stato l'istituzione del *Financial Stability Oversight Council (FSOC)*, previsto dal *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* del 2010 (Title I, Sections 111–123, Dodd-Frank Act 2010). Tale organo rappresenta un unicum nel panorama istituzionale, concepito come struttura di coordinamento inter-agenzia con il compito di prevenire i rischi sistemici e garantire la stabilità del sistema finanziario nazionale.

Il Consiglio è presieduto dal Segretario del Tesoro ed è composto dai vertici delle principali autorità di vigilanza finanziaria federali, tra cui la Federal Reserve, la Securities and Exchange Commission, la Commodity Futures Trading Commission, la Federal Deposit Insurance Corporation, oltre a un membro indipendente con competenze assicurative nominato dal Presidente con il consenso del Senato. Accanto ai membri con diritto di voto, sono previsti anche membri consultivi, come i rappresentanti delle autorità di vigilanza statali e dell'Office of Financial Research, che svolgono funzioni di supporto tecnico.¹¹

Il FSOC è a capo di una missione che si sviluppa in tre punti fondamentali. In primo luogo, esso è chiamato a identificare i rischi per la stabilità finanziaria degli Stati Uniti, che possono derivare sia dal dissesto di istituzioni di rilevanza sistemica, che dallo svolgimento di attività potenzialmente pericolose da parte di grandi intermediari o, ancora, da fattori esterni al mercato finanziario. In secondo luogo, al Consiglio viene affidato il compito di rafforzare la disciplina di mercato, contrastando il fenomeno dell'azzardo morale e riducendo l'aspettativa di un intervento sistematico del Governo federale a tutelare azionisti, creditori e controparti di operatori in difficoltà. Infine, il legislatore gli attribuisce la funzione di rispondere alle minacce emergenti per la stabilità complessiva del sistema finanziario. Tali funzioni vengono ricondotte a una "duplice missione", da un lato l'attività di prevenzione e gestione dei rischi sistemici, dall'altro garantire il corretto funzionamento delle dinamiche di mercato.¹²

Al Consiglio sono riconosciuti ampi poteri di raccolta delle informazioni e di coordinamento tra le varie agenzie: può infatti attingere a dati e analisi da tutte le autorità federali e statali

¹¹ *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Pub. L. 111-203, Title I, Section 111(b)(1)-(2).

¹² *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Pub. L. 111-203, Title I, Section 112(a)(1)(A)–(C)

competenti, dall'*Office of Financial Research*, così da disporre di una base per la valutazione dei rischi sistemici e alla formulazione delle proprie raccomandazioni. Gli viene anche conferito il potere di nominare specifiche istituzioni finanziarie non bancarie come “systemically important”, con la conseguenza di sottoporle alla vigilanza prudenziale da parte della Federal Reserve. Tale qualificazione, che risponde all'esigenza di prevenire l'insorgere di minacce per la stabilità complessiva del sistema, si fonda su una serie di criteri descritti nella normativa, come il livello di leva finanziaria o l'entità delle esposizioni. Infine, il legislatore attribuisce al Consiglio la facoltà di formulare raccomandazioni al *Board of Governors* per l'introduzione di standard prudenziali rafforzati per le entità analizzate, che includono requisiti stringenti in materia di capitale, liquidità e leva finanziaria, oltre all'obbligo di predisporre piani di risoluzione (*living wills*) atti a garantire, in caso di crisi, la possibilità di una liquidazione.¹³

Il consiglio dispone inoltre del potere di fornire, alle autorità primarie di vigilanza, raccomandazione sull'adozione di norme più stringenti ad attività o pratiche finanziarie che possono causare rischi sistemici. Questa funzione risulta essenziale, poiché permette di risolvere lacune derivanti dalla frammentazione del sistema regolatorio statunitense, coordinando così il rapporto tra le varie agenzie.¹⁴

La previsione di meccanismi di revisione giudiziaria e di obblighi di rendicontazione periodica al Congresso assicura, peraltro, un bilanciamento tra l'ampiezza dei poteri attribuiti e il principio di responsabilità democratica (*accountability*).

L'istituzione del FSOC ha cambiato profondamente la regolamentazione economica negli Stati Uniti. Dopo la crisi del 2008, si è capito che i rischi potevano contagiare l'intero sistema. Per questo, è stato creato un nuovo organo collegiale con il compito di sorvegliare l'intero sistema finanziario (vigilanza macroprudenziale), individuare le minacce alla stabilità e intervenire per correggerle. Anche se la sua reale efficacia è discussa, questo modello è una notevole novità nel panorama della finanza contemporanea.

4.1.2 La gestione ordinata delle crisi: Orderly Liquidation Authority

In parallelo all'istituzione del Financial Stability Oversight Council, il Dodd-Frank Act dedica il Title II, Sections 201–217 all'istituzione di un meccanismo speciale di risoluzione delle crisi delle istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica, denominato *Orderly Liquidation Authority* (OLA). Tale disciplina risponde all'esigenza, emersa con particolare evidenza in occasione del fallimento di Lehman Brothers nel 2008, di predisporre strumenti giuridici idonei

¹³ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. 111-203, Title I, Sections 112(a)(2), 113(a)–(b), 115(a).

¹⁴ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. 111-203, Title I, Section 120.

a consentire la gestione ordinata delle insolvenze di grandi intermediari, evitando gli effetti domino che una liquidazione caotica avrebbe potuto produrre sull'intero sistema finanziario.

La normativa OLA pone la FDIC in una posizione centrale, conferendole il potere di intervenire e gestire un'istituzione finanziaria in crisi, nel caso in cui tale crisi sia giudicata una minaccia per la stabilità finanziaria complessiva. La decisione di avviare la procedura di liquidazione ordinata spetta al Segretario del Tesoro, su raccomandazione congiunta di due terzi dei membri del Board of Governors della Federal Reserve e della FDIC. Successivamente, il Segretario, dopo essersi consultato con il Presidente, presenta istanza al tribunale distrettuale federale per l'autorizzazione alla nomina della FDIC come *receiver*; nel caso in cui la corte non si pronunci entro ventiquattro ore, la richiesta si considera automaticamente approvata.¹⁵

Una volta nominata, la FDIC, assume il controllo dell'ente con poteri che vanno oltre quelli previsti tradizionalmente nelle procedure di risoluzione bancaria. Essa può trasferire attivi e passività a una *bridge financial company*, imporre perdite ad azionisti e creditori secondo criteri gerarchici, sostituire il management responsabile della crisi e accedere all'*Orderly Liquidation Fund*, un fondo volto a coprire i costi della procedura senza gravare sui contribuenti.

L'OLA si inserisce come strumento alternativo alla procedura fallimentare ordinaria prevista dal *Bankruptcy Code*, inadeguata a gestire il dissesto di istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica (cfr. par. **Errore. L'origine riferimento non è stata trovata.**).¹⁶

La normativa ha due obiettivi principali. Il primo è gestire le crisi bancarie senza attingere al denaro pubblico, eliminando l'aspettativa di salvataggi statali e riducendo il rischio di azzardo morale. Il secondo è assicurare che la liquidazione di una banca non destabilizzi l'intero sistema finanziario.

Sotto il profilo del diritto pubblico dell'economia, l'*Orderly Liquidation Authority* rappresenta una significativa innovazione istituzionale, in quanto realizza un compromesso tra l'esigenza di tutelare l'interesse generale alla stabilità dei mercati e il principio della responsabilità privata delle imprese, assicurando che eventuali perdite ricadano su azionisti e creditori e non sulla collettività. Tuttavia, la presenza di un ruolo decisionale attribuito a organi politici, quali il Segretario del Tesoro e il Presidente, pone questioni delicate in merito al bilanciamento tra discrezionalità politica e rispetto del principio di legalità nella gestione delle crisi.

Nel complesso, il Titolo II del Dodd-Frank Act ha segnato un passaggio cruciale nell'evoluzione del diritto della crisi bancaria e finanziaria statunitense, anticipando per molti versi le scelte compiute successivamente nell'ordinamento europeo con l'istituzione del *Single Resolution Mechanism* e del *Single Resolution Fund* nell'ambito dell'Unione Bancaria, e confermandosi

¹⁵ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, *Title II, Sections 203(a)(1)(A) e 203(b)*.

¹⁶ *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Title II, Section 210.

come uno degli strumenti più rilevanti di governance macroprudenziale elaborati a seguito della grande crisi finanziaria del 2008.

4.1.3 La tutela dei consumatori: il Consumer Financial Protection Bureau

Un'altra grande innovazione introdotta dal Dodd-Frank è la creazione del Consumer Financial Protection Bureau (CFPB), disciplinato dal *Title X*. Tale organo, concepito come un'autorità indipendente, ha ricevuto poteri di regolamentazione e di vigilanza su un ampio spettro di soggetti, dalle banche alle società finanziarie non bancarie che operano nel mercato dei mutui, delle carte di credito e di altri prodotti finanziari rivolti al pubblico.

La missione del CFPB è duplice: da un lato, prevenire e reprimere pratiche abusive, scorrette o ingannevoli (*unfair, deceptive or abusive acts or practices*); dall'altro, promuovere la trasparenza e la corretta informazione del consumatore attraverso obblighi di disclosure più chiari e completi. Inoltre, il Bureau è incaricato di raccogliere e gestire i reclami dei consumatori, nonché di predisporre iniziative di educazione finanziaria.

Dal punto di vista giuridico-istituzionale, il CFPB segna un netto cambio di paradigma: per la prima volta negli Stati Uniti la tutela del consumatore nel settore finanziario è concentrata in un'unica autorità, riducendo la frammentazione che aveva caratterizzato il sistema precedente, in cui le competenze erano suddivise tra più agenzie con inevitabili sovrapposizioni e inefficienze.

4.2 Basilea III e il diritto bancario internazionale

L'accordo di Basilea III, introdotto nel 2010, rappresenta il terzo dei trattati elaborati dal Comitato di Basilea per la supervisione bancaria (BCBS). Gli accordi di Basilea sono stati istituiti con l'obiettivo di regolamentare l'attività degli istituti di credito, definendo standard comuni volti a ridurre il rischio che crisi bancarie locali possano trasformarsi in crisi finanziarie di portata globale. La nascita di Basilea III è stata una diretta risposta ai limiti evidenziati da Basilea II, ritenuto inefficace nella gestione dei rischi creditizi e finanziari, carente nella considerazione dei requisiti di liquidità e incapace di valutare in maniera adeguata sia la quantità sia la qualità del capitale. Il nuovo accordo si concentra dunque su tre aree fondamentali. In primo luogo, i requisiti patrimoniali: l'aumento del patrimonio di vigilanza e l'introduzione del leverage ratio. In secondo luogo, l'introduzione di misure anticicliche, finalizzate a costituire riserve di capitale da utilizzare nelle fasi di crisi. Infine, l'istituzione di nuovi standard di liquidità. A completamento del quadro regolamentare, verrà inoltre analizzata la nascita del Financial Stability Board (FSB).

4.2.1 Rafforzamento patrimoniale e contenimento di leva

Come sottolineato dal comitato di Basilea:

“It is critical that banks’ risk exposures are backed by a high quality capital base. The crisis demonstrated that credit losses and writedowns come out of retained earnings, which is part of banks’ tangible common equity base. It also revealed the inconsistency in the definition of capital across jurisdictions and the lack of disclosure that would have enabled the market to fully assess and compare the quality of capital between institutions.”¹⁷

La crisi del 2008 ha infatti mostrato come il patrimonio di vigilanza, pur formalmente adeguato, fosse spesso costituito da strumenti ibridi o di scarsa capacità di assorbimento delle perdite. Inoltre, l’assenza di una definizione uniforme di capitale regolamentare determinava significative disparità tra ordinamenti, ostacolando la trasparenza e la comparabilità dei bilanci.

Per porre rimedio a tali criticità, Basilea III ha introdotto una disciplina più rigorosa, fondata sulla centralità del Common Equity Tier 1 (CET1) quale componente primaria del capitale regolamentare.

La valorizzazione del capitale ordinario e degli utili non distribuiti esprime una chiara linea normativa: assicurare che le componenti del patrimonio di vigilanza siano effettivamente in grado di assorbire perdite in condizioni di continuità aziendale. A tale rafforzamento qualitativo si affianca l’introduzione del *leverage ratio*, un requisito non basato sul rischio, concepito per contenere l’eccessivo indebitamento e per costituire un parametro uniforme, trasparente e comparabile a livello transnazionale. Tale strumento risponde all’esigenza di impedire che gli intermediari, pur rispettando formalmente i requisiti patrimoniali ponderati per il rischio, possano comunque accumulare livelli di leva tali da compromettere la stabilità complessiva del sistema finanziario.

E’ importante sottolineare che Basilea III non ha efficacia diretta, configurandosi come standard di soft law internazionale. La sua vincolatività discende dal recepimento negli ordinamenti interni: nell’Unione europea, i requisiti patrimoniali e il leverage ratio sono stati trasposti con la Capital Requirements Regulation (CRR), immediatamente applicabile, e con la Capital Requirements Directive IV (CRD IV), che ha imposto agli Stati membri di adattare la normativa nazionale. In tal modo, un principio elaborato in sede transnazionale viene tradotto in obblighi

¹⁷ *Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, revised version June 2011, Part A, Section 1, par. 8.

giuridici cogenti, vincolanti per gli intermediari e suscettibili di sanzione in caso di inadempimento.

4.2.2 Strumenti macroprudenziali e gestione della pro-ciclicità

Uno degli elementi di maggiore innovazione di Basilea III è rappresentato dall'introduzione di strumenti di carattere macroprudenziale, volti a mitigare la pro-ciclicità del credito e a rafforzare la capacità del sistema bancario di assorbire shock nelle fasi di crisi. Come sottolineato dal Comitato di Basilea:

“One of the most destabilising elements of the crisis has been the procyclical amplification of financial shocks throughout the banking system, financial markets and the broader economy”¹⁸

Con pro-ciclicità viene definito il fenomeno per il quale il comportamento degli intermediari finanziari tende ad amplificare o ridurre le fasi del ciclo economico. Questa dinamica, già osservata durante la crisi del 2008, evidenzia il rischio che il settore bancario, anziché fungere da stabilizzatore, diventi moltiplicatore degli shock negativi.

L'idea che il settore finanziario possa rafforzare l'andamento del ciclo economico, cioè renderlo più accentuato sia nelle fasi di crescita che in quelle di recessione, non è nuova e risale almeno a Irving Fisher (1933). Nella sua interpretazione originaria, tuttavia, i fattori finanziari avevano un ruolo sbilanciato: nelle fasi di crisi le difficoltà di accesso al credito per famiglie e imprese peggioravano la situazione, mentre nei periodi di espansione non si registrava un contributo altrettanto forte. Questa visione è stata superata dalla teoria più recente del financial accelerator (FA), che spiega come il valore delle garanzie giochi un ruolo decisivo. Quando i prezzi degli attivi crescono, diventa più facile ottenere prestiti; al contrario, quando i prezzi calano, il credito si riduce. Si tratta di un meccanismo chiaramente prociclico, perché i prezzi degli attivi tendono a muoversi insieme all'andamento dell'economia, e il credito così condizionato influenza a sua volta consumi, investimenti e crescita. Un fenomeno simile si osserva anche nei bilanci delle banche. Un calo dei prezzi degli attivi erode il capitale e aumenta la leva finanziaria. In un contesto di recessione, raccogliere nuovo capitale è difficile, perciò le banche reagiscono riducendo le proprie attività, contribuendo di fatto ad amplificare ulteriormente la fase negativa del ciclo. In teoria, la prociclicità potrebbe essere evitata qualora le banche mantenessero riserve di capitale adeguate, denominate buffer, lungo l'intero ciclo economico consolidando la propria

¹⁸ *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. Revised version, June 2011. Basel: Bank for International Settlements .

posizione patrimoniale nelle fasi di crescita per disporre di un margine sufficiente ad assorbire le perdite durante le fasi recessive.¹⁹

Infatti, la disciplina di Basilea III risponde a tale criticità attraverso l'introduzione di buffer patrimoniali aggiuntivi rispetto ai requisiti minimi:

- il capital conservation buffer, finalizzato a garantire che le banche mantengano un margine di capitale destinato ad essere utilizzato nelle fasi di difficoltà, limitando così la necessità di ridurre gli impieghi;
- il countercyclical buffer, attivato dalle autorità nazionali nelle fasi di eccessiva espansione del credito, per accumulare riserve di capitale che possano essere liberate in caso di recessione.²⁰

Questi strumenti rappresentano il consolidarsi di una regolazione di tipo macroprudenziale, che supera la prospettiva tradizionale della vigilanza microprudenziale incentrata sulla singola banca, per perseguire la stabilità complessiva del sistema.

In tal modo, Basilea III ha introdotto nel diritto bancario internazionale una vera e propria dimensione macroprudenziale, volta a impedire che il settore bancario diventi amplificatore delle oscillazioni cicliche, assicurando invece una funzione di stabilizzazione e di tutela della stabilità finanziaria complessiva.

4.2.3 Standard di liquidità e rischio sistemico

Un ulteriore pilastro della riforma di Basilea III è rappresentato dall'introduzione di requisiti specifici in materia di liquidità e dalla disciplina riguardante le istituzioni di rilevanza sistemica. La crisi finanziaria aveva infatti mostrato come, accanto alla fragilità patrimoniale, la carenza di riserve liquide e la forte dipendenza da forme di finanziamento a breve termine costituissero fattori determinanti del contagio e dell'instabilità del sistema.

Per la prima volta, il Comitato di Basilea ha previsto due indicatori armonizzati a livello internazionale:

- il Liquidity Coverage Ratio (LCR), volto a garantire che gli intermediari detengano attività liquide di elevata qualità, sufficienti a fronteggiare tensioni di breve periodo;
- il Net Stable Funding Ratio (NSFR), destinato a rafforzare la stabilità delle fonti di finanziamento nel medio-lungo termine (1 anno), in modo tale da garantire una scadenza

¹⁹ Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers)*, n. 44, Financial sector pro-cyclicality. Lessons from the crisis, aprile 2009, p. 5.

²⁰ Basel Committee on Banking Supervision (2019). *The capital buffers in Basel III – Executive Summary*. Bank for International Settlements.

sostenibile per attività e passività.²¹

L'introduzione di queste nuove regolamentazioni per il settore bancario rappresenta una novità sotto il profilo giuridico in quanto per la prima volta la legislazione non si limita al profilo patrimoniale bensì impone obblighi anche in materia di liquidità, la quale assume così un ruolo essenziale nella tutela finanziaria.

Accanto a tali misure, Basilea III ha dedicato attenzione al tema del rischio sistemico connesso alle istituzioni di dimensioni globali, le cosiddette *Global Systemically Important Banks* (G-SIBs).

Come per le altre disposizioni di Basilea III, anche gli standard di liquidità e le misure relative al rischio sistemico non hanno efficacia diretta, ma necessitano di recepimento a livello interno. In ambito europeo, il CRR e la CRD IV hanno reso obbligatori sia l'LCR che l'NSFR, mentre ulteriori discipline sono state introdotte con riferimento alle G-SIBs attraverso norme di vigilanza prudenziale e interventi specifici del Meccanismo di Risoluzione Unico (SRM).

In conclusione, queste innovazioni confermano il carattere evolutivo di Basilea III: da una disciplina centrata sul capitale minimo, si passa a un quadro regolatorio più ampio, che considera la liquidità e la rilevanza sistemica come elementi imprescindibili di una strategia complessiva di stabilizzazione del sistema bancario.

4.3 La creazione del Financial Stability Board (FSB)

Il Financial Stability Board (FSB) venne istituito nell'aprile del 2009 come successore del Financial Stability Forum (FSF), organismo nato dieci anni prima su impulso del G7. La decisione fu assunta in occasione del vertice del G20 di Londra, quale risposta alla crisi finanziaria globale che aveva messo in luce l'insufficienza del quadro di cooperazione allora esistente. Successivamente, nel settembre dello stesso anno, durante l'incontro del G20 di Pittsburgh, venne approvata la Carta costitutiva (Charter), che ne ha definito la struttura, i compiti e le modalità operative.

Il nuovo organismo è stato dotato di un mandato più ampio rispetto al suo predecessore, assumendo il compito di coordinare la vigilanza a livello internazionale, promuovere la stabilità del sistema finanziario globale e favorire l'attuazione di riforme regolamentari. A tal fine, il FSB riunisce non solo le autorità nazionali competenti (ministeri delle finanze, banche centrali,

²¹ *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. Revised version, June 2011. Basel: Bank for International Settlements .

autorità di vigilanza), ma anche le principali organizzazioni finanziarie internazionali (FMI, Banca Mondiale, BIS, OCSE) e i comitati di standardizzazione (come il Comitato di Basilea).

Dal punto di vista giuridico-istituzionale, il FSB si caratterizza come strumento di soft law internazionale: le sue decisioni non hanno efficacia vincolante diretta, ma si traducono in impegni politici per gli Stati e le autorità membri. La forza delle sue raccomandazioni discende dal successivo recepimento negli ordinamenti interni o nelle normative sovranazionali, come avvenuto nell'Unione europea con l'implementazione degli standard di Basilea III tramite il CRR/CRD IV.

La creazione del FSB risponde dunque a una duplice esigenza: da un lato, colmare il deficit di coordinamento e di visione sistemica che aveva contribuito ad aggravare la crisi del 2008; dall'altro, garantire un più stretto raccordo tra livello nazionale e livello globale nella sorveglianza sui mercati finanziari. In questa prospettiva, il FSB rappresenta uno snodo fondamentale dell'architettura finanziaria internazionale post-crisi, volto a rafforzare la resilienza del sistema e a prevenire nuovi rischi di instabilità.

Bibliografia

- Avgouleas, E. (2012). *Governance of Global Financial Markets: The Law, The Economics, The Politics*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Basel Committee on Banking Supervision. (2019). *The Capital Buffers in Basel III – Executive Summary*. Basel: Bank for International Settlements.
- Elkhoury, M. (2008). *Credit Rating Agencies and Their Potential Impact on Developing Countries*. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD).
- Financial Stability Forum. (Basel). *Report on Enhancing Market and Institutional Resilience: Update on Implementation*. Basel: Financial Stability Forum.
- Hill, C. A. (2004). *Regulating the Rating Agencies*. Minnesota: Washington University Law Quarterly.
- Panetta, F., Angelini, P., Albertazzi, U., Columba, F., Cornacchia, W., Di Cesare, A., . . . Santini, G. (2009). Financial sector pro-cyclicality: Lessons from the crisis. *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) n. 44*.
- Pinto, A. R. (2006). *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*. The American Journal of Comparative Law n 54. Oxford University Press.
- Platero, M. (2008, Settembre 16). Lehman, il crack dei record. Passivo a 613 miliardi di dollari: è il più grande fallimento della storia. *Il Sole 24 Ore*, p. 2.
- Rosseau, S. (2005). *Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: The Case for a Disclosure-Based Approach*. Montreal: CMI, University of Montreal.
- Shiller, R. J. (2008). *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Sorkin, A. R. (2009). *Too Big to Fail: The inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System- and Themselves*. New York, NY: Viking.
- Supervision, B. C. (2011). *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. Basel: Bank for International Settlements.
- United States Congress. (2010). *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Washington, DC: Government Printing Office.

