

La supervisione finanziaria europea dopo il Rapporto de Larosière: siamo sulla strada giusta?

European financial supervision after the de Larosière Report: are we on the right track?

La crisi ha dimostrato che occorre rafforzare la vigilanza in materia di rischio sistemico e nei confronti delle grandi istituzioni finanziarie. Le indicazioni del Rapporto de Larosière che la Commissione Ue ha fatto proprie consentono importanti passi in avanti per rafforzare l'architettura della regolamentazione finanziaria e accelerare la convergenza. Alcuni aspetti rilevanti relativi, in particolare, al ruolo delle autorità di vigilanza coinvolte e ai rapporti tra tali autorità devono tuttavia essere ancora definiti per poter realizzare compiutamente il processo avviato.

Marco Onado

Università Bocconi, Milano

The crisis has shown the need to strengthen supervision on systemic risk and on large complex financial institutions. The de Larosière Report and Eu Commission indications allow to strengthen the architecture of financial regulation and to accelerate convergence. Some important aspects, concerning in particular the role of supervisory authorities involved and the relationship between these authorities, need to be further defined in order to complete the process.

Questo contributo, anche in versioni differenti e/o aggiornate, potrebbe essere pubblicato in altre sedi

The article, in an updated and/or revised version, could have been published elsewhere

1 Premessa

La crisi finanziaria ha dato origine ad un ampio dibattito sulle lezioni da trarre, soprattutto per quanto concerne la regolamentazione. Ciò è ancora più vero in Europa, dove la crisi ha anche determinato un serio arretramento del processo di integrazione. Il Rapporto de Larosière, pubblicato a febbraio 2009¹, è stato recepito dalla Commissione in maggio² e ha ispirato le proposte di regolamentazione rese note alla fine di settembre³. Tali proposte costituiscono la risposta ufficiale ai problemi europei e sono state accolte favorevolmente, soprattutto per il loro dichiarato obiettivo di realizzare un livello europeo di regolamentazione. Molti dettagli – dove notoriamente si annida il demonio – sembrano però non sufficientemente definiti. Altri sembrano offrire soluzioni parziali o sub-ottimali.

Il presente articolo discute gli aspetti in cui la proposta per la regolamentazione europea sembra meritare una definizione più precisa o soluzioni più incisive. In particolare, si mettono in evidenza sette punti critici, che possono essere definiti i «sette peccati di omissione» della parte di proposta relativa al livello macro di supervisione prudenziale. Inoltre, si evidenziano due pro-

blemi generali non risolti relativi al livello microprudenziale. Questi sembrano derivare dal desiderio di raggiungere un compromesso accettabile fra le diverse esigenze nazionali. È vero che Voltaire ha detto che l'ottimo è nemico del bene (si badi che non ha detto: «il meglio» come molti ritengono), tuttavia l'esperienza europea ha dimostrato al di là di ogni ragionevole dubbio che i compromessi (e i comitati che ne derivano) molto spesso non hanno raggiunto gli obiettivi ottimisticamente loro assegnati. L'ultimo esempio è la cosiddetta procedura Lamfalussy, i cui risultati deludenti sono bene messi in luce dallo stesso Rapporto de Larosière. Ci si può pertanto chiedere per quale motivo il compromesso Larosière dovrebbe funzionare meglio del compromesso Lamfalussy. La *realpolitik* è comprensibile, ma dobbiamo ricordare che in materia di regolamentazione le soluzioni di second-best possono portare a risultati molto insoddisfacenti. Non a caso, in un'audizione parlamentare sul tema, il Direttore generale della Banca d'Italia ha richiamato due volte la necessità di soluzioni «ambiziose»⁴. È dunque opportuno che ogni possibile area di criticità venga affrontata per tempo: il Rapporto de Larosière ha fornito importanti stimoli e consente la creazione di due organi-

Keywords: crisi finanziaria, supervisione finanziaria, rapporto de Larosière

Jel codes: G01, G21, G28

¹ The de Larosière Group, *Report*, 2009.

² Commission of The European Communities, *Communication from the Commission, European Financial Supervision Brussels, 27.5.2009 (COM(2009) 252 final)*.

³ Commission of The European Communities, *Proposal for a Regulation of The European Parliament and of The Council on*

Community Macro Prudential Oversight of the Financial System and Establishing a European Systemic Risk Board Brussels, COM (2009) 499/3 and the proposals for establishing a European Banking Authority, European Insurance and Occupational Pensions Authority and a European Securities and Markets Authority.

⁴ Fabrizio Saccomanni, *Audizione alla Commissione VI della Camera dei Deputati (Finanze) nell'ambito dell'esame della Comunicazione della Commissione Europea sulla vigilanza finanziaria europea*, Roma, 15 settembre 2009. Cfr. in particolare pp. 6 and 16.

smi europei di vigilanza di grande significato politico. Ma occorre anche considerare queste realizzazioni come un punto di partenza e uno stimolo a risolvere i problemi tecnici ancora aperti.

2 La crisi finanziaria e le criticità del sistema europeo di vigilanza

La crisi ha mostrato molti punti deboli nel sistema finanziario globale. Le istituzioni finanziarie si sono rivelate molto più fragili di quanto si pensasse e l'intera costruzione regolatoria è risultata inadeguata rispetto alle dimensioni e alla complessità delle banche di oggi. Il Financial Stability Forum (ora Financial Stability Board) ha proposto fin da aprile 2005⁵, una serie di misure, molte delle quali ancora da realizzare, e ha in particolare messo in rilievo il problema della supervisione delle grandi banche globali, che ricadono nella giurisdizione di più autorità di controllo. Per questo gruppo di banche, il Fsb ha proposto di rafforzare la cooperazione tra diversi paesi, per il tramite dei cosiddetti «collegi di supervisori». Il rapporto del Gruppo dei Trenta pubblicato a gennaio 2009 aveva espresso lo stesso auspicio...⁶

L'Europa deve affrontare un ulteriore problema. La crisi ha infatti messo drammaticamente in evidenza la fragilità della struttura sovranazionale costituita dai cosiddetti Comitati di livello-3 della procedura Lamfalussy⁷. Nei giorni più cupi della crisi, la situazione delle banche in difficoltà è stata analizzata solo dalle autorità nazionali e le azioni necessarie sono state decise solo dai governi nazionali. Ciò ha aumentato il contrasto fra la realizzazione di una moneta unica e l'obiettivo di integrazione finanziaria da un lato e una struttura di regolamentazione rigidamente disegnata lungo i confini nazionali. Secondo molti commentatori, il processo di integrazione europea ha segnato un significativo passo indietro. Le banche che erano cresciute fino a raggiungere una dimensione pan-europea hanno incontrato più problemi che vantaggi. Un documento di Unicredit⁸ rileva che la struttura frammentata della regolazione e supervisione europea aumenta in modo non giustificato i costi regolatori e impedisce il funzionamen-

to efficiente di istituzioni pan-europee. Per questo motivo, come ha detto il presidente della Fsa britannica, per il futuro dobbiamo scegliere fra più poteri nazionali o più Europa⁹.

Per risolvere questi problemi, la Commissione europea ha nominato un Comitato di alto livello presieduto da Jacques Larosière, con il compito di «formulare proposte per rafforzare il quadro di regolamentazione europea per tutti i settori finanziari, al fine di istituire un sistema europeo di supervisione più efficiente, integrato e sostenibile». Il Rapporto de Larosière ha formulato diverse proposte relative alla supervisione finanziaria, sia a livello macro, sia a livello micro, largamente recepite nella citata proposta della Commissione. In particolare, si mira ad istituire due nuovi organismi: il primo è lo European Systemic Risk Board (Esrp) che dovrà vigilare sui rischi per la stabilità finanziaria derivanti da sviluppi macroeconomici e del sistema finanziario nel suo insieme (vigilanza macroprudenziale). Il secondo, denominato European System of Financial Supervisors, (Esfs) si occuperà della supervisione finanziaria tradizionale (vigilanza microprudenziale). Esso comprende le autorità nazionali di vigilanza finanziaria e le nuove autorità europee di vigilanza (Esa, European Supervisory Authorities), che deriveranno dal potenziamento dei tre attuali comitati di livello-3 e che come questi ultimi avranno competenza rispettivamente in materia di banche, mercati e assicurazioni.

La tavola 1 sintetizza le principali caratteristiche delle due istituzioni.

Secondo la Commissione europea, la soluzione relativa alla supervisione microeconomica dovrebbe precludere alla creazione di un autentico sistema di regolamentazione europea, presumibilmente basato su due autorità: una per le banche e le assicurazioni, l'altra per i mercati. Questo passaggio dovrà comunque essere valutato dopo alcuni anni di funzionamento del nuovo regime.

3 Il gruppo delle grandi banche di rilievo sistemico (Lcfi)

La crisi ha dimostrato l'importanza cruciale dal punto di vista del rischio sistemico di un gruppo di banche globali molto

⁵ Financial Stability Forum, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience* 7 April 2008.

⁶ Group of Thirty, *Financial Reform. A Framework for Financial Stability*, Washington, January 2009.

⁷ Si tratta del Cebis (Committee of European Bank supervisors), del Cesr (Committee of European Security Supervisors) e del Ceiops (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors).

⁸ UniCredit Group, *Cross-border banking in Europe: what regulation and supervision*, Forum on Financial Cross-Border Groups, Discussion Paper, March 2009.

⁹ The Turner Review. *A regulatory response to the global banking crisis*, London, March 2009.

I nuovi organismi di vigilanza

	Esrb	EsfS
Missione	Monitorare e valutare i rischi per la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso	Supervisione delle singole istituzioni e armonizzazione degli standard di vigilanza in Europa
Compiti	Raccogliere e analizzare tutte le informazioni rilevanti per monitorare e valutare possibili minacce alla stabilità. Identificare i rischi e attribuire loro una priorità. Emettere segnali di allarme quando i rischi appaiono significativi. Monitorare il follow-up dei segnali e delle raccomandazioni. Collegarsi con il Fmi, il Fsb e controparti di altri paesi.	Assicurare un unico set di regole armonizzate. Assicurare l'applicazione coerente delle regole europee. Assicurare una cultura di vigilanza comune e pratiche efficaci. Raccogliere informazioni per la vigilanza micro-prudenziale. Svolgere un ruolo internazionale.
Organi	Board Steering Committee Secretariat (Banca centrale europea) Advisory Technical Committee	Steering Committee Board of Supervisors di ciascuna Esa Management Board di ciascuna Esa
Composizione del principale Board	Presidente della Bce Vicepresidente della Bce Governatori delle banche centrali nazionali Un membro della Commissione europea Presidenti delle tre Esa <i>Membri senza diritto di voto</i> Un rappresentante per ciascuno stato membro della autorità nazionale competente presidente dell'Economic e Financial Committee	Presidente della rispettiva Esa, che presiede le riunioni, ma senza voto. Presidenti delle autorità nazionali per ciascuno stato membro <i>Membri senza diritto di voto</i> Un rappresentante della Commissione Un rappresentante dell'Esrb Un rappresentante delle altre due Esa

grandi e particolarmente complesse, che vengono normalmente definite come *Large complex financial institutions* (Lcfi).

La ricerca in materia è stata promossa dalle banche centrali¹⁰, assai prima della crisi e ha messo in evidenza che la caratteristica fondamentale non è tanto la dimensione (in termini di estensione geografica o di totale dell'attivo) quanto la complessità (e dunque la difficoltà per i supervisori di conoscere i rischi effettivi); l'interconnessione (e dunque l'alta probabilità di dare origine alla classica reazione a catena che parte dalla crisi di un intermediario) e infine l'esposizione a fattori di rischio comune (che amplifica le reazioni e rende il rischio endogeno al sistema finanziario nel suo complesso)¹¹.

Questo gruppo di banche pone problemi di vigilanza particolarmente complessi che non erano mai stati affrontati, almeno in questa misura. In particolare, sono stati messi in evidenza i seguenti punti.

■ La vigilanza sulle Lcfi deve essere esercitata congiuntamente da più autorità (né il principio del paese d'origine né quello del paese ospite sono adeguati).

Le banche che appartengono a questo gruppo non solo hanno dimensioni enormi in termini di totale attivo (spesso di gran lunga superiore al Pil del paese in cui hanno la sede legale) ma operano su scala globale, al di là della giurisdizione e anche delle capacità effettive di intervento di qualsiasi autorità nazionale di vigilanza. Per esse, né il principio del paese d'origine, né quello del paese ospite possono portare ad una vigilanza adeguata. Occorre dunque individuare accordi di vigilanza sovra-nazionali.

C'è però un aspetto positivo: dato l'attuale elevato livello di concentrazione del sistema finanziario, è sufficiente intervenire su questo gruppo di banche per controllare la parte prevalente delle cause di rischio sistemico. Come afferma Haldane, «non per niente, sono stati gli epidemiologi ad enunciare per primi il principio 80/20» (cioè che l'80% dei problemi è generato dal 20% della popolazione).

In Europa, i Financial Stability Report della Bce hanno identificato un insieme di 35 «gruppi bancari grandi e complessi». Il vice presidente della Bce ha poi ricordato che alla fine del 2007 i primi 43 gruppi bancari con attività cross-border rappresentano il 76 % del totale attivo delle banche europee; mentre nell'area dell'euro i primi 30 gruppi rappresentano il 73%¹².

¹⁰ Laurence H. Meyer, *The Challenges of Global Financial Institution Supervision*, Remarks at the Federal Financial Institutions Examination Council, International Banking Conference, Arlington, Virginia May 31, 2000; Ian W Marsh and Ibrahim Stevens, «Large Complex Financial Institutions: Common Influences on Asset Price Behaviour?», in *Bank of England Quarterly Bulletin* December 2003. See also the Financial Stability Report published by the Bank of England and the Ecb of the last years.

¹¹ Andrew G Haldane, *Rethinking the Financial Network*, Speech delivered at the Financial Student Association, Amsterdam, April 2009.

¹² Lucas Papademos, «Strengthening macro-prudential supervision in Europe», Speech at the conference on *After The Storm: The Future Face of Europe's Financial System* organised by Bruegel, National Bank of Belgium and the International Monetary Fund Brussels, 24 March 2009.

▣ La vigilanza deve essere realizzata tenendo conto delle interconnessioni e dell'endogeneità del rischio (macro e micro).

L'evoluzione del sistema finanziario ha reso il rischio finanziario sempre più endogeno al sistema nel suo complesso, aprendo così un divario crescente fra il rischio percepito dalla singola istituzione (rischio a livello micro) e quello in capo alla stessa istituzione, derivante dalle connessioni con altri intermediari, che possono reagire congiuntamente e muovere nella stessa direzione a motivo di uno stesso impulso. L'«errore» delle singole banche e delle autorità di vigilanza è stato di concentrarsi sul livello micro, nel quale le scelte individuali erano razionali e sembravano sicure. Ma come osserva Haldane: «Da un punto di vista individuale, queste strategie apparivano come ragionevoli tentativi di ridurre il rischio mediante la diversificazione: più uova venivano poste nello stesso paniere. Ma è chiaro oggi che dal punto di vista generale queste strategie conducevano al risultato opposto: più aumentava il numero delle uova, più aumentava la fragilità del paniere e con essa la probabilità di avere uova marce».

Abbiamo dunque bisogno di portare la vigilanza ad un livello superiore, collegando la dimensione micro con quella macro. Ma quest'ultima non riguarda solo le condizioni generali del sistema economico, ma gli effetti sistemici di condotte individuali, particolarmente quelle poste in essere dalle grandi istituzioni complesse che rendono il rischio sempre più endogeno.

⚡ I poteri di vigilanza devono essere utilizzati in modo più discrezionale a livello sia macro sia micro.

Le numerose proposte di riforma della regolamentazione finanziaria sono state realizzate solo parzialmente, anche perché i governi erano troppo impegnati nelle operazioni di salvataggio. Ma è bene sottolineare che le modifiche necessarie non richiedono di soffocare l'attività degli intermediari o di impedire l'innovazione. Come ha più volte chiarito il Financial Stability Board¹³, possiamo correggere gli eccessi del passato con un numero ragionevole di nuove misure che impongano alle banche di detenere più capitale e di migliore qualità rispetto al passato e che correggano le non poche distorsioni del processo di securitization.

Il punto è che, nel passato, il pendolo è oscillato troppo dalla discrezionalità all'automatismo nell'applicazione delle regole; ci si è affidati in misura eccessiva a meccanismi automatici, a cominciare da quelli di Basilea. In altre parole, abbiamo posto l'enfasi sul terzo pilastro di Basilea (la disciplina di mercato) e non abbastanza sul secondo, cioè l'applicazione delle regole ai singoli casi aziendali. Ad esempio, la maggior parte delle autorità di vigilanza si è astenuta dal chiedere alle banche di aumentare il livello del capitale talvolta per una forma di «cattura», ma anche perché non volevano (o non osavano) correggere le valutazioni del mercato.

L'eccessivo peso attribuito alle regole automatiche è stato uno dei fattori determinanti della prociclicità dei requisiti di Basilea, che si cerca ora di correggere. Ma è pressoché impossibile correggere le distorsioni dovute a regole troppo automatiche con nuovi automatismi. Occorre una maggiore discrezionalità delle autorità di vigilanza, come dimostra chiaramente l'esperienza della Banca di Spagna per correggere i difetti prociclici dei requisiti patrimoniali.

In futuro, l'azione di vigilanza dovrà essere basata anche su una valutazione discrezionale dei rischi di ciascuna banca (come era chiaramente detto negli accordi di Basilea-2) e quindi su uno stile di vigilanza più diretto: i tempi del «tocco leggero» di cui si vantava la Fsa britannica sono passati. Ne consegue che le autorità devono avere poteri e strumenti per passare dalla valutazione all'azione. Come ha affermato Trichet¹⁴, «dobbiamo essere più risoluti nel prevenire l'accumulazione di rischi. Dobbiamo rafforzare la valutazione di stabilità del sistema finanziario e sviluppare meccanismi che consentano di trasferirle in misure concrete».

▣ Sono necessarie regole ad hoc.

Le Lcfi devono essere soggette a norme di vigilanza specifiche per tener conto del loro contributo al rischio sistemico. Anche se non è possibile in questa sede approfondire questo aspetto, va ricordato che le principali misure proposte riguardano una maggiorazione dei requisiti di capitale, le riserve di liquidità. È stato anche proposto uno speciale regime di liquidazione in caso di crisi. Dunque si sta delineando la possibilità di realizzare un regime specifico di supervisione finan-

¹³ Financial Stability Board, *Improving Financial Regulation*, Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders, Pittsburgh 25 September 2009.

¹⁴ Jean-Claude Trichet, *Remarks on the Future of European Financial Regulation and Supervision*, Keynote address at the Committee of European Securities Regulators (Cesr), Paris, 23 February 2009.

ziaria collegato solo alle possibili conseguenze sistemiche dell'operato di questo gruppo di banche.

È L'informazione è cruciale.

La crisi ha dimostrato che i regolatori non disponevano di informazioni fondamentali per l'attività di vigilanza: basti pensare al cosiddetto «sistema bancario ombra» e al mercato Otc dei titoli strutturati e dei derivati per capire fino a che punto lo schermo radar delle autorità di vigilanza era incapace di cogliere i rischi collegati a parti fondamentali del moderno sistema finanziario. Il Fondo monetario ha recentemente sottolineato nel suo rapporto di settembre 2009¹⁵ che fin dal 2006 aveva segnalato la «scarsità dei dati a disposizione delle autorità per valutare quantitativamente il grado di riduzione del rischio e per capire dove era stato trasferito il rischio di credito».

È quindi necessario costruire un sistema di informazioni adeguate alla realtà finanziaria attuale, il che significa guardare in particolare alle sue interconnessioni. Le autorità di vigilanza devono non solo sapere «chi possiede cosa» ma anche «chi deve quanto a chi». Esse devono quindi avere i poteri per ottenere le informazioni necessarie dalle singole istituzioni. Il passo successivo dovrà essere quello di condividere queste informazioni fra tutte le autorità interessate al funzionamento delle Lcfi.

4 I punti critici della proposta di regolamentazione europea

Le raccomandazioni del Rapporto de Larosière sono state tradotte dalla Commissione in una proposta di legge presentata alla fine di settembre. Il quadro che ne deriva è stato unanimemente apprezzato per il tentativo di rafforzare l'architettura della regolamentazione finanziaria europea e di accelerare il processo di convergenza. Ma per capire se si tratta di una risposta adeguata ai problemi posti dalla crisi finanziaria in generale e a quelli europei in particolare, occorre rispondere a tre fondamentali domande: sarà possibile affrontare in modo adeguato il rischio sistemico? Sarà possibile vigilare in modo adeguato sul gruppo europeo di Lcfi? Abbiamo tratto le giuste

conclusioni dai deludenti risultati di tanti anni di sforzi per l'armonizzazione del quadro regolatorio europeo? Nelle prossime pagine, si cerca di rispondere a queste domande, considerando separatamente il livello della supervisione macro e successivamente quello micro.

La vigilanza macroprudenziale. Il Rapporto de Larosière ha individuato una delle principali cause della crisi nell'insufficienza della supervisione a livello macro. In particolare «le autorità di vigilanza si sono concentrate sulla supervisione microeconomica e non sufficientemente sui rischi macroeconomici di un contagio in seguito a shock fra loro correlati»¹⁶. Questo giudizio è condiviso da altri importanti rapporti (ad esempio quello del Gruppo dei Trenta), da organismi internazionali come l'Imf e la Bri e dai principali rapporti sulla stabilità finanziaria pubblicati negli ultimi due anni dalle principali banche centrali (la Bank of England e la Bce, per ricordare solo le più importanti). La necessità di rafforzare il livello macro di supervisione è dunque fuori discussione. Il vero problema è se l'organismo proposto per la supervisione macro europeo (Esrp) sarà in grado di svolgere in modo adeguato la missione che gli verrà affidata.

I «sette peccati di omissione». Vi sono alcuni punti in cui il Rapporto de Larosière (e dunque la proposta della Commissione) sono stati troppo generici per consentire di rispondere senza esitazioni in modo affermativo a questa fondamentale domanda. Si tratta di sette punti, che possono essere reconsiderati i «sette peccati di omissione» dell'attuale disegno di legge.

1 Un'interpretazione restrittiva di vigilanza macroprudenziale.

L'analisi del Rapporto de Larosière era basata su una definizione ristretta di macro supervisione finanziaria e quindi assegna all'Esrp un ruolo di supervisione generale. Un importante paper di Claudio Borio¹⁷, pubblicato prima della crisi, metteva invece in evidenza la necessità di dare un'interpretazione estensiva del concetto di rischio sistemico e della relativa sorveglianza. Il punto principale è che il rischio sistemico deriva soprattutto dal fatto che le banche globali sono esposte agli stessi fattori di rischio e ciò rende il rischio stesso endogeno, esattamente come abbiamo visto nel corso della crisi.

¹⁵ Imf, *Global Financial Stability Report*, September 2006, Ch 2, p. 9.

¹⁶ Si veda il par. 29, p. 11.

¹⁷ Claudio Borio, *Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?*, Bis Working Papers N. 128, February 2003.

Borio indica con grande chiarezza che la teoria economica dominante (che largamente ispira l'attuale quadro regolatorio) guarda soprattutto al rischio di fallimento di una singola istituzione come causa principale di instabilità che si diffonde, attraverso vari meccanismi di contagio, al sistema finanziario nel suo complesso. In questa prospettiva, basta evitare il primo dissesto, cioè intervenire sul primo anello della catena, per garantire la stabilità. Borio mette però anche in evidenza che «... il significato di simili eventi impallidisce al confronto con i casi in cui il rischio sistemico deriva principalmente dall'esposizione comune delle varie banche rispetto a fattori di rischio macroeconomico. È questo tipo di instabilità finanziaria che comporta i costi più gravi e duraturi. E sono di questo tipo le principali crisi avvenute recentemente in vari paesi. In confronto al modello canonico di rischio sistemico, questi processi non sono ancora sufficientemente compresi».

Questa interpretazione estensiva della vigilanza macroprudenziale porta ad attribuire un ampio mandato e poteri di interventi molto specifici alle autorità di vigilanza. Inoltre, richiede che l'autorità competente operi in stretto contatto con quella incaricata della vigilanza microprudenziale. In questa visione, supervisione macro e micro sono due facce della stessa medaglia.

Il Rapporto de Larosière e ancora di più la Commissione hanno invece adottato una definizione ristretta e dunque hanno conferito un mandato limitato all'autorità di vigilanza macroprudenziale. Il principale compito dell'Esrb sarà quello di valutare la stabilità del sistema finanziario europeo da un punto di vista macroeconomico generale e delle tendenze dei principali mercati. Se tali analisi dovessero segnalare elementi di pericolo, l'Esrb dovrà «emanare allarmi e laddove necessario, fornire raccomandazioni sui provvedimenti da adottare a seguito dei rischi identificati».

In particolare, il testo della Commissione che accompagna la proposta di legislazione europea afferma (punto 6.2.1) che «le raccomandazioni dell'Esrb non saranno giuridicamente vincolanti» e aggiunge che il Board sarà un «organo reputazionale» le cui parole non potranno essere ignorate¹⁸.

In un'interpretazione ampia della supervisione macroprudenziale, gli allarmi, per quanto autorevoli, non sono sufficienti. Oltre al problema della loro efficacia (su cui torneremo) esiste un ampio consenso sul fatto che le istituzioni finanziarie rilevanti dal punto di vista sistemico devono essere soggette a specifiche misure prudenziali in termini di requisiti di capitale e di riserve di liquidità¹⁹. Ciò crea un legame fondamentale fra il livello macro e quello micro di supervisione e dà alla prima il diritto di esprimere la propria posizione. Sheila Bair, presidente del Fdic, ha criticato la recente proposta del governo americano di istituire un Financial Services Oversight Council per vigilare sul rischio sistemico perché esso «non ha poteri sufficienti per affrontare tale tipo di rischio». La proposta europea da questo punto di vista appare anche più debole di quella americana.

Si badi che il rafforzamento della vigilanza macroprudenziale appariva già necessario a Borio che nell'articolo citato osservava che in questo modo si sarebbe tornati alla visione classica della vigilanza di stabilità, il cui obiettivo principale era quello di proteggere il sistema economico nel suo complesso da una crisi finanziaria, non quello – che è stato successivamente enfatizzato – di proteggere i risparmiatori²⁰.

2 Mancata attribuzione all'Esrb di materie di rilevanza sistemica.

Il Rapporto de Larosière non prende in considerazione fattori di rischio che sono sistemici per loro stessa natura e dunque dovrebbero essere affidati al livello macro di supervisione anziché, come è stato deciso, a quello micro. Da un punto di vista teorico, ciò non è corretto. Un sistema finanziario è composto da intermediari, mercati e infrastrutture. Queste ultime, collegate ai pagamenti e al funzionamento di mercato, pongono soprattutto nelle fasi di *clearing* e di *settlement* problemi sistemici di grande rilievo. Solo per quelli legati ai pagamenti si è riconosciuto ovunque e anche in Europa la competenza assoluta delle banche centrali. Ma la crescita dei mercati negli ultimi anni è stata tale che questa asimmetria rischia di essere sempre più pericolosa. Il punto è stato recentemente ribadito anche dal presidente della Fed²¹, che ha posto un'efficiente supervisione delle infra-

¹⁸ «The addressees of recommendations cannot remain passive towards a risk which has been identified and are expected to react in some way. If the addressee agrees with a recommendation, it must communicate all the actions undertaken to follow what is prescribed in the recommendation. If the addressee does not agree with a recommendation and chooses not to act, the reasons for inaction must be properly explained. Hence, recommendations issued by the Esrb cannot be simply ignored».

¹⁹ As Sheila Bair said: «Financial firms that pose systemic risks should be subject to regulatory and economic incentives that require these institutions to hold larger capital and liquidity buffers to mirror the heightened risk they pose to the financial system. In addition, restrictions on leverage and the imposition of risk-based premiums on institutions and their activities would act as disincentives to growth and complexity that raise systemic concerns. In contrast to the standards implied in the Basel II Accord, systemically important firms

should face additional capital charges based on both their size and complexity. See: Sheila C. Bair, *Statement on Establishing a Framework for Systemic Risk Regulation before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, U.S. Senate*; July 23, 2009

²⁰ Borio concludeva (p.17) «Strengthening the macroprudential orientation would, in some respects, bring the framework closer to its origin, when the main concern was the disruption to the economic life of a country brought about by generalised financial distress. It would take it somewhat away from the pursuit of narrowly interpreted depositor protection objectives while at the same time helping to achieve them in a more meaningful way. And it holds the promise of bringing realistic objectives into closer alignment with the means to attain them».

²¹ Ben S. Bernanke, *Statement before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives*; October 1, 2009.

strutture di clearing e settlement fra le cinque priorità della futura regolamentazione²².

Per quanto riguarda la dimensione europea, ho sostenuto qualche anno fa che si tratta di una tipica materia di competenza delle banche centrali e che questo dovrebbe essere un compito fondamentale della Bce²³. Inoltre, il dibattito sui sistemi di *clearing* e *settlement* in Europa ha chiaramente dimostrato la dimensione essenzialmente europea di questo tipo di problemi e la necessità di attribuire alla Bce una piena competenza, se non altro per coordinare le scelte dei singoli attori di mercato²⁴. Il punto è ribadito in un recente paper della Bce²⁵ e in modo ancora più ufficiale nella risposta della Bce al documento di consultazione²⁶ sulle misure da intraprendere per aumentare l'efficienza dei mercati Otc dei derivati. In particolare, la Bce ha messo in evidenza due aspetti importanti: i) la necessità di un coordinamento centrale (che può essere assicurato solo dalla Bce) nel caso che la raccomandazione congiunta Escb-Cesr per costituire una controparte centrale incontri (come è probabile) ostacoli; ii) l'esistenza di molte questioni di rilievo sistemico, che non possono essere affrontate adeguatamente nell'ambito delle raccomandazioni citate e neppure da una eventuale controparte centrale privata.

3 I rapporti fra le diverse autorità coinvolte.

La proposta della Commissione è ancora vaga su un aspetto molto importante: i rapporti fra le diverse autorità, che nel caso europeo ha due dimensioni: verticalmente, fra il livello macro e quello micro; orizzontalmente, fra i vari regolatori nazionali. Per quanto riguarda la prima dimensione, dobbiamo tenere conto dei problemi che si sono già riscontrati nei paesi che avevano già una simile divisione di poteri, il che significa quelli (come il Regno Unito) in cui la banca centrale (comunque responsabile della stabilità finanziaria) non aveva poteri di vigilanza micro (affidati come è noto alla Fsa a partire dal 1994). Quel modello ha dimostrato difetti di cui bisogna tenere conto. Il Rapporto Turner sintetizza il caso Northern Rock in questo modo: «La Bank of England tendeva a focalizzarsi sulla politica monetaria e, pur facendo un eccellente lavoro analitico in preparazione della *Financial stability review*, non dava origine a risposte concrete (sia in termini di politica monetaria che di regolamentazione) per eliminare i rischi identificati. La Fsa si

focalizzava in modo eccessivo sulle singole istituzioni finanziarie e non aveva una sufficiente attenzione ai rischi più ampi di carattere settoriale o sistemico. La fondamentale attività di analisi macroprudenziale e la definizione e l'utilizzo degli strumenti relativi è finita in una sorta di terra di nessuno».

È molto probabile che anche nella proposta di legislazione europea gli aspetti più delicati della supervisione macro possano trovarsi nella «terra di nessuno». Per evitare questo pericolo, occorre definire molto chiaramente funzioni e compiti dei vari organi e soprattutto i poteri dell'organo macro.

4 Avvertimenti vs. interventi.

La Commissione sembra ritenere che gli allarmi lanciati dall'Esrb possano essere sufficienti per stimolare l'azione a livello micro, correggendo in questo modo gli squilibri individuati. Il potere fondamentale dell'Esrb è dunque quello di voce.

Questa soluzione non è da taluni considerata efficiente neppure a livello nazionale. Come ha affermato Mervyn King²⁷ «la Banca si trova nella posizione di una chiesa a cui fedeli partecipano a matrimoni e funerali ma ignorano i sermoni fra gli uni e gli altri. Come una chiesa non possiamo promettere che il nostro gregge non sarà toccato da disgrazie: la prevenzione di ogni crisi finanziaria non è nei poteri nostri né di chiunque altro, come dimostra l'analisi storica e dell'umana natura. L'esperienza suggerisce che incoraggiare ad una vita migliore solo con il potere della voce non è sufficiente. Gli avvertimenti rischiano di non essere efficaci quando si chiede alla gente di cambiare condotte che sembrano molto convenienti. Non è quindi chiaro come la Banca potrà adempiere ai propri compiti se tutto ciò che possiamo fare è tenere sermoni e organizzare funerali».

La proposta di legge della Commissione è ancora più debole da questo punto di vista del Rapporto de Larosière, che aveva affermato che quando un avvertimento è stato emesso, deve essere chiaro chi deve fare cosa e suggerito diversi esempi in cui l'Esrb avrebbe dovuto spingere all'applicazione delle misure (come l'applicazione anticiclica delle riserve di capitale). Come si è visto, la Commissione si limita ad affermare che le raccomandazioni dell'Esrb non possono essere ignorate.

Abbiamo un'ulteriore prova del fatto che in Europa gli avvertimenti non bastano. I rapporti sulla stabilità finanziaria

²² Merita di riportare per intero il passaggio chiave dell'audizione di Bernanke: «Payment, clearing, and settlement arrangements are the foundation of the nation's financial infrastructure. These arrangements include centralized market utilities for clearing and settling payments, securities, and derivatives transactions, as well as the decentralized activities through which financial institutions clear and settle such transactions bilaterally. While these arrangements can create significant efficiencies and promote transparency in the financial markets, they also may concentrate substantial credit, liquidity, and operational risks, and, absent strong risk controls, may themselves be a source of contagion in times of stress».

²³ Marco Onado, *European Integration and Financial Regulation. Towards a European Authority*, Paper to be read at the European Central Bank, Frankfurt, January 19th, 2001

²⁴ B. Alemanni, G. Lusignani, M. Onado, «The European securities industry: Further evidence on the roadmap to integration» in Guido Ferrarini Eddy Wymeersch (eds), *Investor*

Protection in Europe, Oxford University Press, 2006.

²⁵ *Otc derivatives and Post-Trading Infrastructure*, Frankfurt September 2009.

²⁶ Ecb, Consultation of The European Commission on «Possible Initiatives To Enhance The Resilience Of Otc Derivatives Markets», Eurosystem Contribution, Frankfurt, September 2009.

²⁷ Mervyn King, *Speech at the Lord Mayor's Banquet for Bankers and Merchants of the City of London at the Mansion House on Wednesday 17 June 2009*.

²⁸ Lorenzo Bini Smaghi, «Regulation and Supervisory Architecture: Is the EU on the Right Path?», Speech at the 2009 Econ meeting with national parliaments *Financial crisis: Where does Europe stand?* Brussels, 12 February 2009.

²⁹ UK Parliament, Banking Supervision and Regulation, Economic Affairs Committee, Chapter 5: Financial Supervision in the United Kingdom, 20 September 2009. <http://www.publications.parliament.uk/pa/ld200809/ldselect/ldeconaf/101/10108.htm>

della Bce hanno infatti lanciato molteplici allarmi, ma come dice Bini Smaghi²⁸ «è chiaro che le autorità nazionali competenti non prestavano attenzione a quei moniti». Ciò dimostra che l'autorità per la supervisione macro deve poter disporre di poteri adeguati. Il punto è molto chiaro nel dibattito britannico sulla futura regolamentazione. In particolare, il Parlamento ha affermato che «la Bank of England deve disporre di informazioni specifiche a livello di singola istituzione e deve avere una piena conoscenza delle operazioni che quotidianamente avvengono sui mercati finanziari, se si vuole che possa agire in modo efficace durante una crisi. Raccomandiamo che il Governo apporti le necessarie modifiche per assicurare che la Banca disponga delle informazioni necessarie»²⁹.

In un altro recente intervento³⁰, Bini Smaghi ha fornito ulteriori evidenze, cercando di rispondere alla domanda: «perché le analisi della Bce (e di altri organismi) sulla fragilità del sistema finanziario globale sono state insufficienti a prevenire la crisi? La risposta è che la diagnosi era troppo qualitativa: in generale, «le valutazioni di rischio venivano senza specifico riferimento ad interventi correttivi in termini di politiche prudenziali o di regolamentazione». Ma per formulare analisi meno generiche, sarebbero state necessarie informazioni specifiche, anche a livello di singole istituzioni, che la Bce non aveva. Così come sarebbe stato necessario disporre dei poteri per assicurare che le raccomandazioni siano seguite.

Entrambi questi problemi si ripropongono per l'Esrp e possono gravemente limitare l'efficacia della sua azione. Insomma, l'autorità responsabile della supervisione macro non deve avere solo voce, ma anche armi.

5 Il ruolo della Banca centrale europea.

La primazia della banca centrale nella supervisione macro è ovvia. Ma nella proposta della Commissione, il ruolo della Bce questa primazia si traduce solo nella presenza di due membri dell'esecutivo (senza neppure la presidenza dell'Esrp come proposto da Larosière) e nel ruolo di segretariato tecnico.

La riforma dovrebbe invece fornire l'occasione per rafforzare i poteri della Bce in materia di stabilità finanziaria, prima di tutto esplicitando nel suo mandato questo obiettivo, in posizione paritetica a quello di stabilità dei prezzi. Fabrizio Sac-

comanni in particolare ha suggerito di usare le disposizioni dell'art. 105(6) del Trattato «che prevede la possibilità di assegnare alla Bce compiti specifici in materia di vigilanza prudenziale, per definire in concreto e con le opportune garanzie la natura istituzionale del collegamento tra la Bce e l'Esrp e le modalità di coinvolgimento della Bce nell'attività dell'Esrp».

Per l'efficiente funzionamento dell'Esrp è poi necessario essere chiari su come trattare possibili divergenze di opinione. Per evitare pericolose situazioni di stallo (tanto più probabili quanto più delicate le questioni sul tappeto) è necessario definire sia chi ha un *casting vote*, sia chi ha il compito di cercare di comporre le differenze di posizione. Per entrambi questi punti la Bce dovrebbe essere il candidato naturale. In questo modo, si seguirebbe l'esempio del Regno Unito che nel nuovo assetto dei rapporti fra le autorità di vigilanza intende assegnare alla Bank of England la parola finale.

6 L'indipendenza dell'Esrp.

Un organo incaricato della supervisione macroprudenziale deve godere di piena indipendenza; ciò è importante non solo in generale, ma perché è in gioco, sia pure in modo indiretto, l'indipendenza della Bce. La Commissione ha invece scelto di assegnare un posto nel Board con diritto di voto ad un suo esponente e un posto senza diritto di voto ad un rappresentante dei ministri delle finanze, attraverso il presidente dell'Efc. Si tratta di due disposizioni che portano esponenti politici nell'organo tecnico, molto pericolose e non necessarie, visto che si può agire sul lato delle previsioni in materia di trasparenza delle decisioni e di *accountability* dell'organismo.

Inoltre va sottolineato che l'indipendenza di un organo di vigilanza dipende anche dall'adeguatezza delle risorse finanziarie e umane di cui esso può disporre. La proposta di legislazione assegna alla Bce il compito di fornire il servizio di segreteria tecnica (di carattere statistico, amministrativo e logistico) senza oneri per il bilancio della commissione. Ciò significa che i membri dell'organo di segreteria saranno dipendenti della Bce (che dovranno svolgere anche altre mansioni istituzionali) oppure che la Bce dovrà distaccare una parte del suo staff al nuovo compito. Il risultato può essere inefficiente dal punto di vista organizzativo e può costituire una minaccia alla stessa indipendenza della Bce. Sarebbe più opportuno

³⁰ Lorenzo Bini Smaghi, *Macro-prudential supervision*, Speech at the the Cepr/Esi 13th Conference, 25-26 September 2009.

consentire all'Esrb di avere un proprio personale e una propria dotazione finanziaria, anche a carico della Commissione.

Z Le informazioni necessarie per la vigilanza macro-prudenziale.

Ultimo, ma non per questo meno importante, l'informazione è cruciale per l'efficacia della supervisione macroprudenziale. Abbiamo ripetutamente sottolineato che questo tipo di azione deve essere basata non solo su dati macro e aggregati, ma anche su una specifica conoscenza dei rischi e delle complesse interrelazioni che fanno capo alle singole istituzioni, in particolare quelle rilevanti dal punto di vista sistematico. In un'interpretazione estensiva, come quella data da Borio, occorre conoscere gli snodi del sistema finanziario attraverso cui un impulso destabilizzante può propagarsi. In altre parole, l'autorità di vigilanza non può essere vittima delle molte asimmetrie informative insite nel funzionamento del sistema finanziario di oggi.

La Commissione europea affronta invece il problema dell'informazione a livello di supervisione micro. Nella Comunicazione di maggio afferma (p.11) «le autorità di supervisione europea saranno responsabili dell'aggregazione dei dati rilevanti di carattere micro forniti dai supervisori nazionali». A questo fine, si dovrebbe costituire un database europeo centrale, gestito dalle autorità europee». «L'informazione dovrebbe essere disponibile alle autorità competenti nei collegi di supervisori e dovrebbe essere fornita in termini aggregati e/o anonimi all'Esrb».

In questo modo, non solo l'Esrb non ha poteri di richiedere informazioni, ma dipende dalle Esa per ottenerle, in un formato che non consente di conoscere adeguatamente il rischio che grava sulle singole istituzioni. In altre parole, lo schermo radar del supervisore macro rischia di essere spento. Il presidente della Bce, Jean-Claude Trichet, ha invece messo in chiara evidenza che un'efficace supervisione macro dipende dall'accesso ad informazioni adeguate e che i poteri al riguardo devono costituire una parte integrante della costruzione di una supervisione macro prudenziale³¹.

Ancora più dettagliatamente, il vicepresidente Papademos ha posto in modo ancora più dettagliato il problema, richiamando specificamente le conseguenze sistemiche dell'operato delle grandi banche. Egli in particolare ha affermato che le

interconnessioni del moderno sistema finanziario richiedono non solo dati macro, ma anche un ampio set di informazioni fornite dalle autorità incaricate della supervisione micro e altre collegate al funzionamento dei mercati.

È quindi necessario che venga attribuito all'Esrb un potere specifico nella costruzione del data base europeo e dunque un diritto ad accedere alle relative informazioni, anche relativamente alle singole istituzioni, ovviamente garantendo la riservatezza, come del resto è dovere di ogni autorità di vigilanza. In questo modo, Esrb e Esa si troveranno in una posizione paritaria e non – come si rischia oggi – in una posizione di subordinazione del primo rispetto alla seconda.

Risolvere i punti critici finora individuati appare essenziale per costruire un'efficace supervisione europea di carattere macro, che consenta di trarre le giuste lezioni dalla crisi finanziaria e che segua la strada già tracciata da Borio che aveva aggiunto: «Rafforzare la dimensione macro significa in un certo senso riportare la vigilanza di stabilità alla sua dimensione originale, quando la principale preoccupazione era il blocco dell'attività economica derivante da una situazione generalizzata di crisi finanziaria. Sarebbe un passo in avanti rispetto ad un'interpretazione legata solo alla protezione dei depositanti e nello stesso tempo consentirebbe di raggiungere questo obiettivo in modo più efficace³².

La vigilanza microprudenziale. L'Europa deve risolvere una contraddizione fondamentale. Ha realizzato la moneta unica, anche se non accettata da tutti i paesi; ha messo l'integrazione finanziaria fra i suoi obiettivi principali, ma ha ancora una vigilanza frammentata lungo i confini nazionali. Va da sé che una vigilanza europea deve essere realizzata su base «federale» perché i rapporti quotidiani con le singole istituzioni finanziarie non possono che passare attraverso le autorità nazionali «che sono vicine agli intermediari e che le conoscono bene»³³. Del resto, anche la logica della politica monetaria comune è basata su un sistema di banche centrali nazionali e su un organismo autonomo, la Bce, che ha il compito di preparare, coordinare e realizzare le decisioni. Il problema non è dunque di abolire le autorità nazionali, ma di decidere che tipo di organismo deve avere la responsabilità di coordinare le decisioni più delicate per la supervisione

³¹ «Effective macro-prudential supervision depends on access to data and its translation into concrete measures. Access to relevant data is essential for the assessment of risks and vulnerabilities in the financial system. This is why such access must be part and parcel of a well-functioning arrangement for macro-prudential supervision».

³² This is in line with Bini Smaghi who said that (p.2-3): «...macro and micro-prudential supervision have to be brought closer together. The macro-prudential authority has to have access to micro-prudential information, and vice versa. This exchange of information can be better achieved within a single institution. In the Sep paper he has added that p.7 «The formulation of concrete policy recommendations (eg with respect to capital buffers or funding-relates issues) would need to be backed by rigorous quantitative assessments, for which publicly available information is generally not sufficient».

³³ Bini Smaghi febbraio 2009, p. 3.

micro, in particolare per le istituzioni rilevanti dal punto di vista sistemico.

Sia il Rapporto de Larosière che la Commissione hanno deciso di non prendere posizione sul problema dell'assetto ottimale della vigilanza. Hanno pertanto scartato sia l'opzione di creare un autentico sistema europeo, sia quello di affidare alla Bce compiti specifici di vigilanza, come previsto dall'art. 105(6) del Trattato. Come ho avuto occasione di sostenere in passato, la seconda non sembra più facile da realizzare dal punto di vista tecnico, perché non richiede una riforma del Trattato, ma è anche teoricamente fondata.

Avendo scartato le due soluzioni estreme, il Rapporto de Larosière e con esso la Commissione hanno scelto un compromesso, muovendosi lungo la linea di minor resistenza, cioè costruendo la soluzione che dovrebbe minimizzare l'opposizione politica dei principali paesi. È un fatto che la crisi ha dimostrato – nonostante gli omaggi verbali tributati alla cooperazione – che i singoli paesi hanno adottato soluzioni nazionali alla crisi e hanno anche (come vedremo fra poco) mostrato anche una ridotta disponibilità a collaborare. Si è dunque scelto di trasformare i comitati di livello 3, che divengono Esa, cioè autorità europee e di rafforzare l'operato dei collegi dei supervisori.

Le Esa avranno due compiti fondamentali: costruire il *single rulebook*, emanando interpretazioni vincolanti della legislazione europea e favorire il funzionamento dei collegi di supervisori. Si tratta di due passi in avanti che non devono essere sottovalutati. In particolare, va notato che il primo obiettivo avrebbe dovuto essere raggiunto dal Financial Services Action Plan che costituiva un pilastro dell'accordo di Lisbona e che invece non ha raggiunto nel merito i risultati sperati, nonostante un'autentica pioggia di nuova legislazione europea di primo e secondo livello.

Per quanto riguarda i collegi dei supervisori, bisogna osservare che la loro efficacia dipende in modo cruciale da tre aspetti. La definizione del gruppo di istituzioni che ricadono sotto la loro giurisdizione; l'informazione che le autorità nazionali metteranno a loro disposizione; i poteri specifici di cui saranno dotati. Questi dettagli non sono ancora completamente definiti. Il problema è sempre quello discusso per la supervisione macro: in mancanza di regole chiare sulle informa-

zioni da ottenere, i collegi di supervisori rischiano di mancare di decisioni fondamentali. Inoltre occorrono anche regole precise su come gestire eventuali differenze di opinione all'interno dei collegi. La Comunicazione usa un termine molto ambiguo per i collegi, definiti come il «perno» (*lynchpin*) del sistema di vigilanza e attori importanti del flusso di informazioni fra l'autorità del paese di origine e quella del paese ospitante».

Saccomanni ha messo in evidenza che durante la crisi i collegi dei supervisori non hanno esercitato una vera azione di coordinamento e sono state un puro punto di scambio di informazioni, spesso inadeguate. Solo in un numero limitato di casi, vi è stata una vera azione di coordinamento e di valutazione dei rischi³⁴. Al contrario, i collegi dei supervisori hanno funzionato ragionevolmente bene quando esistevano regole chiare sui loro compiti e sui loro poteri, mentre hanno dato risultati deludenti quando il loro funzionamento avveniva su base puramente volontaria. È per questo motivo che egli suggerisce che la legislazione europea accolga il principio italiano della totale responsabilità della banca capogruppo rispetto alle altre componenti del gruppo, in modo che questa possa essere l'unica controparte dei collegi. Anche questo è un punto importante, che la proposta di legislazione non considera ancora.

Vi sono infine due aspetti di rilievo generale che devono essere attentamente considerati. Il primo è richiamato molto lucidamente dal Rapporto de Larosière e riguarda i risultati deludenti della cosiddetta procedura Lamfalussy, che avrebbe dovuto contribuire ad armonizzare il quadro legislativo europeo in materia finanziaria. Il Rapporto afferma esplicitamente che «l'attuale quadro regolamentare europeo manca di coerenza. La principale causa è da ricercare nell'eccesso di discrezionalità concesso ai singoli paesi nel recepimento delle direttive. Ciò ha determinato una grande diversità di soluzioni legate a specifiche tradizioni, legislazioni e pratiche nazionali. Questo problema era già stato chiaramente identificato fin dall'inizio della costruzione del mercato unico, ma le soluzioni non si sono dimostrate adeguate. La causa principale è che le direttive di livello 1 hanno spesso lasciato, per una precisa scelta politica, ampio margine alle scelte nazionali. In queste circostanze non è ragionevole aspettarsi che i comitati di livello 3 possano imporre soluzioni comuni»³⁵.

³⁴ Saccomanni, cit., p. 3.

³⁵ Rapporto, cit, p. 27.

A questo fine, il Rapporto porta una serie di riscontri molto preoccupanti. Persino le definizioni di istituzione creditizia e di capitale bancario presentano differenze sostanziali da un paese all'altro. Anche Bini Smaghi condivide questa interpretazione negativa del processo di convergenza e della stessa procedura Lamfalussy e afferma che quest'ultima si è rivelata «insufficiente». Va ricordato che quando venne pubblicato il Rapporto Lamfalussy, dieci anni fa, molti commentatori si dichiararono scettici. Fu loro risposto che quella era la migliore soluzione che si poteva in quel momento realizzare e dunque un ottimo compromesso.

È tuttavia legittimo chiedersi perché il compromesso Larosière dovrebbe funzionare meglio del compromesso Lamfalussy.

Il secondo problema è che lo stesso Larosière denuncia una preoccupante «mancanza di franchezza e collaborazione nel rapporto fra autorità di vigilanza»³⁶. In particolare si osserva che quando la crisi si è manifestata, i supervisor dei vari stati membri non si sono mostrati preparati a discutere con la necessaria franchezza e tempestività le debolezze dei rispettivi sistemi finanziari. L'informazione che è circolata era lungi dall'essere adeguata, specialmente nelle fasi iniziali della crisi. Ciò ha compromesso la fiducia reciproca fra autorità: Bini Smaghi aggiunge che in alcuni paesi, come Austria e Germania in cui le autorità di vigilanza sono distinte dalla banca centrale, si ritiene che le informazioni relative alle istituzioni finanziarie nazionale non possano essere messe a disposizione delle altre autorità per il vincolo di riservatezza. Anche questo è un aspetto cruciale che deve assolutamente essere affrontato e risolto.

Infine, come per il Esrb va rilevato che la struttura dell'Esfs e delle singole Esa appare molto complessa; lo stesso numero dei membri, anche a considerare solo quelli aventi diritto di voto, è molto alto, il che rende il funzionamento organizzativo tutt'altro che semplice e lineare. Ciò può rappresentare un serio ostacolo per il processo decisionale, soprat-

tutto in situazioni di emergenza. Anche in questo caso, si dovranno almeno prevedere adeguate procedure per i casi di divergenze di posizioni all'interno dei comitati³⁷.

5 Conclusioni

La crisi ha dimostrato che occorre rafforzare la vigilanza in materia di rischio sistemico e quella micro nei confronti delle grandi istituzioni finanziarie di rilievo sistemico. Questa esigenza è particolarmente acuta in Europa: adeguate soluzioni al riguardo sono necessarie per il processo di integrazione e forse, alla lunga, per la stessa moneta unica. Come ha affermato Lord Turner, per il futuro dobbiamo scegliere fra più regole nazionali o più Europa.

Le indicazioni del Rapporto de Larosière che la Commissione ha fatto proprie consentono alcuni importantissimi passi in avanti, sia per la supervisione macro che per quella micro. Alcuni aspetti devono ancora essere meglio definiti oppure sono stati rinviati a momenti successivi, quando le nuove istituzioni dovranno cominciare ad operare. È tuttavia importante che vengano adeguatamente risolti, il che significa che, a differenza di quello che è avvenuto con il Rapporto Lamfalussy, le proposte formulate devono essere considerate come un punto di partenza, non come un punto di arrivo.

Solo in questi modo, gli inevitabili compromessi necessari per trovare una soluzione accettata da 27 paesi possono essere adattati alle effettive esigenze di una realtà operativa come quella della vigilanza finanziaria che è nemica di ogni ambiguità in materia di poteri, responsabilità e modalità di intervento. Altrimenti, si rischia di creare luoghi di discussione e dibattito, più che efficienti organismi sovranazionali. Come ha affermato uno dei padri dell'Europa, Jean Monnet, «Ho spesso rilevato i limiti del coordinamento. È un metodo che stimola la discussione, ma non conduce alla decisione». ■

³⁶ Rapporto, cit., p. 41.

³⁷ Il Presidente della Consob sembra condividere queste preoccupazioni. Si veda: Lamberto Cardia, *Audizione del Presidente della Consob*, Camera dei Deputati VI Commissione Permanente, Roma, 16 settembre 2009.