

Novembre 2016

Come potrebbe cambiare la legislazione finanziaria americana dopo la vittoria elettorale repubblicana

Luca Amorello, PhD candidate in Law & Economics of Money and Finance, Goethe University of Frankfurt e LLM Candidate, Harvard Law School

1. Introduzione

La vittoria del partito repubblicano alle ultime elezioni americane potrebbe comportare novità sostanziali nei prossimi mesi, non solo per quanto riguarda le scelte di policy economica e geopolitica, ma anche - e soprattutto - per le possibili riforme in materia di legislazione bancaria e finanziaria.¹ Sebbene il neo-eletto presidente non abbia al momento proposto una vera e propria agenda regolamentare per i soggetti finanziari, il partito repubblicano, oggi maggioranza al Congresso degli Stati Uniti, sembra intenzionato ad avanzare alcune proposte di riforma radicale del quadro normativo attuale per banche e imprese finanziarie

In generale, alla luce della sua storica propensione per un regime limitato di supervisione del settore bancario e finanziario che possa garantire maggiore efficienza di mercato, l'agenda repubblicana vorrebbe ridurre – in misura rilevante – i presidi di controllo attualmente previsti per alcune aree fondamentali del mercato finanziario, limitando inoltre i poteri amministrativi della autorità federali competenti. Nonostante sia ancora presto per introdurre nello specifico le proposte di riforma in agenda, e' già possibile evidenziare queste aree regolamentari, elencando in breve le modifiche principali che potrebbero concretizzarsi durante la prossima legislatura.

2. Riforma del Dodd Frank Act

L'agenda repubblicana, esposta da Jeb Hensarling nel documento '*The Financial Choice Act, A Republican Proposal to Reform the Financial Regulatory System*',² sarà focalizzata, in primo luogo, sul *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (Dodd-Frank Act), introdotto nel Luglio 2010 al fine di ridurre

¹ Si ringraziano, in particolare, il Prof. Howell E. Jackson (Harvard Law School) e Margaret E. Tahyar (Partner, Davis Polk & Wardwell LLP) per i preziosi spunti di riflessione nella stesura di questo articolo.

² Vd. House Committee on Financial Services, *The Financial Choice Act, A Republican Proposal to Reform the Financial Regulatory System* (23 giugno 2016).

potenziali rischi – idiosincratici e non - legati alle diverse attività del settore finanziario, prevenire ulteriori eventi di crisi sistemica, istituire nuovi strumenti di supervisione sui soggetti vigilati, e rafforzare gli strumenti a tutela dei consumatori e i presidi sulla trasparenza.

Tra le numerose innovazioni introdotte dal Dodd-Frank Act, nel corso degli anni hanno assunto particolare rilievo i limiti alle acquisizioni di partecipazioni dei soggetti bancari, i piani di risoluzione (cd. *‘living wills’*), l’utilizzo degli stress test come strumento di supervisione micro- e macro-prudenziale, nonché le regole sull’adeguatezza patrimoniale e sulla liquidità previamente delineate da Basilea III.

Le maggiori critiche sul Dodd-Frank Act riguardano, nello specifico, il particolare livello di complessità della normativa, la quale avrebbe ridotto l’accessibilità ai servizi finanziari di consumatori e piccole imprese e reso particolarmente onerosa la *compliance* per i soggetti finanziari non sistemici.

Nelle intenzioni dei repubblicani, le grandi *‘bank holding companies’* (BHC), potrebbero essere esentate da alcune delle regole adottate, qualora esse soddisfino requisiti di capitale più stringenti, sebbene calcolati in maniera più elementare rispetto alle ponderazioni di rischio previste dal Comitato di Basilea.³

In particolare, potrebbe essere richiesto alle banche di adottare un limite alla leva finanziaria pari al 10%, mentre maggiore importanza nella capitalizzazione prudenziale sarebbe data all’equity rispetto agli strumenti di debito ibridi o subordinati. L’attuale sistema di calcolo dei requisiti prudenziali basato sulle attività ponderate per il rischio potrebbe essere abbandonato - o fortemente limitato - anche in ragione della particolare complessità e scarsa trasparenza dei modelli interni usati dalle banche per il calcolo di tali ponderazioni.

In breve, qualora le banche dovessero mantenere una leva finanziaria pari al 10% e ricevessero un rating CAMELS – equivalente allo SREP europeo – pari ad 1 o 2 da parte dell’autorità di supervisione competente, esse verrebbero esentate da un gran numero di regole prudenziali sul capitale e la liquidità, così come introdotte dal Dodd-Frank Act.

3. Modifiche strutturali alla normativa sulle ‘Bank Holding Companies’

La più rilevante delle proposte avanzate in casa repubblicana riguarda, tuttavia, l’abrogazione della Section 619 del Dodd-Frank Act, meglio conosciuta come *‘Volcker Rule’*. Tale previsione normativa proibisce alle *bank holding companies* (BHC) e alle sue controllate di svolgere attività di negoziazione per conto proprio, nonché di sponsorizzare fondi *hedge* o di *private equity*. In concreto, la norma ha reintrodotto

³ Sul punto vd. Donna Borak, *Republican Alternative to Dodd-Frank Calls for Banks to Boost Capital*, The Wall Street Journal (7 giugno 2016), <http://www.wsj.com/articles/republican-alternative-to-dodd-frank-calls-for-banks-to-boost-capital-1465272062>.

negli Stati Uniti la separazione strutturale tra banca commerciale e banca d'investimento, limitando le esposizioni verso soggetti finanziari considerati particolarmente rischiosi.

Tale abrogazione si giustifica in ragione della necessità di preservare la funzione – ammissibile - di *market-maker* di alcuni soggetti bancari. La distinzione, infatti, tra *proprietary trading* e *market making* risulta oggi di difficile interpretazione in certi contesti e tale incertezza ha ridotto il numero di soggetti bancari *market makers*, con una conseguente diminuzione della liquidità per gli strumenti finanziari intermediati sui mercati.

Dunque, la separazione strutturale negli Stati Uniti tra banca commerciale e altre attività di investimento potrebbe presto venire meno. A questa proposta si potrebbe aggiungere l'abrogazione del cd. '*Durbin Amendment*', introdotto con il Dodd-Frank Act al fine di porre un limite massimo alle commissioni di interscambio sulle transazioni con carta di debito. Tale limite, risulterebbe agli occhi dei congressisti repubblicani, lesivo della concorrenza, generando uno schema di *price-fixing* a svantaggio dei consumatori.

Inoltre, l'agenda repubblicana prevederebbe una ristrutturazione complessiva della normativa sui piani di risoluzione che le istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica devono periodicamente trasmettere alla Federal Reserve e alla Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). Le autorità federali competenti potrebbero invece richiedere tali piani soltanto ogni due anni e sarebbero tenute a fornire osservazioni agli istituti bancari sulla loro conformità entro sei mesi dalla ricezione. Infine, la Federal Reserve e la FDIC sarebbero obbligate a pubblicare la metodologia analitica delle proprie valutazioni sui *living wills*.

Infine, un ulteriore intervento normativo dovrebbe profilarsi per gli *stress test*. La disciplina rilevante dovrebbe essere emendata in maniera sostanziale, prevedendo che le autorità di supervisione competenti pubblichino, dopo aver ricevuto commenti e osservazioni da parte degli istituti bancari coinvolti, i parametri sulla base dei quali gli stress test vengono condotti, inclusi i diversi scenari di stress, le metodologie di analisi e i modelli utilizzati per stimare le perdite potenziali su determinate attività. Le autorità competenti dovrebbero poi inviare tali informazioni al *Government Accountability Office* (GAO) e al *Panel of Economic Advisors of the Congressional Budget*, al fine di sottoporre le relative metodologie sui test a controllo politico.

4. Revisione del Consumer Financial Protection Bureau (CFPB)

Il Titolo X del Dodd-Frank Act ha istituzionalizzato il *Consumer Financial Protection Bureau* (CFPB), con il mandato di predisporre e attuare la normativa finanziaria in materia di protezione dei consumatori, assicurando agli stessi l'accesso ai servizi e ai prodotti finanziari in un mercato equo, trasparente e competitivo.

Sebbene la protezione dei consumatori sia uno degli obiettivi principali del Dodd-Frank Act, i repubblicani sostengono da tempo che l'attività del CFPB non abbia prodotto i benefici sperati dall'amministrazione democratica ed, anzi, alcuni dei suoi interventi normativi abbiano leso i presidi a tutela dei consumatori americani. Ad esempio, alcuni di questi interventi avrebbero ridotto l'offerta creditizia per le famiglie a basso reddito, mentre i costi di alcuni servizi bancari sarebbero grandemente aumentati. Inoltre, una serie di interventi del CFPB non avrebbe fatto altro che ledere la privacy dei consumatori e avrebbe spinto gli stessi verso opzioni creditizie sfavorevoli.

In ragione di ciò, l'agenda repubblicana auspica una sostanziale rivisitazione dei poteri del CFPB, assicurando maggiore controllo da parte del Congresso sulle sue attività. In particolare, la struttura di governance del CFPB verrebbe riformata, sostituendo al direttore unico – oggi a capo del Bureau – una commissione bipartisan composta da diversi membri. Il CFPB, inoltre, verrebbe assoggettato al cd. *appropriations process* attraverso cui il Congresso autorizza annualmente la spesa pubblica federale. Alle corti federali invece sarebbe demandato il compito di correggere interpretazioni erranee fatte dal CFPB degli statuti e delle previsioni regolamentari.

Il mandato del CFPB dovrebbe essere poi esteso al fine di includere, non soltanto la tutela dei consumatori, ma anche la promozione della concorrenza nei mercati finanziari. In ultimo, al fine di creare un sistema di contrappesi tra poteri amministrativi e rappresentanza democratica, gli interventi normativi del CFPB dovrebbero essere accompagnati da analisi costi/benefici, mentre al Congresso sarebbe demandato il compito di approvare, prima dell'approvazione, le nuove regole eventualmente disposte dal Bureau.

5. Revisione del Financial Stability Oversight Council (FSOC)

In materia di supervisione macroprudenziale, il Titolo I del Dodd-Frank Act ha istituito il Financial Stability Oversight Council (FSOC), organo creato con il preciso mandato di identificare i rischi per la stabilità finanziaria, promuovere la disciplina di mercato e rispondere in maniera efficiente alle ipotesi sistemiche nel sistema finanziario statunitense.

La costituzione del FSOC tuttavia è stata in criticata in larga misura dall'opposizione repubblicana. In particolare, tale organo avrebbe generato livelli eccessivi di rischio politico, determinato dal fatto che i membri nominati del FSOC avrebbero il potere di decidere – senza particolare *accountability* – quali attività le imprese di investimento possono validamente svolgere, nonché influenzare in maniera sostanziale le dimensioni e il perimetro regolamentare delle istituzioni sottoposte a vigilanza. A tal riguardo, particolarmente critica risulterebbe la procedura adottata dal FSOC per la designazione degli istituti finanziari non-bancari quali 'istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica'. Tale procedura si baserebbe infatti su standard regolamentari vaghi e del tutto aleatori, lasciando a pochi soggetti una discrezionalità e influenza eccessiva nelle scelte di politica macroprudenziale.

In questo contesto, i repubblicani propongono di eliminare il potere del FSOC nella designazione delle istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica, abrogando al contempo le designazioni già effettuate per American International Group, General Electric Capital Corporation, Prudential Financial e MetLife. Inoltre, l'agenda repubblicana vorrebbe eliminare il potere del FSOC nell'aumentare i requisiti prudenziali per alcune attività ritenute sistemiche, nonché il potere di scorporare una impresa finanziaria che possa minacciare la stabilità finanziaria degli Stati Uniti.

Secondo l'intenzione dei repubblicani, il FSOC dovrebbe invece continuare a monitorare gli sviluppi prociclici di mercato, facilitare lo scambio di informazione tra le altre agenzie di supervisione organizzandone il coordinamento, e riferire al Congresso dei potenziali rischi sistemici individuati. Nel far ciò, la governance del FSOC dovrebbe essere rimodulata al fine di garantire maggiore trasparenza e permettere a membri rappresentanti del governo di parteciparvi attivamente.

6. Rimodulazione della normativa in materia di soggetti finanziari sistemici

Cio' detto, ulteriori interventi regolamentari riguarderanno, con molta probabilità, l'annoso problema delle istituzioni finanziarie *'too big to fail'* e degli eventuali bailout che si dovessero rendere necessari nelle ipotesi gravi di insolvenza. Sul punto, il Dodd-Frank Act ha istituzionalizzato lo strumento del bailout, stabilendo come organo permanente per la risoluzione degli istituti bancari, la cd. *'Orderly Liquidation Authority (OLA)'*.

Per i repubblicani, tale authority, costituita da membri del governo, opererebbero in massima segretezza decidendo – in via del tutto discrezionale – quale impresa finanziaria debba fallire e quale invece debba essere protetta da eventuali perdite. La predisposizione di questa soluzione istituzionale avrebbe generato incentivi negativi per gli istituti finanziari in termini di azzardo morale, essendo ora gli interventi di *bailout* una concreta ipotesi legislativa a disposizione degli organi di governo nei casi di crisi.

L'agenda repubblicana propone di ridurre drasticamente l'uso del *bailout* da parte del governo. A tal fine, essa propone di abrogare l'OLA, e di sostituirla con un nuovo titolo nel *Federal Bankruptcy Code*, che preveda una procedura di liquidazione speciale per gli istituti finanziari particolarmente complessi. Inoltre, alla Federal Reserve verrebbero posti limiti sui poteri in materia di concessione della liquidità di emergenza, negando altresì l'uso dell'*Exchange Stabilization Fund (ESF)* per finanziare costosi interventi di salvataggio pubblico. Infine, verrebbe abrogato il potere della Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) di predisporre piani di garanzia delle obbligazioni bancarie nei casi di grave stress del sistema finanziario.

7. Riforma della Federal Reserve

La struttura della Federal Reserve non sarebbe esente da modifiche. Non soltanto infatti, i poteri in materia di concessione della liquidità di emergenza verrebbero fortemente

ridotti, ma l'uso dei modelli macroeconomici della sua politica monetaria potrebbe essere sottoposto a revisione. In particolare, la politica monetaria della Federal Reserve dovrebbe essere condotta utilizzando in modo restrittivo la 'Taylor Rule', senza particolari deviazioni dalle sue componenti matematiche.

Inoltre, al fine di incrementare la trasparenza e il controllo dei suoi interventi, la Federal Reserve verrebbe assoggettata a *auditing* da parte del *Government Accountability Office* (GAO), il quale sarebbe tenuto a riportare entro 90 giorni i risultati ottenuti direttamente al Congresso.

8. Riforma della Securities and Exchange Commission (SEC)

Oltre alla Federal Reserve, anche la Securities and Exchange Commission (SEC) e il suo quadro regolamentare, dovrebbero subire una revisione estensiva. Nello specifico, i repubblicani hanno intenzione di riformare la struttura interna della SEC e prevedere l'applicazione di sanzioni più severe, nei casi di violazione della normativa sugli strumenti finanziari, garantendo allo stesso tempo i principi di legalità e di giusto processo davanti all'organo amministrativo. Alla SEC, inoltre, verrebbero attribuiti nuovi poteri per scoraggiare e punire eventuali frodi e violazioni normative, e tutelare consumatori e investitori. Alla SEC verrebbe richiesto sul punto di fornire analisi economiche delle proprie decisioni in materia di sanzioni, mentre ai soggetti sottoposti a indagine e procedura sanzionatoria sarebbero pienamente garantiti i diritti di difesa. Inoltre i repubblicani vogliono dare alle corti il potere di avocare a sé i casi condotti tramite procedimento amministrativo dalla SEC, al fine di assicurare che le parti possano avere un giusto processo, senza vantaggio alcuno per l'autorità amministrativa.

9. Revisione dei poteri amministrativi delle altre autorità di supervisione

Tali riforme in materia bancaria e finanziaria verrebbero accompagnate, tuttavia, da una generale ridefinizione dei poteri e del perimetro regolamentare delle agenzie federali americane competenti. Per i repubblicani, infatti, l'attuazione del Dodd-Frank Act avrebbe eroso il potere del Congresso e del Presidente di controllare le azioni delle diverse agenzie federali. Producendo una normativa costosa e poco efficiente, il Dodd-Frank Act avrebbe limitato il principio di legalità, devolvendo poteri sostanziali a conglomerati burocratici non soggetti ad alcun controllo democratico.

Perciò, al fine di ristabilire la separazione dei poteri dello Stato e ridefinire i procedimenti amministrativi sulla base dei principi di equità e trasparenza, i repubblicani intendono adottare un pacchetto di riforme riguardante cinque aree. In primo luogo, gli interventi di supervisione delle autorità federali competenti sarebbero assoggettati al '*Executive in Need of Scrutiny (REINS) Act*', il quale prevede che il Congresso dia la propria approvazione, e il Presidente controfirmi, prima della loro entrata in vigore, le risoluzioni di approvazione dei regolamenti di maggiore rilevanza.

In secondo luogo, alle autorità federali competenti verrebbe richiesto di svolgere sempre una analisi costi/benefici riguardante gli eventuali regolamenti da adottare. Inoltre, tutte le autorità regolamentari potrebbero essere soggette ad ‘*appropriations process*’ del Congresso.

Infine, la cd. *Chevron Doctrine* - principio amministrativo di natura giurisprudenziale secondo cui le corti americane sarebbero tenute ad applicare le interpretazioni prodotte dalle autorità regolamentari sui propri statuti – dovrebbe essere abrogata; le corti invece dovrebbero essere libere di adottare le proprie interpretazioni sulla normativa amministrativa rilevante, senza alcuna deferenza nei confronti delle *authority*.

10. Conclusioni

Sebbene in questa fase sia difficile fare previsioni sulle modifiche normative che verranno adottate dal Congresso, il legislatore americano potrebbe presto trasformare queste proposte in concreti atti legislativi. In questo contesto, la quasi completa decostruzione del Dodd-Frank Act e la riformulazione dei presidi istituzionali delle autorità di supervisione competenti, potrebbe comportare una vera e propria rivoluzione normativa in ambito bancario e finanziario, che distanzierebbe notevolmente gli USA dall’esperienza regolamentare dell’Unione Europea.

Le riforme proposte, inoltre, porrebbero incentivi rilevanti per le banche e le imprese di investimento statunitensi, verso una rimodulazione delle proprie strutture di capitale e di governance, nonché un probabile contenimento dei costi di compliance. In tale contesto, il sistema finanziario americano potrebbe subire una ristrutturazione generale con esternalità rilevanti in materia di concorrenza, stabilità finanziaria e – perfino – stabilità dei prezzi.