



6 luglio 2009

Gruppo di studio

“La Costituzione economica a 60 anni dalla Costituzione”

Soluzioni europee per il sistema finanziario

di Marco Onado

The modern financial system is immensely complex – possibly too complex for any person to understand it.

Bank for International Settlements, Annual Report 2008-09, June 2009.

1. Premessa

La crisi che infuria da ormai due anni non si è ancora risolta. Il sistema finanziario mondiale ha evitato l'implosione solo perché è stato attuato il più colossale salvataggio generalizzato (con l'unica eccezione di Lehman Brothers) a carico delle banche centrali e dei contribuenti. Secondo le stime riportate dall'*Economist*, il rapporto fra il debito pubblico e il pil dei principali dieci paesi passerà dal 78 per cento nel 2007 al 114 per cento nel 2014.¹ Si tratta del “conto più salato della storia” come titola l'autorevole settimanale.

Il dibattito è attualmente concentrato su tre punti: la diagnosi di cosa non ha funzionato nel sistema bancario internazionale; le proposte tecniche di riforma; l'attuazione pratica di tali proposte nei principali paesi. Questo paper si propone di analizzare tali problemi, con particolare riferimento al secondo e al terzo. Il prossimo paragrafo sintetizza i punti di debolezza mostrati dall'evoluzione della finanza nell'ultimo ventennio. Successivamente, si analizzano le proposte contenute nei principali rapporti ufficiali o in altri importanti studi pubblicati negli ultimi mesi (par. 3). Ci si concentra poi sulle riforme che sono oggi al centro del dibattito, con particolare riferimento a quelle che riguardano il livello internazionale di regolamentazione. In particolare, si analizzano i problemi collegati all'esigenza, drammaticamente rivelata dalla crisi, di istituire un livello europeo di supervisione finanziaria, seguendo le linee, condivise dalla Commissione, esposte nel rapporto redatto dal Gruppo Larosière.²

¹ The biggest bill in history, in “*The Economist*”, 11 June 2009.

² The de Larosière Group, *Report*, March 2009, pag. 13.

2. I punti di debolezza del sistema finanziario internazionale

Autorevoli rapporti hanno già tracciato un quadro esauriente dei problemi strutturali del sistema finanziario internazionale che hanno favorito la crisi attuale: oltre al Global Financial Stability Report semestrale del Fondo monetario internazionale e ai rapporti annuali della Banca dei regolamenti internazionali (orientati più all'analisi dei problemi che alla formulazione di precise proposte), bisogna ricordare, in ordine cronologico, almeno il rapporto del Financial Stability Forum, presieduto da Mario Draghi³, quello del Group of Thirty presieduto da Paul Volcker, ⁴, il rapporto della britannica Financial Services Authority (la cosiddetta Turner Review, dal nome del nuovo presidente dell'Autorità)⁵ e infine il già citato rapporto sulla supervisione europea redatto da un gruppo di esperti presieduto da Larosière.

Tutti i rapporti mettono in evidenza che la crisi deriva da una micidiale combinazione di fattori: fallimenti del mercato, squilibri macroeconomici finanziari e monetari, regolamentazione inadeguata, debole supervisione, insufficiente vigilanza prudenziale. Al centro di tutti questi fallimenti, del mercato e della regolamentazione, vi sono modalità di funzionamento e modelli di business delle banche che hanno agito da detonatore della crisi. Il Rapporto del Gruppo dei Trenta ha così sintetizzato i principali problemi emersi a livello microeconomico:

“Deboli criteri di valutazione dei crediti e di sottoscrizione dei titoli; concentrazioni dei crediti estreme e talvolta non conosciute; valutazioni errate degli squilibri fra scadenze di attività e passività; uso selvaggiamente eccessivo (*wildly excessive*) della leva finanziaria anche fuori bilancio, spesso incorporata in prodotti finanziari poco compresi; fiducia non giustificata e non sostenibile in una liquidità di mercato senza limiti”. E per buona misura, il rapporto aggiunge: “Meritano attenzione anche le lacune nella supervisione degli intermediari, nelle pratiche contabili e di gestione del rischio che hanno amplificato i cicli, i difetti del sistema di rating e le debolezze della *governance* dei singoli intermediari”. Insomma, si fa prima a dire quali malattie siano state risparmiate.

Ma il rapporto aggiunge anche una considerazione importante: quei difetti si erano già presentati in forme più o meno gravi in tutte le crisi precedenti. Quello che ha reso la crisi attuale infinitamente più grave è stato l'intrecciarsi di due elementi: “pratiche di remunerazione molto aggressive e squilibrate che hanno incoraggiato l'assunzione di rischio in luogo della prudenza. Nello stesso tempo, prodotti finanziari altamente strutturati e sofisticati hanno oscurato il rischio e l'incertezza ad essi relativi, alimentando una fiducia ingiustificata e un uso estremo della leva finanziaria per amplificare i profitti”.

Basta questo per dimostrare, al di là di ogni ragionevole dubbio, che non hanno funzionato in modo adeguato i meccanismi essenziali della gestione bancaria, che non sono stati rispettati i canoni fondamentali in materia di valutazione dei rischi fondamentali della banca: quello creditizio, quello di mercato, quello di trasformazione delle scadenze (o rischio di liquidità).

³ Financial Stability Forum, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, Washington, 7 April 2008

⁴ Group of Thirty, *Financial Reform, A Framework for Financial Stability*, Washington, 2009.

⁵ Financial Services Authority, *The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis*, London March 2009

In una parola è stato calpestato il principio della “sana e prudente gestione” che è scolpito nel bronzo di tutte le leggi bancarie e nei principi di Basilea (sound and prudent management).

E' stato detto che il modello di business delle banche si è gradualmente trasformato, abbandonando la tradizionale impostazione secondo cui i rischi (in particolare quelli relativi ai prestiti) venivano detenuti fino a scadenza (il cosiddetto *originate-to-hold*). A partire dagli anni Ottanta, anche per minimizzare il costo di capitale collegato ai requisiti patrimoniali previsti dagli accordi di Basilea, le banche hanno iniziato a trasferire una quota crescente dei crediti, grazie ai processi di *securitisation*, realizzando quindi il cosiddetto *originate-to-distribute*. Questo modello dal punto di vista dell'equilibrio generale, sembrava conciliare gli interessi delle banche con quelli degli investitori, in quanto i rischi (valutati inizialmente dalle banche, grazie alla loro tradizionale capacità in questo campo) potevano essere trasferiti alla più ampia platea possibile di investitori. Inoltre, poiché le nuove tecniche consentivano di emettere titoli con varie categorie di rating, dunque di rischiosità, era possibile conciliare le caratteristiche degli strumenti con la propensione al rischio degli investitori.

Questo passaggio evolutivo è stato generalmente ritenuto uno dei punti di forza del sistema bancario americano, il primo a lanciarsi su questa strada.⁶ Meno riconosciuto era il fatto che questo modello era anche funzionale a generare volumi crescenti di commissioni e far aumentare in modo significativo i profitti bancari nel breve termine.⁷ Vi era quindi anche un sistema perverso di incentivi, in base al quale le banche avevano tutto l'interesse a massimizzare i volumi complessivi di intermediazione e a trasferire ad altri i rischi relativi. Non solo. Sempre nell'ansia di incrementare i volumi di profitto, le banche – in particolare quelle più attive sui mercati finanziari come le *investment banks* americane o le grandi banche europee globali – hanno continuamente dilatato le posizioni speculative sui titoli di vario genere (apparentemente a basso rischio, a detta dei loro sofisticati modelli di valutazione). Sono stati costruiti così portafogli di trading che hanno generato enormi profitti negli anni del boom, ma che si sono trasformati in perdite ancora più gravi non appena la grande crescita dei mercati si è arrestata. In altre parole, secondo l'efficace espressione del rapporto Turner, il modello era divenuto *originate-to-arbitrage* (ma si potrebbe anche dire “to speculate”). I rischi finanziari erano così rimbalzati, in una sorta di contrappasso, nei bilanci del sistema bancario internazionale.

Il nuovo presidente della Fsa, sia nel rapporto che porta il suo nome, sia in una precedente conferenza⁸ ha individuato con grande chiarezza i canali fondamentali attraverso i quali i rischi, che si credeva essere stati trasferiti all'esterno del sistema bancario internazionale, si sono invece materializzati, sotto forma di perdite tanto gravi quanto inattese, nei bilanci delle principali banche. Innanzitutto bisogna tener conto del cosiddetto “warehousing” cioè del fatto che il processo di trasferimento del rischio dal momento della trasformazione del credito in titoli al momento della cessione giuridicamente valida comporta un certo periodo di tempo. Per banche che generavano elevati volumi di prestiti annualmente, si trattava quindi di

⁶ Henri Bernard – Joseph Bisignano, *Financial Intermediary Transformation. Risk Absorption, Transfer and Trading in the US Financial System*, Ricerca Ente Einaudi “Verso un sistema bancario europeo”, Quaderni di Ricerche Ente Einaudi, Roma, settembre 2003.

⁷ Adrian Blundell-Wignall - Paul Atkinson - Se Hoon Lee, *The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues*, OECD Financial Market Trends, 2008.

⁸ Adair Turner, *The financial crisis and the future of financial regulation*, The Economist's Inaugural City Lecture, 21 January 2009

somme quantitativamente rilevanti: un caso esemplare è infatti quello della britannica Northern Rock, la prima ad aver avuto bisogno di un provvedimento di nazionalizzazione.

Oltre a questo aspetto puramente tecnico, vi sono però almeno tre canali che meritano di essere ricordati:

- una parte dei titoli erano inseriti nei portafogli di trading di altre banche e finanziati in larga misura ricorrendo ad indebitamento a breve sul mercato interbancario internazionale;
- una parte dei titoli era venduta dalla banca originatrice, ma il rischio era assunto con strumenti derivati;
- altri titoli erano acquistati da veicoli societari (*Special investment vehicles, Conduits* e simili) che si finanziavano a breve termine emettendo commercial paper o indebitandosi sul mercato interbancario. Questi veicoli erano formalmente separati e non consolidati nei bilanci bancari anche per interpretazioni benevoli delle autorità di vigilanza e hanno quindi dato origine a quello che è stato poi definito lo *shadow banking system*, che nascondeva non solo rischi di credito, ma anche l'altro rischio fondamentale dell'intermediazione bancaria, cioè il rischio di trasformazione delle scadenze.⁹

Inoltre, i titoli emessi nei processi di *securitisation* erano privi degli elementari requisiti di standardizzazione, trasparenza, efficienza dei circuiti di scambio, come è stato dimostrato da diversi contributi teorici, tanto lucidi quanto tardivi. Il numero delle emissioni era infinito, quindi la comparabilità fra di esse pressoché impossibile. Gorton¹⁰ ha messo in evidenza che nelle emissioni di ABS (e a maggior ragione di CDO e CDO-squared) non era possibile il cosiddetto *look-through*, cioè la valutazione del rischio degli strumenti finanziari sottostanti a ciascuna emissione. Skeel e Partnoy¹¹ concludono che sono stati trasformate attività finanziarie valutate correttamente (i mutui di un tempo) in attività finanziarie sopravvalutate (i titoli ABS della *securitisation*). Come ha affermato il Financial Times, nella sua Lex Column¹² fin dall'inizio della crisi: "immaginate che la Nasa abbia mandato gli uomini sulla luna prima di immaginare come riportarli a casa. questo è quello che è accaduto nel mondo della *securitisation* quest'anno, quando strutture complesse come i CDO sono esplose".

⁹ Vale la pena di riportare per esteso le considerazioni svolte da Lord Turner nella già citata conferenza: "One of the striking features of the years running up to the crisis, as I stressed earlier, was that a core banking function – maturity transformation – was increasingly being performed by institutions which were not legally banks, but the off balance sheet vehicles of banks, (SIVs and conduits), investment banks and mutual funds. To different degrees in different countries these 'near banks' or shadow banks escaped the capital, leverage and liquidity regulation which would apply to banks. In the case of SIVs they also escaped the degree of disclosure and accounting treatment which would have applied if the economic activities were performed on balance sheet. In future it is essential that if an economic activity is bank-like and poses a significant risk to consumer or financial stability, regulators can extend banking-style regulation. And essential that accounting treatment reflects the economic reality of risks being taken".

¹⁰ Gary Gorton, *The panic of 2007*, Prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Conference 2008 (<http://ssrn.com/abstract=1255362>).

¹¹ D.A. Skeel – F. Partnoy, *The promise and perils of credit derivatives*, University of San Diego School of Law Legal Studies Research Paper n. 07.74, 2007. (<http://ssrn.com/abstract=929747>).

¹² *The future of securitisation* (Lex Column) in «Financial Times», December 20, 2007

Inoltre, i circuiti degli scambi erano organizzati dagli stessi emittenti e non sottoposti ad alcun vincolo in materia di trasparenza dei prezzi e delle quantità domandate ed offerte. Gorton sostiene che solo quando l'informazione sui prezzi, prima dispersa in una miriade di emissioni, ha cominciato ad essere sintetizzata in un indice, cioè nel 2006, è stato possibile percepire che qualcosa non funzionava nel mercato sottostante dei mutui.

Problemi non meno gravi hanno riguardato il mercato dei derivati. La quasi totalità dei 600 trilioni di dollari venivano trattati su circuiti non regolamentati. Il gruppo dei Trenta ha individuato problemi nella trasparenza dei mercati, nel funzionamento dei meccanismi di *clearing e settlement*, nella mancanza di una controparte centrale, per la gestione del rischio di controparte, nell'assenza di informazioni sulle esposizioni dei principali operatori. Mancavano inoltre limiti all'esposizione di singoli intermediari. Solo nel 2008, cioè dopo il salvataggio a carico del contribuente americano,¹³ il bilancio AIG del secondo semestre 2008 ha rivelato l'enorme esposizione della compagnia di assicurazione (salvata dal governo americano nel settembre del 2008) nel mercato dei Cds: 446 miliardi attraverso un'azienda del gruppo (AIG Financial Services) che, in quanto società finanziaria non era controllata né come banca né come compagnia di assicurazione. Non solo poteva assumere rischi senza alcun limite, ma una gran parte dei contratti (307 miliardi) venivano acquistati da banche europee che riducevano in questo modo i requisiti di capitale.

Non sorprende che in questo clima le banche abbiano potuto diventare sempre più grandi, sempre più complesse, sempre più indebitate e abbiano sempre più dilatato l'attività finanziaria rispetto a quella tradizionale. Costruire sofisticate operazioni speculative sui titoli (basate largamente su fondi interbancari a breve) consentiva nella fase favorevole del ciclo finanziario profitti estremamente consistenti e apparentemente facili. In questa attività si sono lanciate per prime le *investment banks* americane, seguite dalle grandi banche globali dei principali paesi. Ma in questo modo, all'interno di ciascuna banca funzionava un autentico *hedge fund*. E le dimensioni complessive erano di gran lunga superiori a quelle del settore che fino a qualche anno fa è stato considerato da molti il principale pericolo per la stabilità finanziaria.

I rischi di questa trasformazione non sono state adeguatamente percepiti e dunque valutati dalle autorità di controllo nazionali e dai principali organismi internazionali.

Nell'aprile del 2006, il Fondo monetario internazionale forniva una valutazione assolutamente tranquillizzante:

'the dispersion of credit risk by banks to a broader and more diverse set of investors, rather than warehousing such risk on their balance sheets, has helped make the banking and overall financial system more resilient'. It noted that this dispersion would help to 'mitigate and absorb shocks to the financial system' with the result that improved resilience may be seen in fewer bank failures and more consistent credit provision'.¹⁴

E' vero infatti che tutte le autorità internazionali e le banche centrali mettevano in evidenza da tempo i fattori di instabilità generale (soprattutto sul fronte macroeconomico) ed esprimevano preoccupazioni sull'accumularsi del debito privato. Ma è anche vero che nel bilanciamento tra fattori negativi e fattori positivi, finivano per trasmettere la valutazione rassicurante sintetizzata nella frase del Fondo monetario. Il punto è che i rischi erano da

¹³ Henny Sender, *AIG saga shows dangers of credit default swaps*, March 6 2009.

¹⁴ IMF Global Financial Stability Report, April 2006

tempo spariti dagli schermi radar delle autorità di controllo. Ne è la prova questa frase della Banca dei regolamenti internazionali della relazione pubblicata nel giugno 2007:¹⁵

Assuming that the big banks have managed to distribute more widely the risks inherent in the loans they have made, who now holds these risks, and can they manage them adequately? The honest answer is that we do not know.

Una volta scoppiata la crisi, sono emersi altri problemi delle banche e altre debolezze del sistema di regolamentazione complessivo, in particolare per quanto riguarda la gestione delle situazioni di difficoltà di un intermediario. Ad esempio, la caduta di Northern Rock (la prima nazionalizzazione nella lunga catena di salvataggi) ha messo in evidenza varie lacune nella distribuzione dei compiti fra banca centrale, autorità di vigilanza e governo, così come ha dimostrato la scarsa efficacia del sistema britannico di assicurazione dei depositi. Le crisi successive, in particolare quella di Lehman ma anche quelle di alcuni colossi europei come Fortis o quella delle apparentemente marginali banche islandesi hanno dimostrato la contraddizione fra un sistema bancario sempre più globale e un sistema di regolamentazione ricalcato sui confini nazionali.

3. Le proposte in materia di regolamentazione

E' bene sottolineare che non si tratta affatto di problemi emersi solo dopo questa crisi. Il rischio sistemico era stato identificato e analizzato nella letteratura economica come tratto distintivo della specificità dell'attività bancaria e considerato come la *raison d'être* delle banche centrali e del loro coinvolgimento, diretto o indiretto, nella regolamentazione finanziaria. Nei rapporti sulla stabilità pubblicati da molte banche centrali, gli aspetti sistemici non venivano mai trascurati. Per quanto riguarda la competenza degli organi di vigilanza, da tempo, si discuteva di "tigri globali e domatori nazionali", secondo la felice espressione di Fabrizio Saccomanni.¹⁶ In particolare, sia la Bank of England¹⁷ sia la Bce¹⁸ avevano individuato la categoria delle *Large complex financial institutions* (o *Large complex banking groups*) cioè delle istituzioni rilevanti dal punto di vista del rischio sistemico ma vigilate solo dall'autorità del paese di origine.

Gli studi condotti anche prima della crisi dimostravano che il tratto distintivo di questi intermediari non consiste tanto nella dimensione in sé, quanto in attività legate in particolare all'*investment banking* che sono particolarmente complesse e nello stesso tempo generano interconnessioni molto ampie e profonde con altre istituzioni finanziarie. Il Gruppo dei Trenta ha specificato le quattro caratteristiche fondamentali delle istituzioni rilevanti dal punto di vista sistemico: dimensione, grado di *leverage*, grado di interconnessione, servizi offerti al mercato nell'infrastruttura dei pagamenti e dei titoli.

In particolare, si osserva che le interconnessioni sono molto più forti nelle forme di attività legate ai mercati finanziari, dunque in quelle che si sono più sviluppate negli ultimi venti anni

¹⁵ Bank for International settlements, Annual Report 2006-07, June 2007, pag. 145.

¹⁶ Fabrizio Saccomanni, *Tigri globali, domatori nazionali*, Il Mulino, Bologna 2002

¹⁷ Ian W Marsh - Ibrahim Stevens - Christian Hawkesby, *Large complex financial institutions: common influences on asset price behaviour?* in "Bank of England Quarterly Bulletin" December 2003.

¹⁸ Si vedano i Financial Stability Report degli ultimi anni.

sia da parte delle banche di investimento, sia da parte dei grandi gruppi che hanno sviluppato questa linea di business.

Nelle parole del Gruppo dei Trenta, è necessario assicurare una adeguata supervisione delle istituzioni finanziarie "importanti dal punto di vista sistemico". Aggiunge il rapporto che non sarebbe né ragionevole né prudente identificare ex ante queste categoria con criteri oggettivi troppo rigidi. Ne viene come conseguenza che ciò che conta è avere un sistema di supervisione a livello globale che sia in grado di monitorare i rischi finanziari collegati al funzionamento di questi intermediari, prima che la situazione degeneri. Non dimentichiamo che uno degli obiettivi delle proposte di revisione della regolamentazione è quello di evitare che si possa ancora applicare il principio *too big to fail* (o *too systemic to fail*) che invece ha dominato le scelte di autorità di vigilanza e governi nel corso della crisi.

Ancora più gravi sono stati i problemi all'interno dell'Europa e dell'area dell'euro in particolare. Qui la contraddizione fondamentale di una supervisione finanziaria rigidamente nazionale si pone a due livelli: rispetto ad un mercato dei servizi finanziari che si vorrebbe unico grazie al processo di armonizzazione indotto dalle direttive e rispetto alla moneta unica dei paesi aderenti all'euro. Entrambe queste contraddizioni erano state da tempo segnalate, in particolare la seconda.¹⁹

L'analisi sollecitata dalla crisi ha ulteriormente messo in evidenza gli aspetti cruciali di queste contraddizioni, ma ha indotto anche a giudizi più severi sui presunti risultati conseguiti dal processo di costruzione del mercato unico. In particolare, il rapporto Larosière ha impietosamente denunciato che la politica europea in materia ha mancato di "cohesiveness" e ha individuato le molte debolezze dell'attuale sistema di armonizzazione.

Il rapporto Larosière parte infatti da una diagnosi importante: l'attuale sistema di regolamentazione europea non è sufficientemente omogeneo. E' un giudizio gravissimo, che avrebbe meritato maggiore attenzione nei commenti (pochi) che la stampa ha dedicato al rapporto. Si afferma infatti che la ragione fondamentale di una regolamentazione ancora disomogenea sta nell'eccesso di discrezionalità lasciato ai singoli stati membri nel recepimento delle varie direttive. Questo significa che anche la procedura Lamfalussy, che da quasi dieci anni a questa parte si proponeva di accelerare l'armonizzazione delle regole ha fundamentalmente fallito il suo obiettivo.

In particolare si osserva che le direttive di primo livello hanno spesso lasciato, per scelta politica, troppi margini di libertà alle opzioni nazionali (per fare l'esempio più clamoroso si pensi alla direttiva sull'opa, la cui gestazione è durata 18 mesi e ha prodotto un autentico pasticcio che ha aperto la strada alle soluzioni più protezionistiche). Come conseguenza, conclude il rapporto, non si può pretendere che i comitati europei dei regolatori ((Ceb, Ceiops e Cesr, le cosiddette autorità del livello 3) possano imporre soluzioni omogenee. E anche quando la direttiva non prevede opzioni nazionali, può portare a diverse interpretazioni, che la normativa attuale non consente di eliminare al livello 3.

¹⁹ Alessandro Prati- Garry Schinasi, *Financial Instability in EMU*, mimeo, Università Bocconi, 1998 e Marco Onado *European Integration and Financial Regulation. Towards a European Authority* Paper to be read at the European Central Bank, Frankfurt, January 19th, 2001

E per non essere accusato di muovere solo accuse generiche, il rapporto fa (a titolo di esempio!) un lungo esempio di disomogeneità gravissime: non è ancora uniforme né la definizione di istituzione creditizia (a più di trent'anni dalla prima direttiva di coordinamento bancario, e mai ironia involontaria fu più feroce), né l'identificazione delle componenti del capitale bancario (molti paesi si rivelano di bocca buona nell'attribuire una natura patrimoniale a debiti veri e propri). In campo assicurativo esistono divergenze profonde su aspetti essenziali dell'autorizzazione e della definizione delle riserve tecniche. Manca una metodologia unificata per la validazione da parte delle autorità di vigilanza dei modelli interni di rischio ai fini dell'applicazione dei coefficienti di Basilea-2. Sono ancora profonde le disparità in materia di assicurazione dei depositi. Esistono ancora profonde differenze nei regimi sanzionatori, uno dei capisaldi di ogni vigilanza: l'esempio più clamoroso è quello dell'insider trading, per cui – nonostante la recente direttiva – le sanzioni “vanno da poche migliaia di euro in un paese membro a milioni di euro e anni di detenzione in un altro”.

Insomma, il rapporto è un autentico *j'accuse* alla politica delle direttive europee e anche al tentativo di migliorarle iniziato circa dieci anni fa con il rapporto Lamfalussy e la procedura che da esso prende il nome.

Il rapporto Lamfalussy, come è noto aveva puntato molto sul ruolo di coordinamento dei comitati di supervisor rispettivamente di banche, assicurazioni e mercati, cioè i comitati di livello 3. Ma il rapporto Larosière afferma che ancora oggi il comportamento e le decisioni delle singole autorità nazionali sono di fatto insindacabili e che il tentativo di aprire un contraddittorio all'interno dei comitati europei si è rivelato inefficace. Il punto è particolarmente importante quando un'istituzione finanziaria (banca o assicurazione) svolge una parte rilevante della sua attività in un altro paese. Il caso delle banche islandesi, il cui fallimento ha avuto effetti negativi sull'intera piazza finanziaria londinese dimostra che l'autorità del paese ospitante può di fatto trovarsi a risolvere dei problemi causati da un atteggiamento troppo permissivo dell'autorità del paese di origine. In altre parole, uno dei principi cardini della vigilanza sulle banche internazionali, cioè *l'home country principle*, si è rivelato inadeguato alle nuove dimensioni e caratteristiche del sistema europeo.

Il rapporto denuncia anche una scarsa disponibilità alla cooperazione da parte delle autorità dei principali paesi. Si afferma infatti che “in troppe occasioni le autorità dei paesi membri non erano preparate a discutere con la necessaria franchezza e allo stadio iniziale delle difficoltà di istituzioni finanziarie da esse vigilate. Il flusso di informazioni fra supervisor è stato lungi dall'essere ottimale, soprattutto quando la crisi si stava delineando. Questo ha portato all'erosione della fiducia fra autorità di vigilanza.”

In sintesi le debolezze del sistema di vigilanza vengono individuate nei seguenti elementi:

- Mancanza di un'adeguata supervisione macro-prudenziale;
- Meccanismi di allarme precoce inefficaci;
- Problemi di competenza giurisdizionale;
- Riluttanza a mettere in discussione le pratiche di vigilanza su base transnazionale;
- Mancanza di franchezza e di cooperazione fra supervisor;
- Mancanza di poteri di supervisione consistenti fra stati membri;
- Insufficienza di risorse nei Comitati di Livello 3;
- Nessuna possibilità di decisioni comuni dei supervisor

Per quanto riguarda le soluzioni specifiche, il Financial Stability Forum ha proposto di espandere l'uso di collegi di supervisor “in modo che a partire dalla fine del 2008, esista un

collegio per ciascuna delle più grandi istituzioni finanziarie globali". Inoltre, gli organi di vigilanza e le banche centrali dovrebbero migliorare le forme di cooperazione e lo scambio di informazioni, comprese quelle relative alla valutazione dei rischi di instabilità finanziaria. Dal canto loro le banche dovrebbero mettere a disposizione delle banche centrali interessate i loro piani di gestione di tensioni di liquidità.

Il Gruppo dei Trenta²⁰ raccomanda alle autorità di vigilanza e ai ministri competenti di adattare e rafforzare i meccanismi esistenti per il coordinamento internazionale della regolamentazione e della vigilanza. In particolare, questo rapporto pone in luce l'esigenza di chiudere i vuoti regolamentari, soprattutto nei centri off-shore, e di arrivare ad una più chiara identificazione delle responsabilità fra paese d'origine e paese ospitante, compresa la gestione delle crisi. Sul piano tecnico, il rapporto formula anche un'interessante considerazione. Data la sempre più evidente importanza dell'uso eccessivo dell'indebitamento come fattore di origine delle crisi e il modo sempre tecnicamente più complesso con cui si può ricorrere al leverage anche in veicoli fuori bilancio, le autorità di vigilanza e le banche centrali dovrebbero collaborare con gli organismi internazionali per arrivare ad una definizione comune di leverage e poi raccogliere documentazione statistica su debito, scadenze e rischio di liquidità nei vari sistemi finanziari e nei mercati.

Proprio per la difficoltà di realizzare un'efficace cooperazione internazionale, il Rapporto osserva che l'avvio dovrebbe venire proprio dalle aree economiche relativamente omogenee e in particolare dall'Unione europea, anche se sempre nell'ottica dei problemi globali. E' un'indicazione in più sulle responsabilità che gravano sulle spalle della politica europea.

La Turner Review propone "una maggior cooperazione internazionale nella vigilanza mediante, ad esempio, collegi dei supervisori. Inoltre, un rafforzamento della cooperazione e del coordinamento nella gestione delle crisi".

Il rapporto Larosière dedica ovviamente grande spazio al tema della cooperazione internazionale e in particolare propone:

- un sistema omogeneo ed efficace di intervento in caso di crisi, in base al quale, in particolare, tutte le autorità dispongano degli stessi strumenti e vengano rimossi tutti gli ostacoli all'utilizzo transfrontaliero degli strumenti stessi (Racc. 13);
- un sistema armonizzato europeo di assicurazione dei depositi, preferibilmente pre-finanziato dagli operatori ed eventualmente integrato con fondi pubblici, che assicuri uguale protezione ai clienti delle banche in tutti i paesi dell'Unione (Racc. 14);
- un nuovo organismo, European Systemic Risk Council (ESRC), presieduto dal Presidente della Bce e composto dai membri del General Council della Bce stessa, i presidenti dei tre comitati di regolatori del mercato, banche e assicurazioni (CEBS, CEIOPS e CESR) e da un rappresentante della Commissione europea (Racc. 16);
- un sistema efficiente di segnalazione dei rischi da realizzare sotto gli auspici dell' ESRC e dell' Economic and Financial Committee (EFC) che dovrebbe in particolare segnalare i rischi di carattere macro-prudenziale (Racc. 17);
- un nuovo collegamento fra i regolatori europei, lo European System of Financial Supervisors (ESFS), che dovrebbe sovrapporsi alle autorità nazionali che continuerebbero a svolgere la vigilanza ordinaria. In particolare, dovrebbero essere istituiti tre nuove autorità europee, destinate a rimpiazzare CEBS, CEIOPS and CESR,

²⁰ Si veda la Raccomandazione 8 di pag. 37.

con il compito di coordinare l'applicazione degli standard di vigilanza e garantire una forte cooperazione fra le autorità nazionali, In questo ambito, verrebbero istituiti collegi di supervisor per tutte le principali istituzioni cross-border (Racc. 18).

- nel primo stadio (200-2010), le autorità nazionali dovrebbero essere rafforzate con l'obiettivo di migliorare la qualità della vigilanza nell'Unione europea (Racc. 19);
- sempre in questo stadio, l'Unione europea dovrebbe realizzare un sistema di regole più armonizzato in materia di regolamentazione finanziaria, poteri di supervisione e regime sanzionatorio. Le istituzioni europee e i comitati di livello 3 dovrebbero garantire il raggiungimento di questo obiettivo entro il 2013 (Racc. 20);
- un immediato cambiamento del modo di funzionamento dei comitati di livello 3, compreso un significativo rafforzamento delle risorse, in particolare ai fini della costituzione entro il 2009 dei collegi di supervisor (Racc. 21);
- nel secondo stadio (2011-2012), l'Unione europea dovrebbe costituire un European System of Financial Supervision (ESFS). I tre comitati di livello verranno trasformati in Autorità europee (European Banking Authority, European Insurance Authority e European Securities Authority), ciascuna delle quali diretta da un consiglio composto dalle autorità dei paesi membri;
- Immediato inizio del piano in due stadi, sotto gli auspici di un comitato composto da rappresentanti di alto livello dei ministeri economici, del Parlamento europeo, dei Comitati di livello 3 e della Bce. Il comitato dovrebbe presentare un piano dettagliato di realizzazione entro il 2009 (Racc. 23).

Dal punto di vista tecnico, il progetto Larosière è basato sulla distinzione in due livelli della supervisione finanziaria: quello micro e quello macro. Osserva infatti il documento che l'obiettivo fondamentale della supervisione del primo tipo è quello di limitare le condizioni di squilibrio di singole istituzioni, allo scopo di proteggere i clienti delle stesse (par. 146). Il fatto che il sistema finanziario nel suo complesso possa essere esposto a rischi comuni non è stato sempre adeguatamente considerato. Obiettivo della supervisione macro è invece quello di limitare le situazioni di squilibrio per il sistema finanziario nel suo complesso per proteggere l'economia da cadute significative della produzione e del reddito (par. 147). Macro-prudential analysis therefore must pay particular attention to common or correlated shocks and to shocks to those parts of the financial system that trigger contagious knock-on or feedback effects (ibidem).

Secondo il rapporto, la supervisione si è concentrata soprattutto sugli aspetti micro (se non in quanto evitando situazioni di crisi a livello individuale impediva la trasmissione ad altre istituzioni, attraverso i consueti meccanismi a catena) mentre non sono state considerate adeguatamente i rischi di carattere macro.

4. Le implicazioni sui modelli di business delle banche internazionali

I problemi emersi nel sistema finanziario mondiale, e in particolare nelle banche globali e le proposte di riforma della regolamentazione pongono problemi molto importanti per quanto riguarda il modello di banca del futuro e suggeriscono almeno tre domande.

La prima domanda riguarda quanto debba essere estesa l'attività più strettamente speculativa della banca del futuro. La crisi è stata determinata soprattutto dall'attività speculativa sui titoli posta in essere dalle grandi banche di investimento o dalla sezione di *investment banking* delle grandi banche universali, oltre che dall'eccesso di indebitamento complessivo, che è

stato a sua volta alimentato soprattutto dagli arbitraggi regolamentari che hanno spostato la convenienza dall'intermediazione tradizionale a quella più innovativa e apparentemente più redditizia.

Quando le perdite sono clamorosamente emerse, le autorità e i governi dei principali paesi si sono trovate di fronte ad un angoscioso dilemma: intervenire con provvedimenti di salvataggio, e con questo negare il principio della disciplina di mercato, oppure lasciar fallire le banche, soprattutto quelle che non avendo raccolta in forma di depositi, non ponevano la questione classica della tutela di risparmiatori inconsapevoli. Solo in un caso è stata scelta la seconda strada, quello di Lehman Brothers, e il mondo è precipitato nel panico. Ovviamente il costo di questa scelta è stata la socializzazione delle perdite, con un effetto di *moral hazard* che rischia di pesare come un macigno sul futuro della finanza mondiale. Se non si radica nei comportamenti degli operatori l'idea che in futuro le banche possono tornare a fallire, la finanza non potrà mai tornare veramente alle condizioni elementari di funzionamento di un libero mercato.

Ma una volta formulata la (adesso facile) diagnosi, ci si deve chiedere cosa fare in futuro. Qualcuno ha proposto la soluzione più radicale: torniamo alla netta separazione fra l'attività bancaria ordinaria e quella di investimento. Ripristiniamo cioè le barriere che, proprio dopo la Grande Crisi erano state introdotte con il Glass-Steagall Act o applichiamo il cosiddetto modello teorico del *narrow banking*, limitato alla raccolta di depositi e agli impieghi tradizionali, riesumando così il modello proposto almeno dagli anni Cinquanta da alcuni economisti di ispirazione monetarista, proprio come soluzione al problema dei salvataggi ex post.

Il Group of Thirty (pag. 27) ha posto il problema in termini molto chiari. L'attività di trading in proprio, ha detto l'autorevole comitato, è intrinsecamente complessa e considerata meritevole di riservatezza sulle posizioni specificamente assunte. Quasi inevitabilmente, ciò limita la trasparenza per gli investitori e per gli stessi creditori della banca. I conflitti di interessi nei confronti di queste due categorie di agenti possono essere "complessi e acuti". Inoltre, nella misura in cui queste attività sono svolte da istituzioni vigilate e protette dagli effetti completi del fallimento, vi è un elemento di concorrenza non corretta con le istituzioni che non godono di questa protezione. Non solo: la crisi recente solleva anche un altro dubbio: con tutte queste complessità, rischi e potenziali conflitti di interesse, è possibile che anche il consiglio di amministrazione e il top management, nonostante il loro impegno, possano trovarsi nella condizione di non poter comprendere e mantenere il controllo su un insieme di attività così diversificato e complesso.

Anche la Bank of England, prima per bocca del suo Governatore²¹ e poi nel Financial Stability Report²² ha posto il problema con forza. Il primo ha affermato: It is not sensible to allow large banks to combine high street retail banking with risky investment banking or funding strategies, and then provide an implicit state guarantee against failure.

Something must give. Either those guarantees to retail depositors should be limited to banks that make a narrower range of investments, or banks which pose greater risks to taxpayers and the economy in the event of failure should face higher capital requirements, or we must develop resolution powers such that large and complex financial institutions can be wound

²¹ Mervyn King Speech at the Lord Mayor's Banquet for Bankers and Merchants of the City of London at the Mansion House, 17 June 2009

²²

down in an orderly manner. Or, perhaps, an element of all three. Privately owned and managed institutions that are too big to fail sit oddly with a market economy.

La soluzione radicale proposta da alcuni rispetto a questi problemi è intellettualmente stimolante, ma appare di difficile realizzazione. Come è stato giustamente osservato, la separazione del Glass-Steagall Act coincide anche con l'era dei cambi fissi e dei controlli ai movimenti di capitali, dunque con uno scenario diametralmente opposto a quello che ci auspichiamo per il futuro. Sono state proposte quindi molte ed interessanti misure, miranti a garantire che le banche costituiscano adeguate protezioni (soprattutto in termini di capitale proprio) rispetto ai rischi assunti nell'attività più rischiosa. Il rapporto del Group of Thirty conclude sul punto con queste considerazioni: "concettualmente, il rischio che ne deriva può essere ridotto con limiti all'indebitamento, stretti requisiti di capitale e una vigilanza "eccezionalmente ravvicinata". Si badi quest'ultimo termine (*exceptionally close supervision*) che dimostra la necessità di una svolta radicale rispetto al passato. Il rapporto afferma inoltre che "alcuni membri del gruppo ritengono che questo approccio possa essere sufficiente ad affrontare questi rischi", facendo intuire che altri membri dovevano essere propensi a misure anche più penetranti. In ogni caso, il punto b della Raccomandazione 1 (pag. 28) si esprime in questi termini:

"Le istituzioni bancarie grandi e sistematicamente importanti dovrebbero essere sottoposte a limiti per quanto riguarda le attività di trading proprietario che presentano rischi particolarmente alti e seri conflitti di interesse. La promozione e la gestione di fondi privati (hedge funds, fondi di private equity in cui i fondi dei clienti si uniscono a quelli della banca) dovrebbero in linea ordinaria essere proibiti. L'attività di trading in proprio dovrebbe essere sottoposta a limiti in termini di stretti requisiti di capitale e di liquidità. La partecipazione ad operazioni di securitisation dovrebbe richiedere il mantenimento di una parte significativa del rischio di credito.

La seconda domanda riguarda qual è la dimensione ideale della banca del futuro. Come ha affermato il Governatore della Bank of England (pag.7) *If some banks are thought to be too big to fail, then, in the words of a distinguished American economist, they are too big.*

Il Financial Stability Report documenta la situazione dei principali paesi. Innanzitutto dimostra che la dimensione complessiva del sistema bancario nel Regno Unito è cinque volte più grande rispetto agli Stati Uniti e di conseguenza anche rischio per il contribuente britannico. Come era stato rilevato anche da alcuni studiosi, in molti paesi le banche sono cresciute troppo, tanto da porre non solo il solito dilemma *too big to fail*, ma anche quello *too big to save*.²³In aggiunta a questo, in molti paesi si sono raggiunti livelli molto elevati di concentrazione dei depositi, che pongono anche un serio problema in termini di adeguatezza del livello di concorrenza.

Questo aspetto è stato messo in particolare rilievo dal gruppo dei Trenta che ha formulato un'esplicita proposta (punto d della raccomandazione 1 pag. 28). "Per evitare concentrazione eccessiva nei sistemi bancari nazionali, con implicazioni per l'efficacia della vigilanza, dei controlli di gestione e della concorrenza, si dovrebbe prendere in considerazione l'introduzione di limiti alla concentrazione in termini di depositi, con misure che tengano conto della situazione specifica di ciascun paese.

²³ Daniel Gros – Stefano Micossi, vox.eu.org

I due grafici seguenti, tratti dall'ultima Financial Stability Review della Bank of England, documentano in modo molto evidente il problema.

Chart 3.16 Concentration of domestically owned banking sector⁽¹⁰⁰⁰⁰⁾

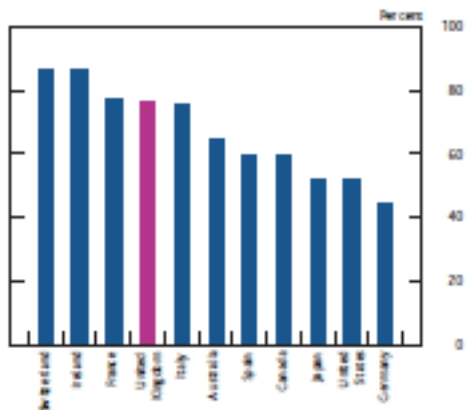
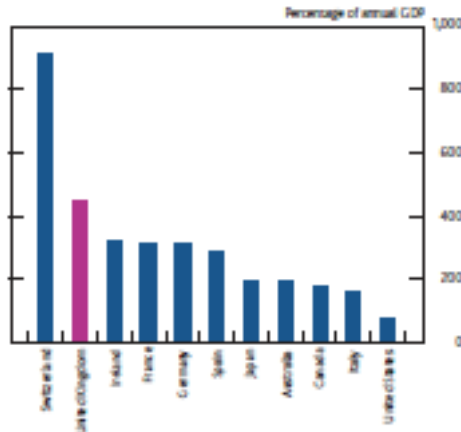


Chart 3.17 Consolidated banking group assets relative to GDP by nationality of ownership⁽¹⁰⁰⁰⁰⁾



Non è affatto chiaro come si potrà arrivare a ridimensionare il sistema bancario in modo da evitare gli squilibri posti in evidenza dai grafici precedenti. Ma è importante ricordare che questo dovrà essere uno dei punti qualificanti della politica europea al riguardo. Come ha affermato il commissario alla concorrenza, Kroes²⁴, alcune banche inglesi e in particolare alcune che hanno ricevuto fondi pubblici (ma il riferimento è dovuto al fatto che essa parlava all'associazione bancaria inglese) rappresentano "una minaccia alla concorrenza europea" e quindi dovrebbero essere sottoposte a qualche forma di smembramento, in base al principio dell'Unione secondo cui i beneficiari di fondi pubblici devono assoggettarsi ad operazioni di ristrutturazione in contropartita del vantaggio competitivo ricevuto.

Bastano questi riferimenti per capire che si diffonde la percezione anche fra i regolatori e i governi che il processo di concentrazione bancaria cui abbiamo assistito negli ultimi venti anni ha in qualche caso ecceduto e deve in qualche modo essere ridimensionato. D'altra parte, poiché la maggior parte delle banche che si trovano in queste condizioni sono state oggetto di interventi di assistenza, fino ad arrivare al salvataggio o alla nazionalizzazione più o meno mascherata, è evidente che non ci si può trincerare, un po' ipocritamente, dietro l'idea che il processo dovrà essere affidato solo alle forze di mercato; occorrono linee-guida coerenti ed omogenee, in un rapporto equilibrato fra stato e mercato. Questa esigenza, comune a tutti i paesi, rappresenta per l'Europa una condizione di sopravvivenza del mercato unico e della moneta unica.

Strettamente collegato al problema delle dimensioni, c'è quello della presenza internazionale delle banche. La crisi ha infatti posto interrogativi inquietanti anche sui vantaggi di questa forma di globalizzazione, fino ad allora considerata come una verità assiomatica. Come ha affermato Mervyn King, le grandi banche sono globali in vita e nazionali in punto di morte. Quando la crisi si avvicina, esse devono ricorrere alla banca centrale nazionale e se si aggrava, devono chiedere fondi dei contribuenti nazionali, decisi dai governi nazionali. Se poi si arriva alla liquidazione, sono le procedure concorsuali nazionali che regolano i rapporti fra i

²⁴ Nikki Tait, *Kroes steps up pressure on banks*, "Financial Times", 1° luglio 2009.

creditori. Non meraviglia quindi che alcuni grandi gruppi²⁵ si stiano interrogando sui vantaggi dell'internazionalizzazione europea e sostengano che l'attuale frammentata struttura di regolamentazione rappresenta un costo significativo, che limita sia l'efficienza gestionale delle banche sia l'efficienza della vigilanza transfrontaliera. Il giudizio è condiviso da un membro del consiglio direttivo della Bce, BiniSmaghi, che ha osservato che "la procedura Lamfalussy, che avrebbe dovuto promuovere la convergenza dei sistemi di regolamentazione e sorveglianza, si è rivelata insufficiente. Costi elevati sono stati imposti alle banche, soprattutto quelle che devono sottostare a più regole e regolatori per effetto della loro attività cross-border".²⁶ Si badi che questa è la dimensione esclusivamente europea del problema di vigilanza sulle banche globali (in particolare quelle sistematicamente rilevanti).

Non si tratta infatti soltanto di assicurare regole omogenee e interventi coordinati in caso di crisi; si tratta di evitare che l'attività cross-border delle banche (essenziale per la realizzazione del mercato unico) sia vista essenzialmente come un costo dai grandi intermediari. E' per questo motivo che il rapporto Turner ha lucidamente concluso sul punto che in futuro dobbiamo scegliere fra un maggior potere delle autorità nazionali, quindi meno Europa, oppure l'introduzione di livelli europei di vigilanza. E' proprio il caso di dire che *tertium non datur*.

5. Il futuro della regolamentazione europea

Il rapporto Larosière, che la commissione ha fatto proprio, costituirà la base per l'elaborazione del futuro livello di regolamentazione europea. Si tratterà quindi di una tappa decisiva per il futuro del mercato unico e in particolare della moneta unica. E' quindi necessario valutare con grande attenzione se si tratta di una proposta veramente adeguata rispetto alla gravità dei problemi rivelati dalla crisi, soprattutto in Europa.

E' bene ribadire che uno dei punti più importanti del rapporto riguarda le debolezze del processo di armonizzazione della legislazione europea in materia finanziaria (considerato – come si è visto – carente in termini di *cohesiveness*) che ha lasciato margini eccessivi di discrezionalità ai singoli paesi nell'attuazione delle direttive europee. I giudizi severi riportati nel paragrafo precedente riguardano anche aspetti della legislazione successiva all'applicazione della cosiddetta "procedura Lamfalussy" che avrebbe dovuto proprio garantire un processo di recepimento più snello ed omogeneo. Così non è stato, evidentemente, se esistono ancora le differenze che proprio il rapporto mette in evidenza con grande chiarezza.

Questo punto è essenziale perché la logica complessiva che ispira il rapporto Larosière appare molto simile a quella di Lamfalussy: da un lato, delineare una soluzione che appaia un compromesso ragionevole fra le varie esigenze nazionali in modo da renderla politicamente accettabile. Dall'altro, creare comitati sovranazionali che possano col tempo ampliare le loro funzioni e responsabilità. Entrambe queste ipotesi su cui si basava la procedura Lamfalussy si sono dimostrate, a detta dello stesso rapporto Larosière, eccessivamente ottimistiche. E' bene

²⁵ Unicredit Group, *Cross-border banking in Europe: what regulation and supervision*, Forum on Financial Cross-border Groups, Discussion Paper, March 2009

²⁶ Lorenzo Bini Smaghi, *Regulation and Supervisory Architecture: Is the EU on the right path?*, Brussels, 12 February 2009.

quindi valutare le proposte in questione con grande attenzione e senza ingiustificato ottimismo.

Le questioni fondamentali da esaminare sono almeno le seguenti:

- a) quale sia il fondamento teorico e pratico della distinzione fra il livello micro e quello macro di supervisione finanziaria;
- b) quale sia il grado di coinvolgimento desiderabile delle banche centrali nell'una e nell'altra;
- c) Quale sia la soluzione migliore per la supervisione micro in Europa e fra i paesi dell'euro in particolare.

Alla base c'è la questione della architettura dei poteri di vigilanza: un dilemma che ha due corni: se sia opportuno realizzare in Europa una struttura per finalità, distinguendo l'autorità di vigilanza sulle banche da quella di vigilanza sui mercati e in secondo luogo, se l'autorità di controllo delle banche debba essere o no la banca centrale.

Come afferma il rapporto del Gruppo dei Trenta (pag. 34) vi sono quattro possibili soluzioni per l'architettura della vigilanza: per soggetti; per funzioni; supervisore unico come nel Regno Unito; per finalità o *twin peaks*, cioè una autorità per la stabilità macro e micro e una per la trasparenza e correttezza dei comportamenti). Le ultime due soluzioni sembrano essere quello verso cui si stanno orientando i principali paesi, come è confermata anche dalle ampie analisi comparate in materia.²⁷

E' d'altra parte vero che la crisi ha messo in evidenza problemi gravissimi di funzionamento e di coordinamento delle autorità di vigilanza, indipendentemente dalle soluzioni adottate. Non esiste quindi un "sistema ideale". Il problema non è la struttura formale, ma la coerenza interna della regolamentazione complessiva e dei comportamenti effettivi delle autorità. Nel caso della proposta europea, la questione cruciale dipende quindi dalle risposte ai tre problemi sollevati.

a. La distinzione fra livello macro e micro di supervisione finanziaria.

La distinzione fra il livello macro e quello micro di supervisione è da lungo tempo analizzata in letteratura. Borio²⁸ definisce la supervisione macro come quella che ha come obiettivo quello di limitare i rischi di situazioni di difficoltà finanziarie che possono determinare perdite significative in termini di produzione per l'economia nel suo complesso. Obiettivo della supervisione micro è invece quello di limitare le difficoltà finanziarie di singole istituzioni, per finalità di tutela dei risparmiatori, indipendentemente dal loro impatto sulla economia. Per essere più chiaro, l'autore utilizza un'analogia con la teoria di portafoglio: il livello macro si occupa del rischio dell'intero complesso di titoli, mentre il livello micro si occupa del rischio di ciascuno dei titoli che compongono il portafoglio.

La distinzione è sicuramente importante, perché porta logicamente a considerare che nel primo approccio il rischio può essere endogeno, cioè derivante dai comportamenti stessi degli

²⁷ Donato Masciandaro,

²⁸ Claudio Borio *Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation* BIS Working Papers No 128 February 2003

attori economici, magari ognuno di per sé razionale.²⁹ Detto in altri termini, ci possono essere comportamenti dei singoli attori che possono portare collettivamente ad un situazione di squilibrio e di instabilità. Dunque, per assicurare la stabilità macro è forse necessario, ma comunque non sufficiente assicurare la stabilità dei singoli intermediari che lo compongono.

Borio, ben prima della crisi, aveva posto in evidenza che la letteratura economica era concentrata su meccanismi di trasmissione dell'instabilità che vanno dal fallimento di singole istituzioni all'instabilità generale, mentre (pag. 6) "il significato di questi episodi impallidisce al confronto con i casi in cui il rischio sistemico deriva principalmente dall'esposizione comune a fattori di rischio macroeconomico". Ed è proprio questo tipo di crisi, aggiungeva l'Autore, che caratterizza la maggior parte delle crisi attraversate negli ultimi anni dal sistema finanziario internazionale.

Borio concludeva (pag.17) che occorre rafforzare il livello macro-prudenziale della supervisione finanziaria, ma aggiungeva anche che in questo non c'era nulla di rivoluzionario, anzi si trattava di un ritorno alle origini, quando "la principale preoccupazione era il turbamento della vita economica di un paese determinato da una situazione di difficoltà finanziaria".

Questo punto è importante perché porta a concludere che probabilmente a livello europeo questo problema non era adeguatamente presidiato, ma spinge anche a chiedersi cosa non ha funzionato nei paesi in cui esistevano comunque dei meccanismi che avrebbero dovuto consentire un ragionevole perseguimento degli obiettivi macro, oltre a quelli micro. Il caso più interessante è quello del Regno Unito, che con la riforma del 1998 avevano separato le competenze della Bank of England (affidandole i compiti di politica monetaria e di tutela della stabilità finanziaria in senso macro) da quella della Financial Services Authority, incaricata della supervisione micropudenziale di tutte le categorie di intermediari.

L'esperienza britannica ha dimostrato che la distinzione di ruoli non era efficiente, perché lasciava aree grigie di competenza, che hanno impedito di affrontare in modo adeguato gli episodi di crisi, a cominciare da quello di Northern Rock.

Come afferma il rapporto Turner (pag. 84), il punto debole era proprio la supervisione macro-prudenziale, meglio il collegamento fra questa e la supervisioni micro. La situazione può essere descritta in questi termini: la Bank of England tendeva a concentrarsi sulla politica monetaria e sugli obiettivi di inflazione; svolgeva un eccellente lavoro analitico in preparazione dei rapporti semestrali sulla stabilità finanziaria (Financial Stability Review) ma non dava seguito a tali analisi in termini di interventi concreti, sia di politica monetaria, sia di regolamentazione finanziaria per contrastare i rischi identificati. Dal canto suo, la Financial Services Authority si concentrava in modo eccessivo sulle singole istituzioni (e spesso – va aggiunto – con occhio troppo benevolo, come nel caso di Northern Rock) e troppo poco sui rischi di carattere sistemico. Di conseguenza, afferma il Rapporto, "l'area vitale dell'analisi macroprudenziale si trovava in una sorta di terra di nessuno"³⁰

²⁹ Jon Danielsson - Hyun Song Shin, Endogenous Risk, London School of Economics, September 21, 2002.

³⁰ Vale la pena di riportare il testo originale: "The vital activity of macro-prudential analysis, and the definition and use of macro-prudential tools, fell between two stools. In the words of Paul Tucker, now Deputy Governor of the Bank of England for financial stability, the problem was not overlap but 'underlap'".

La crisi di Northern Rock, cui sarebbero seguite altre gravi crisi, ha indotto a modificare il cosiddetto accordo Tripartito fra Tesoro, Bank of England e Fsa e ha ispirato il Banking Act del 2009. Ma la situazione non è considerata ancora sufficiente ad evitare in futuro situazioni di crisi come quelle che abbiamo appena attraversato, se dai due versanti sia il Governatore Mervyn King, sia il presidente della Fsa avanzano critiche e proposte di revisione proprio in materia di supervisione macro-prudenziale. In particolare, il primo ha recentemente svolto alcune considerazioni importanti³¹ che meritano di essere attentamente considerate.

Il Governatore muove dal principio che il sistema finanziario britannico (ma lo stesso giudizio vale per quasi tutti gli altri paesi industrializzati) è arrivato alla crisi troppo grande, troppo indebitato, insufficientemente capitalizzato. Di più, i rischi associati al trading per conto proprio di titoli sono probabilmente più difficili da controllare nelle banche moderne, organizzate come società di capitali anziché con il principio della responsabilità illimitata tipica delle *investment banks* di un tempo. La supervisione macro-prudenziale che vogliamo costruire – afferma esplicitamente Mervyn King – deve contenere dimensioni, grado di indebitamento, fragilità e rischi del sistema finanziario prima che diventino troppo grandi, sia all'interno del sistema, sia nel corso del tempo.

Anche con i nuovi poteri, aggiunge King, la Bank of England si trova nella posizione di una parrocchia in cui i fedeli partecipano a matrimoni e funerali, ma non ascoltano i sermoni. Come la Chiesa, essa non può promettere al suo gregge che non accadranno cose spiacevoli (le crisi finanziarie sono inevitabili), ma l'esperienza suggerisce che non basta il potere della parola per incoraggiare ad una vita migliore solo con. Gli ammonimenti tendono a non essere efficaci quando i comportamenti che si vuole cambiare sembrano generare profitti cospicui. E così, conclude il Governatore, non è chiaro come la Bank of England potrà assolvere ai propri nuovi compiti se non potrà far altro che pronunciare sermoni e organizzare funerali.

Dal canto suo Lord Turner ha messo in evidenza che la supervisione macro dovrà essere basata su una stretta collaborazione fra Fsa e Bank of England, tanto da chiedere un diretto coinvolgimento nel Financial Stability Committee (organo della Bank of England) in modo da realizzare un'autentica co-decisione nelle decisioni finali nelle analisi di macro-supervisione e soprattutto negli interventi concreti in materia.³²

Tutto questo porta a concludere che la proposta Larosière, se attuata in modo solo formale, rischia di ripetere, probabilmente aggravandoli, i problemi già posti in evidenza nel caso britannico. La separazione fra livello macro e micro appare ancora più netta di quanto fosse prima di Northern Rock. Di più, non viene creato un livello di supervisione europeo, ma solo

³¹ Mervyn King, *Speech at the Lord Mayor's Banquet for Bankers and Merchants of the City of London at the Mansion House*, 17 June 2009.

³² Conclude infatti il rapporto sul punto (pag. 84-85): "But it is vital to realize that whichever way the formal institutional relationship is defined, it will only work effectively if there is intense joint working to bring together macroeconomic analysis and insight from specific institutions, and from sectoral and business model analysis, and if this analysis results in agreed points of view on how risks are evolving and what offsetting actions need to be taken. To achieve such an agreement, it is likely that devices such as joint evidence review and analysis sessions, combining both the top management of the Bank and the FSA and specialist staff, will be essential.

un comitato di coordinamento dei regolatori nazionali. Ma questo comitato non disporrà di informazioni autonome e superiori rispetto a quelle di cui dispongono i regolatori nazionali, dunque non potrà realizzare con il comitato di supervisione macro la dialettica necessaria ben messa in evidenza da Mervyn King e Lord Turner. Se poi, come ammette lo stesso Rapporto Larosière, nel passato si è riscontrata una scarsa disponibilità delle autorità nazionali a condividere le informazioni rilevanti, è del tutto presumibile che su entrambi i lati della supervisione, quello macro e quello micro, sarà molto difficile disporre degli elementi essenziali per tradurre le analisi in interventi concreti. Il dramma del parroco, descritto da Mervyn King, rischia di perpetuarsi.

In definitiva, individuare un livello macro di supervisione finanziaria è importante – sotto questo punto di vista il rapporto Larosière fornisce un contributo fondamentale – ma mai come in questo campo il diavolo si annida nei dettagli. Dunque, la realizzazione di questa proposta richiede di definire con qualche precisione compiti e responsabilità del nuovo organo e in particolare quelle della Bce, come si discute al punto seguente.

b. Il coinvolgimento delle banche centrali

La questione delicata della supervisione macro riguarda il coinvolgimento delle banche centrali e nel caso specifico della Bce. Dal punto di vista teorico, non vi è dubbio che le banche centrali, proprio in quanto garanti della liquidità complessiva e gestori del credito di ultima istanza, hanno la responsabilità finale della stabilità finanziaria e dunque debbano avere anche compiti di supervisione, sia pure – come accade in molti paesi – limitati alla componente macro. Purché, come si è appena visto, dispongano delle informazioni relative alla componente micro e abbiano quindi i necessari collegamenti organici e funzionali.

Sia il presidente³³ che il vicepresidente della Bce³⁴ hanno ribadito che la supervisione macro-prudenziale include non solo l'analisi e il controllo sulla stabilità finanziaria (che la Bce già svolge e rende pubblica attraverso la Financial Stability Review) ma anche lo sviluppo di sistemi di allarme precoce, lo svolgimento di test di robustezza e anche un ruolo di consulenza su misure specifiche di regolamentazione necessarie per assicurare la stabilità finanziaria.

Del resto, è evidente che la supervisione macro riguardante le banche di Eurolandia per definizione non può essere condotta a livello nazionale, anche perché, come mette in evidenza Papademos, i 43 gruppi europei cross-border rappresentano il 76 per cento del totale dell'attivo bancario alla fine del 2007.

Nell'analisi di Papademos, la vigilanza macro comprende almeno le seguenti forme di attività:

- a) L'identificazione e la valutazione dei rischi e degli elementi di fragilità del sistema finanziario europeo (con riferimento a tutti i mercati, istituzioni e infrastrutture);
- b) La pubblicazione di segnalazioni di rischio (risk warnings);
- c) La formulazione di raccomandazioni;
- d) Gli interventi a seguito di tali raccomandazioni.

³³ Jean-Claude Trichet, *Remarks on the Future of European financial regulation and supervision*, 23 February 2009.

³⁴ Lucas Papademos, *Strengthening macro-prudential supervision in Europe*, 24 March 2009.

Tutto questo significa che i problemi fondamentali del European Systemic Risk Council che si vuole costituire riguardano essenzialmente , tre aspetti cruciali: informazioni, poteri di intervento, risorse. Tutti questi tre aspetti devono essere definiti in modo preliminare, evitando la facile soluzione di lasciare al nuovo Consiglio il compito di risolvere con il tempo i problemi concreti.

Il punto delle informazioni è cruciale, perché come ha messo bene in evidenza Papademos (p.4-5) in alcuni casi come Germania e Austria, in cui le autorità di vigilanza sono diverse dalla banca centrale, queste ritengono di non poter fornire informazioni sulle istituzioni da esse vigilate per motivi di segreto d'ufficio. Testualmente il vice-presidente della Bce afferma: "Per superare i disincentivi a fornire informazioni sui sistemi bancari nazionali, che derivano dalla competizioni fra paesi all'interno di un mercato unico, al centro del sistema europeo occorre un'istituzione forte e indipendente, che possa tutelare la confidenzialità delle informazioni e perseguire gli interessi dell'Unione. Attualmente, i comitati europei dei regolatori costruiti sulla base della procedura Lamfalussy, sono centri molto deboli, che agiscono fondamentalmente come segreterie. Rafforzare questi centri non fornisce, a mio parere, alle autorità nazionali le garanzie e gli incentivi adeguati perché possano cooperare fra loro in modo efficiente".

Il problema delle informazioni può essere risolto solo con una direttiva, vincolante per gli stati membri che obblighi le autorità nazionali a fornire all'ESRC tutte le informazioni necessarie alla supervisione macro (da definirsi in base alla best practice internazionale in materia), ma anche ogni altra informazione che il Consiglio ritenga di volta in volta necessaria. Senza questo potere di informazione, il Consiglio appare fortemente inadeguato a svolgere il proprio compito.

Lo stesso vale per i poteri di intervento. Il rapporto Larosière ha affermato che "quando un warning è stato emesso, deve essere chiaro a tutti chi deve intervenire e in quali tempi". Per realizzare questo principio, occorre quindi dotare l'ESRC di specifici poteri.

Infine, c'è il problema delle risorse, cruciale per l'assolvimento di compiti così delicati. Sarebbe illusorio sperare che il nuovo Consiglio possa valersi di personale delle attuali banche centrali. Un nuovo organo, incaricato di una missione così delicata, deve essere dotato di personale proprio, adeguatamente qualificato e motivato e possibilmente di un vertice (un segretario generale) che funga da collegamento con il presidente e i membri del Consiglio che vengono da altre istituzioni.

c. La vigilanza micro-prudenziale in Europa

Questo aspetto è forse il più delicato della proposta Larosière. L'Europa ha scelto come è noto di non affidare compiti di supervisione alla Bce, anche se ha previsto all'art. 105.6 del Trattato che compiti di vigilanza (ma non in materia di assicurazione) possono essere attribuiti ad essa con il parere unanime del Consiglio europeo e il voto favorevole del Parlamento.

La soluzione, motivata fondamentalmente dal fatto in questo modo si rafforzava l'indipendenza della Bce e la sua capacità di perseguire gli obiettivi di politica monetaria, è stata da alcuni criticata fin dalla nascita dell'istituzione di Francoforte.³⁵ Lo stesso Bini-

³⁵ si veda i già citati prati-Schinasi e Onado.

Smaghi ha affermato di aver condiviso l'impostazione originaria, ma di aver cambiato idea proprio in base all'esperienza pratica.

In ogni caso, la situazione in Europa è particolarmente grave e delicata. Lo dice lo stesso rapporto Larosière, quando mette in evidenza le inconsistenze del processo europeo di convergenza; lo dicono molte analisi che mettono in evidenza i problemi irrisolti delle banche europee. Un recente contributo³⁶ ricorda che esse hanno ancora perdite da accertare per almeno 600 miliardi di euro, come indicato dal Fondo monetario internazionale e da altre ricerche in materia. Ma, a causa delle disomogeneità dei comportamenti di regolatori, regna ancora la più grande incertezza su quali siano le banche più esposte a tali perdite. La conclusione, è che in Europa la crisi non finirà e il credito non comincerà a riaffluire alle imprese fino a quando "le banche più fragili non saranno identificate e risanate", dunque attraverso operazioni che devono essere concepite e realizzate a livello sovranazionale.

Il rapporto Larosière conferma la scelta iniziale del Trattato, in questo adottando un'ottica di *real-politik* poiché attualmente mancano probabilmente le condizioni per un consenso europeo su una materia così delicata. Ma si deve essere consapevoli che questa soluzione non è ottimale, ma solo il massimo che si può strappare oggi in Europa, in una situazione che – come si è più volte visto – ha rafforzato i poteri delle autorità nazionali a scapito di ogni soluzione europea.

In particolare, va osservato che la proposta Larosière sulla carta vuole essere la realizzazione della Raccomandazione 1 del Rapporto G30, già ricordata, che richiede che le istituzioni finanziarie più grandi e complesse siano soggette ad una regolamentazione particolarmente precisa (*particularly close*) che risponda a standard internazionali rigorosi e comuni.

Ma per arrivare a questo risultato, bisogna aspettare che il rafforzamento dei comitati di supervisor e in particolare i nuovi comitati proposti diano davvero i frutti sperati. Dunque, bisognerà aspettare nella migliore delle ipotesi un certo numero di anni. In ogni caso, non è affatto scontato che lo scenario previsto dal comitato Larosière si realizzi. Come si è visto nel caso della supervisione macro, sono ancora da definire aspetti essenziali in termini di informazioni, poteri e risorse. Vale a questo proposito quanto già osservato per la supervisione macro. In assenza di formulazioni precise del legislatore europeo su questi aspetti essenziali, i nuovi comitati non si troveranno in condizioni migliori di quelle attuali. E così come hanno deluso i comitati previsti da Lamfalussy dieci anni fa, potranno deludere quelli previsti oggi da Larosière.

Come ha affermato Bini Smaghi (cit) i comitati possono funzionare solo se supportati da una solida, coerente e semplice struttura istituzionale, in grado di assicurare regole, standard e pratiche comuni. Il coordinamento assicurato dai comitati di ogni tipo non garantisce i risultati, come ha affermato proprio uno dei padri nobili dell'Europa, Jean Monnet, secondo cui "I have too often observed the limits of coordination. It is a method which promotes discussion, but it does not lead to a decision".

In definitiva, è lecito avere dubbi sull'efficacia della proposta Larosière, perché proprio il rapporto parte da un'analisi impietosa della convergenza fino ad ora realizzata in Europa. Se non siamo ancora riusciti a raggiungere una definizione uniforme di capitale bancario (l'abc

³⁶ Adam Posen – Nicolàs Veron, *A Solution For Europe's Banking Problem*, Bruegel policy brief, June 2009 (www.bruegel.org)

della supervisione, macro o micro che sia) ha poco senso immaginare nuove architetture più o meno razionali.

E poiché difetti gravi sono individuati anche in materie disciplinate in base alla cosiddetta procedura Lamfalussy, il giudizio negativo riguarda anche l'iter (non a caso ritenuto fin da subito troppo tortuoso da molti commentatori) che ha guidato gli ultimi dieci anni di produzione delle direttive europee. Si tratta di un problema che non rientrava fra quelli per i quali il Gruppo Larosière doveva far proposte, ma che non è stato adeguatamente ripreso in sede politica europea, troppo sicura di aver raggiunto risultati adeguati con il Financial Services Action Plan.

Ma c'è di più. La proposta Larosière richiede tempo, nel migliore dei casi, mentre i problemi delle banche europee si pongono qui ed ora. E, come si è già detto, si rischia che le perdite occulte pesino come un piombo nelle ali del sistema bancario, impedendo che il credito riaffluisca nuovamente ai settori produttivi. Si diffonde, come è stato detto, il rischio di zombie banks, cioè banche in pessime condizioni, che cercano disperatamente di ricostituire profitti e capitale grazie alle generose iniezioni di liquidità da parte delle banche centrali. Come ha affermato Willem Buiter³⁷ "ricapitalizzare le banche grazie ai sussidi delle banche centrali richiederà anni di intermediazione inefficiente e di finanziamenti tremendamente scarsi per famiglie e imprese".

In questa prospettiva, appare particolarmente interessante la proposta contenuta nel contributo già citato pubblicato sul sito www.bruegel.org. Proprio per "comprare tempo" nel processo di integrazione europea, si suggerisce infatti di costituire quello che alcuni commentatori hanno definito una sorta di *bad bank* europea (il termine usato è una *Treuhand*, forse per renderla più accettabile ai tedeschi che costituirono una fiduciaria di questo tipo per gestire le partecipazioni ereditate dall'unificazione). E' del resto noto che tutte le grandi crisi finanziarie hanno richiesto la formazioni di istituzioni ad hoc: dal caso dell'Iri italiano, al .. dei tempi di Roosevelt,

Una soluzione europea era stata da molti invocata, fin dallo scorso autunno richiamandosi al caso svedese ³⁸ oppure proponendo comunque una soluzione comune, che avrebbe dato chiarezza al mercato ed evitato soluzioni nazionalistiche e disomogenee.³⁹

In realtà, il termine *bad bank* è fuorviante⁴⁰ affermano gli autori, perché l'entità che si vuole costituire è un vero e proprio intermediario, incaricato di gestire la parte problematica degli attivi bancari, con la stessa logica dell'ente americano che si incaricò della soluzione della crisi delle Savings and Loan Associations (Resolution and Trust Company) o di quello che gestì la crisi svedese degli anni Novanta. Non a caso i due autori usano (forse per rendere l'operazione più gradita ai tedeschi) il nome *Treuhand*, che richiama la società che gestì le partecipazioni ereditate dalla Germania Est dopo l'unificazione.

³⁷ Willem Buiter, *Quantitative easing, credit easing and enhanced credit support aren't working; here's why*, "Financial Times" ft.com/maverecon July 3, 2009

³⁸ Marco Onado, "Il Sole - 24 Ore" ottobre 2009.

³⁹ *Open Letter to European leaders on Europe's Banking Crisis: A Call to Action*, 1 October 2008, in www.voxeu.org

⁴⁰ The term 'bad banks' sometimes used to describe such approaches can be misleading, as those 'bad banks' set up in Sweden in 1992-93 involved no transfer of assets to the state in situations where there had not been prior full nationalisation

L'ente dovrebbe compiere una vera e propria opera di selezione (*triage*) delle attività da acquisire, quindi delle banche cui offrire un aiuto, e nello stesso tempo di valutazione del prezzo cui acquistare. In questo modo si otterrebbe il duplice vantaggio di dare chiarezza al mercato sui prezzi dei titoli problematici e nello stesso tempo dare certezze sulla situazione patrimoniale delle banche, mettendole anche nella condizione di aumentare il capitale proprio in futuro.

Proprio all'inizio di luglio, in verità, la Germania ha preso la direzione opposta, approvando la legge secondo cui ciascuna banca può cedere ad una propria bad bank le attività problematiche. A parte la rottura del fronte europeo, si tratta di una soluzione doppiamente fragile: in primo luogo, i trasferimenti avvengono a prezzi prefissati (e incredibilmente pari a quelli precedenti al caso Lehman) e dunque non si dà alcun contributo per riavviare il mercato dei titoli della securitisation. In secondo luogo, le banche dovranno comunque rimborsare l'eventuale differenza fra il prezzo di cessione e quello finale di rimborso dei titoli (su un arco temporale di venti anni!). Dunque non solo la trasparenza sulla situazione delle banche non viene assicurata, ma si stende un velo di opacità sui bilanci dei prossimi venti anni.

E' sperabile (anche se sempre più difficile) che l'Europa possa ancora trovare lo spazio per un'iniziativa comune dopo questa improvvida iniziativa tedesca. Del resto, si pone in termini sempre più sempre più urgenti, soprattutto dopo che alla fine di maggio gli stress test condotti sulle banche americane hanno contribuito a togliere incertezza sulla loro situazione patrimoniale e hanno determinato l'esigenza di un segnale analogo anche per le banche europee. Ma ancora una volta, la risposta è stata parziale e deludente. Il Comitato europeo dei supervisori bancari (CEBS) ha annunciato che test sarebbero stati condotti, ma a livello nazionale (ancorché sulla base di ipotesi di scenario comuni) e comunque i risultati non sarebbero stati pubblicati. Esattamente il contrario di quello che è stato fatto per le banche americane.

In conclusione, in una situazione in cui si pone con forza la questione se nel futuro del sistema bancario ci sia più potere alle singole autorità nazionali, e dunque meno Europa, oppure un rafforzamento dei livelli europei di vigilanza, il rapporto Larosière costituisce una importante base di discussione. Ma molti aspetti suscitano perplessità, soprattutto perché rischiano di ripetere le contraddizioni che hanno caratterizzato la procedura Lamfalussy che lo stesso Larosière critica esplicitamente. Così come molte proposte sui livelli macro e micro di supervisione devono essere riempite di contenuti specifici (soprattutto in materia di poteri, competenze e risorse dei vari organi) se si vogliono raggiungere gli obiettivi dichiarati o anche solo realizzare i principi enunciati dal Financial Stability Forum o dal Gruppo dei Trenta. L'esperienza europea, non solo in campo finanziario, ha ampiamente dimostrato che l'introduzione di nuovi comitati è soluzione solo necessaria, mai sufficiente per la soluzione dei problemi.