



www.lavoce.info

Finanza

I QUATTRO PICCHI DELLA REGOLAMENTAZIONE

di [Carmine Di Noia](#) 10.10.2008

Autorità di vigilanza e banche centrali hanno troppi conflitti di interesse se perseguono più obiettivi contemporaneamente. E oggi il sistema offre un grado di protezione inadeguata agli investitori e mantiene un ulteriore strato di regolazione nazionale che fa perdere competitività a tutta l'industria finanziaria. Una struttura equilibrata potrebbe essere a quattro picchi. La regolamentazione e vigilanza sarebbe organizzata, a livello orizzontale, per finalità. E in modo federale, a livello verticale, con una struttura simile al sistema europeo di banche centrali.

Gli Usa hanno approvato il piano Paulson. L'Europa continua ad affrontare unitariamente, solo a parole, gli effetti della grande crisi finanziaria: meglio di niente per cercare di evitare un cataclisma. Peccato che si stia forse perdendo l'occasione per intervenire su una delle cause.

UN SISTEMA INEFFICACE

La crisi ha messo in dubbio l'efficacia sia della ripartizione "orizzontale" delle competenze tra le **autorità di vigilanza** - dalla frammentazione di quelle Usa al *single regulator* di molti paesi Unione Europea - sia di quella "verticale", con autorità solo nazionali di tutela. **(1)**

Abbiamo visto di tutto nell'ultimo anno. Il panico di banchieri centrali del Regno Unito davanti a un caso di "corsa agli sportelli"; la frenetica corsa a vietare le vendite allo scoperto, dove l'autorità arrivata ultima, magari per evitare essa stessa di manipolare il mercato, ha rischiato di rimanere con il cerino in mano. Oppure gli incontri notturni di governi per salvare banche operanti in più paesi, seppellendo la disciplina sugli aiuti di Stato; o la corsa a elevare la copertura su depositi e altre passività bancarie da chiunque detenute, per importi pari a varie volte il Pil del paese in questione.

I dubbi aumentano alla luce delle modalità dei recenti **salvataggi**. Sono stati utilizzati tutti gli strumenti tradizionali, spesso in modo "creativo" o un po' shakerati tra loro: intervento diretto dei governi; banche centrali; assicurazione dei depositi. Seppellendo definitivamente gli steccati tripartiti nella regolamentazione e vigilanza tra banche, intermediari mobiliari e assicurazioni/fondi pensione, sono stati coinvolti tutti i tipi di intermediari: banche commerciali e d'investimento, investitori istituzionali e *hedge fund*, intermediari mobiliari e assicurazioni.

La dimensione colossale degli interventi e la loro tipologia, che va dalle iniezioni dirette di capitale, prestiti, acquisti di "*toxic assets*" alle nuove regole in materia di assicurazione dei depositi, rendono evidente una considerazione banale, ma spesso dimenticata: la decisione ultima è, e deve restare, del *policy maker*, eventualmente solo assistito da autorità indipendenti e banca centrale, unico a risponderne ai contribuenti. Invece, la responsabilità di tali decisioni politiche è stata troppo spesso



www.lavoce.info

di banche centrali, in qualità di prestatori di ultima istanza, o di autorità di vigilanza - talvolta le banche centrali stesse - che, in realtà, avrebbero dovuto vigilare affinché il soggetto agonizzante non arrivasse a quel punto. Peraltro, nessuna autorità è in grado di erogare cifre come quelle discusse in questi giorni. E se fa finta di farlo, come [nel caso della Fed con Aig](#), ottiene l'unico risultato di aver perso la propria indipendenza.

Autorità di vigilanza e banche centrali hanno troppi **conflitti di interesse** se perseguono più obiettivi contemporaneamente: macrostabilità, microstabilità, protezione degli investitori e concorrenza. Ancor di più se perseguono obiettivi del *policy maker*: tutela degli interessi nazionali, salvataggi, eccetera. Inoltre, il coordinamento nazionale e internazionale tra autorità è lento e troppo articolato: si snoda attraverso centinaia di *memorandum of understanding* bilaterali e multilaterali e collegi di supervisor. Cebs, Cesr e Ceiops, pur composti da eccellenti seppur limitati staff permanenti, dipendono troppo dalle autorità che li compongono e, soprattutto, hanno competenze ancora rigidamente tripartite secondo l'unico criterio certamente obsoleto: mercato bancario, mobiliare e assicurativo/fondi pensione.

Insomma, nonostante i progressi, il sistema non è ancora in grado di rispondere alle sfide di mercati finanziari sempre più integrati. Ciò ha due conseguenze: il sistema offre un livello di protezione inadeguata agli investitori e mantiene un ulteriore strato di regolazione nazionale che fa perdere competitività a tutta l'industria finanziaria.

In Europa, ma anche nell'area euro, è **troppo presto** per avere autorità solo centrali: in mancanza di una unione politica, molte regole che influenzano i mercati finanziari nazionali, dal diritto societario a quello fallimentare, continuano a esistere. Soprattutto, restano nazionali politici e contribuenti. È però certamente **troppo tardi** per avere autorità solo nazionali.

LA STRUTTURA A QUATTRO PICCHI

Qualcosa si può fare. Una soluzione equilibrata, già suggerita negli scorsi anni, ora ripresa anche dal Rapporto Paulson per gli Usa, è quella a quattro picchi. **(2)**

La **regolamentazione** e vigilanza sarebbe organizzata, indifferentemente per tutti gli intermediari, a livello **orizzontale**, per finalità: macrostabilità, microstabilità, trasparenza e concorrenza, ciascuna affidata ad autorità separate. E, a livello **verticale**, in modo federale, con una struttura simile al sistema europeo di banche centrali, il Sebc, composto dalla Bce e dalle banche centrali nazionali.

Al Sebc, oltre naturalmente alla politica monetaria, spetterebbero le competenze in materia di **macrostabilità**, compresa quella dei mercati assicurativi, e di prestatori di ultima istanza.

Si dovrebbe creare un Sistema europeo di vigilanza **prudenziale** composto da un'autorità centrale incaricata della regolamentazione prudenziale di tutti gli intermediari e del coordinamento della vigilanza, nei casi di soggetti multinazionali. Affiancato dalle autorità nazionali, possibilmente con le stesse competenze, incaricate della sola vigilanza nazionale, ma senza alcuna delega regolamentare.

Il terzo picco sarebbe quello della **trasparenza** e della protezione dell'investitore. Anche in questo



www.lavoce.info

caso vi sarebbe un soggetto centrale, che ben potrebbe giovare del Cesr, con poteri regolamentari in tema di *conduct of business* degli intermediari, di trasparenza di tutti i prodotti finanziari (dai depositi bancari alle polizze assicurative), di emittenti e di mercati. Avrebbe poi il coordinamento della vigilanza in caso di intermediari, emittenti o mercati sopranazionali, mentre la vigilanza sui soggetti nazionali resterebbe di competenza esclusiva delle autorità nazionali.

Il quarto picco, quello della **concorrenza**, già esiste: la Direzione generale concorrenza è l'entità centrale che vigila sulle "grandi" operazioni, mentre le autorità nazionali si occupano di operazioni di dimensione non comunitaria.

A parte il coordinamento verticale assicurato dalle strutture federali, vi sarebbe un doppio livello di **coordinamento orizzontale**, garantito da commissioni per il sistema finanziario: a livello nazionale, sarebbero composte dal ministro delle Finanze, dal governatore della banca centrale e dai presidenti delle autorità prudenziali, di trasparenza e antitrust. A livello europeo, il comitato dovrebbe avere come riferimento oltre agli esecutivi, anche il commissario di riferimento e i vertici della Bce e delle autorità.

Non è facile: modifiche del Trattato sono complesse, si potrebbe però esplorare la strada di accordi intergovernativi. Regolamenti in codecisione o della sola Commissione devono essere analizzati così come i poteri del Consiglio ex articolo 352, ex 308 Tce. **(3)**

La centralizzazione delle competenze regolamentari e l'armonizzazione del disegno delle autorità nazionali incontra le resistenze delle banche centrali e delle autorità competenti, oltreché dei soggetti vigilati.

La crisi in atto offre un'occasione unica di agire per aumentare l'efficacia dei controlli, semplificando contemporaneamente la complessa architettura delle molteplici autorità di vigilanza. Negli Usa, Paulson non ha avuto il coraggio di inserire nel suo piano di salvataggio neppure una briciola del suo ambizioso progetto di ridisegno dell'architettura di vigilanza. E in Europa? Perché non parlarne seriamente al prossimo Consiglio del 15 ottobre?

(1) Negli Usa vi è un mix di competenze federali e statali sulle banche mentre sulle assicurazioni i controlli sono solo statali; in Europa, in mancanza di un'unione politica e fiscale, sostanzialmente il livello è solo nazionale

(2) Si rimanda a [Di Noia e Piatti](#) (1998); Di Noia e Di Giorgio (1999), *Should Banking Supervision and Monetary Policy Tasks be Given to different Agencies*, International Finance; Di Giorgio e Di Noia (2001), *Financial Regulation and Supervision in the Euro Area: A Four-Peak Proposal*. Per il Rapporto Paulson si veda Department of Treasury (2008), [Blueprint for a modernized financial regulatory structure](#).

(3) Se un'azione dell'Unione appare necessaria, nel quadro delle politiche definite dai trattati, per realizzare uno degli obiettivi di cui ai trattati senza che questi ultimi abbiano previsto i poteri di azione richiesti a tal fine, il Consiglio, deliberando all'unanimità su proposta della Commissione e

previa approvazione del Parlamento europeo, adotta le disposizioni appropriate. Allorché adotta le disposizioni in questione secondo una procedura legislativa speciale, il Consiglio delibera altresì all'unanimità su proposta della Commissione e previa approvazione del Parlamento europeo.

THE PROPOSAL: A NEW EUROPEAN SYSTEM OF FINANCIAL REGULATION

