

**Convegni di studio “Adolfo Beria di Argentine”
su problemi attuali di diritto e procedura civile
del Centro Nazionale di prevenzione e difesa sociale**

XXIV Convegno di studio

Tavola Rotonda

Banca e Mercato, quali prospettive?

Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia

Anna Maria Tarantola

Courmayeur, 25-26 settembre 2009

Indice dei contenuti

1. Introduzione	3
2. Le cause della crisi	4
3. Banche e mercati	6
4. I rimedi: la riforma della regolamentazione e della supervisione per l'industria finanziaria	7
4.1 La vigilanza macroprudenziale	8
4.2 Il perimetro della vigilanza	9
4.3 La governance	10
4.4 La revisione della regolamentazione prudenziale	11
4.5 La trasparenza	13
4.6 La cooperazione	14
5. Guardando oltre la crisi: banche e mercati in Italia	16
6. Conclusioni	18

1. Introduzione

Sono passati più di due anni dall'estate del 2007, quando la crisi del segmento dei mutui *subprime* ha innescato la più grave tra le crisi sperimentate delle moderne economie di mercato. Le principali istituzioni internazionali sono ora concordi nel ritenere – in base ai più recenti indicatori congiunturali - che la caduta dell'attività economica si sia arrestata. Permane una significativa incertezza sull'intensità della successiva ripresa. In molti paesi, tra cui il nostro, lo shock è stato tale che il ritorno ai livelli produttivi e occupazionali antecedenti la crisi richiederà diversi trimestri di crescita sostenuta.

- La gravità e la complessità della crisi sono tali che molti aspetti sfuggono ancora a una piena comprensione. Ad esempio, non è ancora possibile trarre un bilancio dei danni prodotti, in termini di ricchezza distrutta e di risorse allocate in modo inefficiente o sprecate. Né siamo in grado di valutare con un grado accettabile di precisione quando l'economia mondiale ritornerà a funzionare in modo ordinato. Sulla dinamica di alcuni snodi fondamentali della crisi vi è invece un consenso assai diffuso tra le Autorità, gli operatori e gli studiosi. In particolare sono stati individuati quei meccanismi che hanno permesso l'accumulo delle tensioni nei sistemi finanziari che hanno scatenato tanta forza distruttrice.
- Su questi meccanismi si è soffermato in più circostanze il Governatore della Banca d'Italia, anche nella sua veste di Presidente del *Financial Stability Forum* prima e del *Financial Stability Board* successivamente. Li ho richiamati in alcuni miei recenti interventi pubblici e non ho quindi intenzione di ripercorrerli in modo dettagliato. Mi limiterò ad alcune considerazioni sugli aspetti che riguardano direttamente le relazioni tra banche e mercati finanziari, tema di questa tavola rotonda. Uno dei fattori che ha portato alla crisi è stata un'interazione “sbagliata” tra l'attività delle banche e quella dei mercati finanziari, che ha annullato i vantaggi comparati nell'allocazione delle risorse e dei rischi. I moderni sistemi economici non possono fare a meno di ciascuna delle due gambe della finanza, intermediari e mercati, che devono operare in modo complementare evitando la subordinazione dell'una all'altra.
- Affinché l'interazione tra banche e mercati abbia un carattere virtuoso e consenta un'allocazione delle risorse efficiente e una “sana e prudente” gestione dei rischi a livello di sistema, è in primo luogo necessaria una rivisitazione profonda della regolamentazione e dei modelli di supervisione. L'enorme lavoro che i governi, le autorità di vigilanza nazionali, gli organismi e le istituzioni internazionali hanno prodotto negli ultimi due anni testimonia dello sforzo in questa direzione. A questo processo articolato e complesso dedicherò lo spazio maggiore del mio intervento. Per il

buon funzionamento dei sistemi finanziari norme adeguate e una supervisione puntuale ed efficace sono fattori fondamentali. La complessità di questi sistemi è però tale che è difficilmente ipotizzabile la copertura completa della regolamentazione e l'onnipresenza delle Autorità. Rimane quindi essenziale il ruolo della correttezza dei comportamenti, delle responsabilità gestionali individuali e societarie, dell'etica nelle relazioni economiche in generale e in quelle finanziarie in particolare. A questi fondamentali temi dedicherò le conclusioni del mio intervento.

2. Le cause della crisi

- Il fatto che la crisi sia stata innescata in un segmento del mercato finanziario, quello dei mutui *subprime* negli Stati Uniti, e che nelle sue prime tre fasi, seguendo la cronologia della Banca dei Regolamenti Internazionali, abbia interessato principalmente mercati e intermediari finanziari, ha, almeno inizialmente, messo in secondo piano il ruolo dei gravi squilibri macroeconomici che si erano accumulati nei due decenni scorsi.
- Vi è, tuttavia, ormai piena consapevolezza che la crisi ha potuto propagarsi in modo così diffuso e con tanta intensità perché l'economia mondiale negli ultimi due decenni era sì cresciuta a ritmi elevati, ma in presenza di squilibri persistenti e di ampia portata che l'avevano resa particolarmente fragile e vulnerabile al mutare delle condizioni reali e finanziarie: i) una persistente carenza di risparmio in alcuni tra i principali paesi sviluppati, cui avevano fatto riscontro ampi disavanzi nella bilancia dei pagamenti finanziati con capitali provenienti dal resto del mondo, inclusi i paesi emergenti; ii) le politiche monetarie accomodanti che avevano consentito in più paesi una crescita eccessiva degli aggregati creditizi e il conseguente aumento del grado di indebitamento delle famiglie e di alcune categorie di intermediari non bancari; iii) l'accresciuta disponibilità di strumenti e intermediari finanziari nuovi e complessi che hanno moltiplicato gli effetti della liquidità immessa nel sistema, contribuendo a mantenere su livelli anormalmente bassi tassi di interesse, volatilità e costi di protezione dall'insolvenza.
- La sostenibilità di questi squilibri è stata per lungo tempo resa possibile dal contemporaneo sviluppo di un'imponente architettura finanziaria. Misure quantitative della crescita ipertrofica della finanza rischiano di sottostimare la portata di questi fenomeni, in quanto le statistiche faticano a fotografare tempestivamente le innovazioni. Alcune cifre possono comunque fornire una indicazione di massima. Tra il 1995 e il 2007 il rapporto tra attività finanziarie e prodotto interno lordo è salito da 7,1 a 10,7 negli Stati Uniti, da 10,8 a 18,2 nel Regno Unito, da 6,0 a 10,5 nei quattro principali paesi dell'area dell'euro. Una parte significativa di questo aumento è riconducibile ai movimenti di capitale transnazionali. La globalizzazione della finanza è

proceduta a un passo più rapido di quella degli scambi commerciali, che pure sono cresciuti in misura cospicua. I sistemi finanziari sono diventati sempre più integrati attraverso due canali. Da un lato l'abbattimento delle barriere al movimento dei capitali da parte di numerosi paesi (si pensi ad esempio a quelli che sono passati da economie pianificate a economie di mercato) ha ampliato notevolmente l'interdipendenza dei mercati finanziari. Dall'altro si sono formati intermediari finanziari, gruppi bancari o conglomerati, di grandi dimensioni la cui attività è ramificata in più paesi e in diversi casi in più continenti.

- L'espansione e la globalizzazione della finanza hanno accompagnato, e per certi versi reso possibile, un periodo assai prospero per l'economia mondiale. Per oltre un decennio la mobilità dei capitali ha contribuito allo sviluppo di aree del mondo e di popoli prima di allora esclusi da progresso economico e dal benessere. Il basso costo del lavoro nei paesi emergenti ha consentito alle economie dei paesi avanzati di godere di un periodo di crescita elevata e di bassa inflazione.
- Nel clima di ottimismo che si è generato, non si è prestata sufficiente attenzione all'opacità di molti dei nuovi strumenti finanziari; la ricerca di profitti di breve periodo ha condotto a una generalizzata sottovalutazione dei rischi e a una forte sopravvalutazione delle attività finanziarie e immobiliari. In questo contesto di diffusa, potenziale fragilità, l'integrazione finanziaria ha fatto sì che una crisi "locale" come quella dei prestiti *subprime*, di per sé circoscritta a un segmento limitato del mercato finanziario statunitense, si propagasse ai mercati dei capitali del mondo intero, tramutandosi infine in una crisi economica dalla dimensione globale.
- La crisi ha mostrato che l'architettura della nuova finanza aveva alcune debolezze strutturali dirompenti. In primo luogo, nella redistribuzione dell'attività di intermediazione tra banche e mercati, gli incentivi alla massimizzazione del profitto si sono scissi da quelli necessari a una prudente gestione dei rischi. In secondo luogo, le complesse tecniche quantitative di misurazione dei rischi sviluppate dall'industria finanziaria si sono rivelate estremamente fragili e inadeguate alla complessità della realtà economica. Ma è soprattutto nell'ambito della regolamentazione e della supervisione che in diversi paesi sono emerse gravi debolezze nel controllo dei rischi, sia microeconomici sia sistemici: non sono stati sottoposti a regolamentazione intermediari potenzialmente sistemici, prodotti e tecniche operative molto rischiose, così come il sistema finanziario "ombra" che si era venuto sviluppando e la crescita eccessiva del grado di *leverage*; è stato consentito alle banche di operare con deboli strutture di governance e politiche di remunerazione distorte, con disponibilità di capitale insufficiente a coprire tutti i rischi assunti.

3. Banche e mercati

- Banche e mercati finanziari assolvono a compiti fondamentali nelle moderne economie di mercato: forniscono l'infrastruttura del sistema dei pagamenti; trasferiscono le risorse dagli operatori che risparmiano a quelli che investono; valutano, frazionano e ridistribuiscono i rischi. La ripartizione dei ruoli tra intermediari e mercati varia nel tempo, ma l'esperienza e la dottrina economica hanno individuato alcuni confini naturali.
- Le banche sono il principale canale attraverso cui la liquidità si diffonde nel sistema economico. Per questa ragione la loro stabilità ha valenza sistemica e la loro capacità di assumere rischi è (o dovrebbe essere) limitata da un sistema di regolamentazione molto più stringente che per altri operatori.
- Le banche, inoltre, hanno (o dovrebbero avere) un vantaggio comparato nel valutare il rischio di credito, soprattutto quando l'informazione necessaria a tal fine può essere ottenuta soltanto attraverso un'interazione diretta e ripetuta nel tempo con il debitore: si pensi ad esempio ai finanziamenti concessi alle piccole e medie imprese. Le banche dispongono di strutture organizzative preposte alla produzione dell'informazione necessaria alla valutazione e alla gestione dei rischi. Gli incentivi alla corretta valutazione e gestione dei rischi derivano dalla loro natura di investitori finali.
- Per gli strumenti finanziari scambiati sui mercati la raccolta delle informazioni e la valutazione sono esternalizzate ad operatori che di norma non sopportano i rischi finali, quali le banche d'investimento e le agenzie di *rating*. Gli incentivi di questi operatori non sono naturalmente allineati a quelli degli investitori, ma dipendono da fattori più fragili quali la reputazione, la fiducia, la trasparenza.
- Nell'ultimo decennio, in linea con la visione evolucionista del sistema finanziario che postula che i mercati finanziari siano più efficienti delle banche nella gestione dei rischi, si è assistito allo sviluppo del nuovo modello di intermediazione in base al quale i prestiti erogati dalle banche anziché essere tenuti in portafoglio (modello *originate to hold*) vengono rapidamente cartolarizzati e venduti su un mercato secondario (*originate to distribute*). In tal modo le banche operano non più come investitori finali, ma come intermediari puri nella creazione di strumenti finanziari da scambiare su mercati *over the counter*. Gli sviluppi nelle tecniche di cartolarizzazione e nell'articolazione dei contratti derivati relativi al rischio di credito sono stati ancillari a questo processo.
- Le cartolarizzazioni e la finanza strutturata se sorrette dai giusti incentivi sono strumenti che rafforzano la stabilità degli intermediari e del sistema nel suo complesso. Sono ingredienti

necessari per avere un sistema finanziario efficiente e in grado di soddisfare le esigenze di sistemi economici sempre più complessi.

- La trasformazione dei prestiti bancari in strumenti finanziari utilizzati per trasferire i rischi ad altri operatori diventa però destabilizzante quando, nella catena che va dal debitore all'investitore finale che sopporta il rischio, non sono allocati correttamente gli incentivi per acquisire l'informazione sul merito di credito del debitore, aggiornarla nel tempo e trasmetterla accuratamente. La ripartizione dei profitti derivanti dal finanziamento deve essere strettamente correlata ai rischi sopportati. In realtà tali incentivi non hanno operato: le banche erogando il credito per cederlo anziché tenerlo hanno bassi (se non nulli) incentivi a selezionare correttamente e controllare gli affidati; si sono abbassati gli standard creditizi; le agenzie di *rating* su cui ricade l'onere della valutazione dell'affidabilità dei crediti sottostanti hanno fondato tale valutazione su tassi di sofferenza e di insolvenza passati e quindi basati sul modello OTH; i loro giudizi sono risultati sistematicamente ottimistici. Sono emersi rilevanti conflitti di interessi.
- L'industria dei mutui *subprime* negli Stati Uniti rappresenta un esempio in cui la parcellizzazione della catena che va dal debitore all'investitore finale ha portato alla dissociazione tra valutazione, gestione e remunerazione del rischio di credito. Lo sviluppo di un mercato di strumenti finanziari complessi ad alto rendimento ha attratto gli investimenti delle banche stesse, aumentando enormemente i rischi per la stabilità globale.
- Il nuovo modello di intermediazione ha finito quindi per delegare al mercato (alle banche d'investimento e alle agenzie di *rating*), il compito di allocare rischi enormi veicolati da strumenti complessi, poco trasparenti, il cui valore sottostante derivava da un processo di erogazione del credito nel quale il disegno degli incentivi non corrispondeva agli interessi degli investitori finali. Il modello ha diffuso l'illusione che qualsiasi strumento potesse essere combinato e riconfigurato in modo da risultare altamente liquido e a rischio contenuto.

4. I rimedi: la riforma della regolamentazione e della supervisione per l'industria finanziaria

- Ripristinare una interazione virtuosa tra banche e mercati è l'obiettivo della vasta opera di revisione della regolamentazione avviata a livello internazionale subito dopo lo scoppio della crisi. Il fine ultimo è quello di fare in modo che banche e mercati ritornino ad operare in modo corretto ed efficiente, con gli incentivi giusti per consentire flussi ordinati e sufficienti di finanziamenti dai risparmiatori agli investitori con il minor rischio per tutti. La crisi ha dimostrato che senza regole – chiare, essenziali e soprattutto uguali ed applicate in modo omogeneo nei vari paesi - si generano distorsioni e il sistema diventa vulnerabile. Le nuove

regole devono essere severe ma non invasive, volte al contenimento del rischio, alla sua corretta valutazione, alla massima trasparenza.

- E' emersa la necessità di interventi correttivi con riferimento alle cause, per limitare notevolmente la probabilità del loro ripetersi (non è ipotizzabile che si possano eliminare del tutto); agli effetti, per ridurne la dimensione, il propagarsi e l'impatto sull'economia reale; alla gestione della crisi, soprattutto di organismi *cross-border*, anche in relazione al tema della ripartizione dei relativi costi tra i vari paesi.
- Le iniziative in corso sono numerose a livello nazionale e internazionale (G-20, FSB, Comitato di Basilea, Commissione Europea, Comitati europei di vigilanza). Si possono riassumere in sei grandi filoni:
 1. migliorare la vigilanza macroprudenziale;
 2. sottoporre a regolamentazione e supervisione tutti gli operatori e gli strumenti finanziari in grado di generare rischi sistemici;
 3. migliorare la governance e ridurre se non eliminare gli incentivi distorti;
 4. rivedere la regolamentazione prudenziale e gli standard contabili;
 5. migliorare la trasparenza e l'informativa al mercato;
 6. rafforzare e migliorare la cooperazione e la collaborazione tra autorità di vigilanza, sia nei periodi normali che in quelli di crisi, potenziare il ruolo e le funzioni dei collegi dei supervisori.

4.1 La vigilanza macroprudenziale

- La crisi ha messo in luce le vulnerabilità dovute alla scarsa comprensione di alcuni fenomeni in grado di minare la stabilità sistemica. La solidità dei singoli intermediari, tutelata con gli strumenti tradizionali della vigilanza microprudenziale, non è la sola condizione per garantire la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso; è anche necessario tenere sotto controllo le interrelazioni tra le varie componenti, valutare l'impatto che fattori esterni possono avere sul sistema finanziario e identificare i canali attraverso i quali gli elementi di fragilità si possono amplificare e propagare.
- Sia a livello internazionale che nazionale, si stanno avviando azioni volte a sviluppare o rafforzare forme di sorveglianza macroprudenziale, funzione che si prevede di affidare a organismi costituiti ad hoc, come nel caso dello *European Systemic Risk Board* (ESRB) previsto dalla proposta di regolamento volta al rafforzamento della supervisione finanziaria che è stata adottata dalla Commissione UE lo scorso 23 settembre, con il compito di effettuare analisi sul sistema finanziario, identificare gli aspetti di vulnerabilità e formulare raccomandazioni alle

autorità competenti sugli interventi da realizzare per tutelare l'economia e il sistema finanziario nel suo complesso.

- Il ruolo assegnato alle banche centrali nel sistema di vigilanza macroprudenziale che si va delineando è legato ai loro compiti nella tutela della stabilità finanziaria, alla loro capacità di analisi e di controllo del rischio sistemico. In Europa, è fondamentale che l'ESRB sia fortemente ancorato al SEBC e alla BCE per il ruolo svolto nell'analisi della stabilità finanziaria dell'area dell'Euro e dell'UE negli ultimi anni. E' necessario garantire l'indipendenza istituzionale della funzione di vigilanza macroprudenziale.

4.2 Il perimetro della vigilanza

- La crisi ha fatto anche emergere la necessità di definire un sistema di controlli che riguardi tutti gli intermediari, i mercati e gli strumenti finanziari rilevanti per la stabilità sistemica, con controlli proporzionali al contributo di ciascuno al rischio complessivo. L'esperienza ha mostrato come settori dell'intermediazione sottratti a ogni forma di regolamentazione per favorire l'innovazione finanziaria – è questo il caso del sistema bancario ombra sviluppatosi soprattutto nei Paesi anglosassoni – possono generare rischi sistemici globali (ad esempio, accrescendo la propria leva finanziaria o operando una significativa trasformazione delle scadenze in assenza di adeguati requisiti patrimoniali).
- Anche le giurisdizioni più virtuose, come l'Italia, che hanno sottoposto a controllo un ampio novero di intermediari, non sono state immuni dagli effetti di contagio della crisi, dato l'elevato grado di integrazione raggiunto dai mercati. E' quindi necessario che la revisione del perimetro della regolamentazione finanziaria sia concordata e resa uniforme a livello internazionale. In tal senso si sta muovendo il G-20, che ha confermato tali orientamenti nel recente vertice tenutosi il 5 e 6 settembre scorso a Londra.
- In particolare, è previsto che alcuni operatori globali (agenzie di *rating* ed *hedge funds*), che per il ruolo svolto e per le modalità di funzionamento possono contribuire ad amplificare il rischio sistemico, vengano sottoposti a obblighi di registrazione e sorveglianza, requisiti di trasparenza e di governo societario, attraverso un'azione coordinata a livello internazionale.
- La necessità di rivedere il perimetro della regolamentazione è fortemente sostenuta dall'Unione Europea: la Commissione UE ha presentato una proposta di direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi e ha adottato un regolamento che introduce un quadro di controlli armonizzato, coerente con le indicazioni emerse in ambito G-20, sulle agenzie di *rating*.
- Tema di particolare rilevanza, affrontato pure dal G-20 è quello di quale regolamentazione applicare ad intermediari aventi rilevanza sistemica. La crisi ha infatti evidenziato i danni del *moral hazard* associati alla connotazione “*too big to fail*”.

- Le ipotesi allo studio prevedono una regolamentazione prudenziale più severa nei confronti di tali intermediari al fine di mitigarne il rischio sistemico. Una serie di questioni vanno comunque tenute in considerazione:
 - quali parametri usare per individuare gli istituti a rilevanza sistemica (dimensioni, complessità, interconnessione), ed i problemi di natura applicativa che possono incontrarsi per alcuni di questi parametri, quale per esempio la misura del grado di interconnessione. E' necessario tenere conto anche del rischio reputazionale che potrebbe emergere per le autorità nel caso si adotti una definizione sbagliata;
 - come definire gli strumenti di valutazione, che dovranno essere univoci per i vari paesi. La scelta del criterio da utilizzare per le varie opzioni non è semplice: occorre chiedersi ad esempio se, ai fini della stabilità, sia più utile elevare i requisiti previsti nel primo pilastro di Basilea II piuttosto che intervenire nell'ambito del secondo pilastro; oppure chiedersi se, al fine di contenere l'impatto di questi operatori sulla *safety net*, lo strumento più idoneo non sia piuttosto la previsione di contributi più elevati ad un sistema di garanzia disegnato all'uopo;
 - quanto rilevanti debbano essere gli oneri aggiuntivi imposti agli intermediari sistemici. Se questi risultassero troppo elevati, ne potrebbe conseguire, nel medio e lungo termine, una significativa riduzione delle dimensioni e della presenza transfrontaliera. Agli effetti positivi di una riduzione degli impatti di una eventuale crisi si assocerebbero costi in termini di minore efficienza.

Un aiuto alla soluzione di queste problematiche può pervenire da un'approfondita analisi d'impatto.

4.3 La governance

- Politiche di remunerazione del *top management* eccessivamente collegate ai risultati di breve periodo non corretti per il rischio e determinate senza un adeguato coinvolgimento degli organi sociali hanno spinto ad assumere rischi eccessivi. Per una loro regolamentazione, sono state avviate numerose iniziative in diverse sedi: il *Financial Stability Board* ha emanato alcuni principi di carattere generale volti a disciplinare i meccanismi di determinazione delle remunerazioni delle istituzioni finanziarie a valenza sistemica, che sono stati approvati dal G-20; sta lavorando a una serie di iniziative per dare un contenuto concreto all'attuazione di tali raccomandazioni; la Commissione UE ha presentato una proposta di modifica della direttiva sui requisiti di capitale delle banche per introdurre criteri di determinazione della politiche di remunerazione maggiormente collegati agli obiettivi di lungo periodo e per rafforzare le modalità di controllo a disposizione delle autorità; in numerosi paesi sono allo studio ipotesi di interventi ad hoc.

- La Banca d'Italia aveva dettato già nel marzo 2008 precise disposizioni incentrate su alcuni elementi chiave: il coinvolgimento dell'assemblea degli azionisti nella definizione delle politiche di remunerazione; il riferimento della struttura delle remunerazioni a un orizzonte di lungo periodo e al grado di rischio effettivamente assunto; l'equilibrio tra la componente fissa e variabile della remunerazione; la trasparenza delle retribuzioni percepite. Gli elementi portanti della normativa italiana sono alla base dei principi delineati dal *Financial Stability Board*. Va peraltro osservato che già prima della emanazione di tali disposizioni le politiche di remunerazione adottate dalle banche italiane (solo 7 su 27 banche quotate faceva ricorso a piani di *stock option* e a premi collegati alle *performance*) risultavano in linea con le indicazioni di vigilanza sotto il profilo dell'orizzonte temporale di medio periodo. La componente fissa costituisce di norma la parte prevalente della remunerazione complessiva.
- I criteri di remunerazione del *top management* rientrano nel più generale tema della *corporate governance* degli intermediari, tema su cui la Banca d'Italia è più volte intervenuta, da ultimo in sede regolamentare, per rafforzare il coinvolgimento degli azionisti su aspetti sensibili della gestione aziendale, garantire indipendenza, giusta dialettica e chiara ripartizione di ruoli e responsabilità tra i vari organi, migliorare i flussi informativi. La recente proposta della Commissione introduce previsioni in larga misura già contenute nella normativa italiana, di cui riprende nella sostanza l'impostazione: viene attribuito grande rilievo ai profili qualitativi attinenti l'adeguatezza dei sistemi di governo societario e dell'organizzazione aziendale come necessario complemento dei requisiti di natura patrimoniale. Anche il G-20 di settembre ha sottolineato l'importanza degli aspetti di governance bancaria e ha chiesto alle autorità e al FSB un attento monitoraggio dei comportamenti degli intermediari a valenza sistemica.
- E'essenziale che i *board* tornino a svolgere appieno il loro ruolo di indirizzo e di controllo sull'operato del *management*, che significa capacità di vagliare – anche con la necessaria dialettica – le proposte del *top management*, di acquisire ed utilizzare tutte le informazioni necessarie, di definire le scelte strategiche e dettare linee guida sulle attività di rischio. Siffatto ruolo richiede opportune competenze. Una corretta governance si sostanzia in una rigorosa ed efficace gestione di tutti i rischi, anche quelli non quantificabili. La funzione e le procedure di *risk management* devono essere rafforzate e migliorate.

4.4 La revisione della regolamentazione prudenziale e degli standard contabili

- Le regole di Basilea II sono oggetto di revisione su più fronti: definizione, quantità e qualità del capitale, costituzione di *buffer* anticiclici, contenimento del *leverage*, limiti al rischio di liquidità.
- Un primo aspetto su cui si registra ampia convergenza è la necessità di aumentare i *ratio* patrimoniali per rendere le banche più solide, più capaci di sostenere le perdite derivanti da

situazioni di crisi. Le ipotesi allo studio prevedono un innalzamento del *Tier 1 ratio* e l'introduzione di un *core ratio*. Per evitare effetti prociclici è previsto un congruo periodo per l'adeguamento.

- Altrettanto rilevante è il tema del miglioramento della qualità del capitale. Ad oggi, le situazioni sono molto diversificate tra i vari paesi. E' necessario convergere verso una omogenea definizione del *Tier 1 ratio* per migliorare la comparabilità delle situazioni individuali e di sistema. E' condivisibile l'orientamento che sta emergendo a livello internazionale, che prevede come componente predominante del patrimonio di qualità superiore solo le azioni ordinarie e gli utili non distribuiti. L'esclusione degli strumenti ibridi dal patrimonio di qualità più elevata è coerente con la linea di rigore sempre sostenuta dalla Banca d'Italia.
- Diversi recenti studi empirici – alcuni condotti dalla Banca d'Italia – hanno confermato che normative prudenziali basate sui rischi e standard contabili che fanno ampio affidamento sulle valutazioni del mercato hanno la potenzialità di accentuare la prociclicità del sistema finanziario, ossia la sua naturale tendenza ad amplificare le fluttuazioni del ciclo economico. L'introduzione di meccanismi anticiclici che spingano le banche ad aumentare il capitale o gli accantonamenti in periodi di espansione economica e ad utilizzare le risorse accumulate nelle fasi di debolezza congiunturale appare uno strumento più adeguato a contenere la prociclicità rispetto al semplice innalzamento dei requisiti minimi. Gli strumenti anti-ciclici finalizzati a stemperare gli effetti delle fluttuazioni del requisito patrimoniale dovrebbero essere calibrati banca per banca, per tenere conto del diverso contributo che ciascun intermediario fornisce alla prociclicità complessiva. In questo senso va la proposta recentemente avanzata dal CEBS, che individua una regola automatica per definire i *buffer* patrimoniali, basata sul confronto tra il requisito minimo calcolato in condizioni normali e quello che sarebbe richiesto in caso di recessione. Essa consente di determinare l'ammontare dei *buffer* patrimoniali di cui le banche dovrebbero dotarsi, preservando la logica e i principi sottostanti l'Accordo di Basilea che, pur con i limiti evidenziati, rappresenta oramai un importante strumento di gestione del rischio e un significativo passo avanti rispetto alla normativa precedente. Il Comitato di Basilea sta esaminando anche altre proposte volte a: i) introdurre la possibilità di applicare al requisito patrimoniale un moltiplicatore ancorato a indicatori 'reali' o finanziari; ii) definire un obiettivo in termini di *buffer* patrimoniale superiore al minimo regolamentare, al di sotto del quale non sarebbe possibile procedere alla distribuzione degli utili.

Una decisione sulle varie ipotesi dovrebbe essere presa entro la fine del 2009; uno studio di impatto complessivo dovrebbe essere condotto nel corso del 2010.

- Si stanno anche studiando misure semplici e non ponderate per il rischio, complementari a quelle di Basilea II, per prevenire l'assunzione eccessiva di rischi. Si tratta del cosiddetto *leverage ratio*

che dovrebbe mettere in relazione un livello minimo di capitale con il volume di attività complessive – incluse quelle fuori bilancio. La sua introduzione dovrebbe essere preceduta da un'accurata analisi di impatto e calibrazione per evitare effetti avversi, quali ad esempio l'inasprimento dei requisiti in situazioni di recessione o tensione sui mercati. I dati delle banche italiane mostrano un livello del *leverage ratio* contenuto rispetto a quello di altri paesi, un andamento alquanto stabile nel tempo e in linea con la dinamica del *Tier 1 ratio*.

- Il Comitato di Basilea ha pubblicato un primo paper sulla gestione del rischio di liquidità. E' allo studio l'introduzione di due requisiti regolamentari, uno di breve termine volto a ridurre il rischio di *funding* emerso in tutta la sua gravità durante la crisi, e l'altro sul *mismatching* strutturale di attività e passività.
- Gli standard contabili hanno avuto un ruolo nell'accentuare gli effetti della crisi. Oltre al criterio del fair value, anche la regola che impone alle banche di effettuare accantonamenti a conto economico solo una volta che le perdite sono già state realizzate, ha effetti prociclici. Gli *standard setter* internazionali stanno lavorando alla revisione dello IAS 39; in tale ambito si dovrebbe anche consentire alle banche di applicare metodologie di calcolo delle svalutazioni generiche basate sul concetto di "perdita attesa" che copra l'intera durata del portafoglio crediti e tenga conto dell'esperienza di un completo ciclo economico. In questo senso si sta muovendo la Commissione UE che ha proposto una modifica della direttiva sui requisiti di capitale delle banche che - per la determinazione degli accantonamenti - tiene conto dell'esperienza del *dynamic provisioning* spagnolo.

4.5 La trasparenza

- La trasparenza e l'informativa al mercato vanno decisamente migliorate. Anche in questo ambito le iniziative avviate sono numerose sul fronte dei mercati, dei prodotti finanziari e dei bilanci aziendali.
- Sono allo studio interventi volti ad una maggiore standardizzazione dei contratti derivati e l'istituzione di piattaforme centralizzate per lo scambio di derivati di credito sottoposte a regolamentazione e supervisione. Il mercato OTC dei derivati è essenziale per il funzionamento di tutti i mercati finanziari, è un mercato globale, va regolamentato e sorvegliato a livello globale per evitare una distorsione degli scambi verso giurisdizioni meno regolate.

I bilanci vanno resi più chiari, meno sensibili all'andamento del ciclo e meglio rappresentativi dei rischi assunti. A tal fine è stata avviata una significativa ed intensa collaborazione tra autorità ed organismi europei e statunitensi responsabili della emanazione degli standard contabili. E' indispensabile che la struttura, i contenuti dei bilanci e i criteri di valutazione siano resi più omogenei a livello internazionale e che e che si rafforzino gli obblighi informativi per consentire

agli *stakeholders* di valutare compiutamente e in modo comparato le situazioni aziendali: ne risulterà migliorato il funzionamento del mercato e rafforzata la fiducia nel sistema; ciò rileva in particolare per le banche, occorre in sostanza dare piena attuazione alle previsioni del terzo pilastro di Basilea II.

4.6 La cooperazione

- Il rafforzamento della cooperazione è obiettivo su cui si riscontra ampio e diffuso consenso, non può essere disgiunto da un processo di sostanziale armonizzazione delle norme e delle prassi. Ciò è tanto più necessario in ambito UE. E' essenziale che l'insieme delle regole e degli standard concernenti l'operatività di istituzioni finanziarie operanti nel Mercato Unico sia composto in misura preponderante da norme europee veramente uniformi e direttamente applicabili, con una riduzione drastica delle discrezionalità nazionali; è altrettanto necessario prevedere adeguate forme di *enforcement*.
- L'obiettivo della convergenza non deve essere perseguito a discapito dell'efficacia delle regole e dei controlli: il *rulebook* europeo dovrà ispirarsi alle norme e alle prassi di controllo di quei paesi che hanno adottato approcci prudenziali più rigorosi, che hanno consentito di mitigare gli effetti della crisi sui propri sistemi finanziari, evitando di lasciare spazi alla *competition in laxity*.
- La proposta di regolamento della Commissione UE del 23 settembre scorso, che prevede un nuovo sistema di vigilanza microprudenziale (*European System of Financial Supervision - ESFS* - proposto dal rapporto De Larosière) basato su tre nuove autorità europee con competenze distinte su banche, valori mobiliari e assicurazioni, dovrebbe consentire il perseguimento di una sostanziale omogeneità nell'azione. Il compito del nuovo organismo è infatti quello di definire regole uniformi e prassi comuni e di svolgere un'azione di forte coordinamento.
- Gli standard tecnici vincolanti definiti dalle nuove autorità europee dovrebbero coprire tutte le aree cruciali per una vigilanza efficace; nel caso delle banche, dovrebbero includere le norme sulla definizione e qualità delle componenti patrimoniali, sui requisiti prudenziali, sulla liquidità, sui grandi rischi, sul funzionamento operativo dei collegi e sulla valutazione congiunta dei rischi.
- I collegi sono il principale strumento per realizzare una visione integrata dei rischi e un approccio coordinato per la vigilanza dei gruppi *cross-border*, è quindi necessario che vengano istituiti in tutti i paesi per le principali istituzioni finanziarie transfrontaliere. Circa il loro funzionamento, l'esperienza in ambito europeo dimostra che nonostante le numerose iniziative assunte in ambito CEBS, i collegi sono risultati efficaci soltanto nelle aree in cui è già in vigore una legislazione chiara sui compiti loro attribuiti (per esempio, nella validazione dei modelli interni); risultati meno soddisfacenti si riscontrano laddove il funzionamento dei collegi è stato affidato a impegni di natura volontaria tra le autorità partecipanti.

- Per rafforzare l'azione di vigilanza nell'ambito dei collegi e per facilitare l'adozione di decisioni congiunte, è opportuna una legislazione comunitaria dei gruppi bancari che, seguendo il modello adottato nella legislazione italiana in materia, riconosca il ruolo di coordinamento della capogruppo e fornisca un quadro di riferimento chiaro per una corretta distribuzione di responsabilità e diritti tra tutte le componenti del gruppo. In questo modo, si favorirebbe una precisa allocazione delle competenze tra le varie autorità nazionali coinvolte e si rafforzerebbero i poteri di coordinamento e di decisione della *home authority*.
- Un efficace funzionamento della nuova architettura finanziaria europea, che sarà operativa già all'inizio del 2010, rende necessario uno stretto raccordo tra i due pilastri del nuovo sistema di vigilanza – quello macroprudenziale fondato sull'ERSB e quello microprudenziale centrato sull'ESFS e sui collegi - per giungere ad una valutazione univoca dei rischi a livello di area dell'UE, coerente con quella formatasi nell'ambito dei singoli gruppi *cross-border*, e degli interventi correttivi.
- Per ridurre le probabilità che si verifichino crisi *cross-border* e circoscriverne gli impatti sulla collettività è necessario disporre di strumenti idonei ad assicurare un'efficace supervisione degli organismi grandi, complessi, ad elevata operatività transnazionale nonché un'ordinata gestione delle crisi stesse.

L'esperienza dello scorso autunno ha mostrato come gli attuali meccanismi della cooperazione internazionale, basati su accordi volontari e impegni di natura non vincolante, non costituiscono di per sé una condizione sufficiente perché il processo di coordinamento abbia le necessarie caratteristiche di efficienza e tempestività.

- Il *Financial Stability Board* ha elaborato principi generali per rafforzare la cooperazione *cross-border*. Tra questi si segnalano: il ruolo dei *core colleges* nella supervisione delle istituzioni finanziarie complesse; la costituzione entro giugno 2010 di *Cross-border Crisis Management Group* per i principali gruppi, composti da supervisori (*core colleges members*), banche centrali e ministeri delle finanze, che dovrebbero assicurare un forte coordinamento in caso di crisi. Entro la fine del 2010 tutti i maggiori intermediari transfrontalieri dovrebbero disporre di un "*contingency plan*" a livello di gruppo bancario, soggetto ad approvazione da parte delle autorità di vigilanza nazionali e internazionali, in cui vengano identificati i compiti di ciascuna autorità in caso di crisi e rimosse le barriere legali allo scambio di informazioni nell'ambito della gestione delle crisi.

La definizione del *contingency plan* presuppone la soluzione di non pochi problemi concernenti le relazioni tra le entità nazionali ed estere all'interno dello stesso gruppo transfrontaliero, ed i potenziali conflitti tra le diverse autorità di vigilanza.

- La gestione delle crisi transfrontaliere è una questione particolarmente delicata. Lo stesso Comitato di Basilea ha argomentato che l'implementazione di un *framework* globale è improbabile nel breve periodo, perché si dovrebbero risolvere una serie di questioni assai complesse, quali la mancanza di accordi preventivi sulla ripartizione dei costi del dissesto tra i vari paesi coinvolti. E' positivo l'orientamento che sta emergendo, anche in sede comunitaria, volto a favorire l'armonizzazione, in un orizzonte di medio periodo, di alcuni aspetti delle legislazioni nazionali per la gestione e risoluzione delle crisi, che richiedono interventi volti ad incidere sulle leggi in materia fallimentare e societaria, fortemente differenziate tra paesi. Pure positivamente va valutata la tendenza verso una maggiore convergenza dei diversi strumenti nazionali di gestione delle crisi così come delle *best practices* e verso un migliore e più ampio scambio delle informazioni. E' comunque opportuno che si pervenga a una chiara strategia centralizzata di gestione degli aiuti e dei processi di ristrutturazione delle banche in crisi. Vanno attentamente valutate quelle posizioni che potrebbero legittimare il ricorso a strumenti di protezione degli interessi nazionali nella soluzione delle crisi *cross border*, così come l'ipotesi, che sta emergendo in alcuni consessi, di favorire politiche volte a ridurre l'interdipendenza delle strutture di gruppo. Una politica di separazione non va considerata come l'unica risposta possibile, in quanto - anche se facilita la soluzione nazionale delle crisi - potrebbe determinare effetti negativi sul modello di business dei gruppi *cross border* e sulla loro efficienza nonché sul grado di integrazione dei mercati finanziari.

5. Guardando oltre la crisi: banche e mercati in Italia

- Nel nostro paese l'interazione "sbagliata" tra banche e mercati non si è manifestata per la prevalenza di un modello di business tradizionale e per una vigilanza più prudente. Il perimetro della regolamentazione è stato sempre mantenuto ampio, in modo da ricomprendere una vasta gamma di rischi e di intermediari; sono stati adottati approcci rigorosi in materia di quantità e qualità del capitale delle banche; sono state dettate regole precise sull'operatività in prodotti strutturati; sono stati adottati criteri stringenti in materia di trasferimento significativo del rischio nelle operazioni di cartolarizzazione; sono stati richiesti alle banche italiane maggiori impegni in sede di informativa di bilancio e di trasparenza; sono state emanate norme rigorose sul governo societario e sulle politiche di remunerazione che hanno trovato conferma negli orientamenti successivamente emersi in ambito internazionale; sono stati sottoposti a regolamentazione e controllo gli *hedge funds* alla pari degli altri fondi.
- Ma a causa della forte integrazione tra economie e mercati l'Italia non è stata immune dagli effetti della crisi che, nata in una circoscrizione con una regolamentazione e una supervisione più

lasca, si è rapidamente estesa in tutto il mondo. Per questo la convergenza verso regole comuni e prassi comuni tra i vari paesi e una maggiore cooperazione sono indispensabili.

- La solidità delle nostre banche è un punto di forza, va preservata e rafforzata. Banche solide, efficienti, capaci di selezionare correttamente il merito di credito sono essenziali per sostenere la ripresa economica. La nuova architettura che si va delineando è senz'altro utile anche per il nostro sistema bancario. Non dobbiamo però dimenticare che la presenza di vecchi problemi strutturali non risolti può condizionare gli effetti positivi derivanti dall'introduzione delle nuove regole.
- E' necessario riprendere il percorso di sviluppo dei mercati. Mercati ben funzionanti, robusti ed efficienti consentono di convogliare i flussi finanziari alle imprese e dalle/alle banche, innestando un circolo virtuoso. Perché ciò si realizzi occorre un recupero di fiducia – le nuove norme allo studio hanno questo obiettivo – ma anche un aumento del novero degli attori/investitori. Su quest'ultimo aspetto l'Italia presenta carenze strutturali. Alcuni esempi possono aiutare a comprendere l'urgenza di questa necessità.
- L'invecchiamento della popolazione richiede che venga dato nuovo impulso allo sviluppo dei fondi pensione privati. A quasi 15 anni dall'avvio del processo di riforma, che ha introdotto gli strumenti e le norme della previdenza complementare, nonostante una significativa crescita, i lavoratori iscritti rimangono una minoranza e il patrimonio dei fondi pensione è relativamente modesto e decisamente inferiore, in rapporto al PIL, al dato medio dell'area OCSE. La crisi è intervenuta nel momento di decollo di questa forma di risparmio e ne ha in qualche modo ritardato la crescita, ma non ne ha cancellato la necessità.
- Assai stretto risulta il legame tra i fondi pensione e la borsa: la presenza degli investitori istituzionali dona spessore al mercato; stimola la concorrenza tra operatori in campi essenziali quali la raccolta di ordini, la negoziazione e il collocamento di titoli. Essa può inoltre favorire la quotazione di imprese anche di minore dimensione, la cui assenza dal listino costituisce il principale fattore di sottosviluppo della borsa italiana.
- Il portafoglio finanziario delle famiglie italiane è largamente investito in passività bancarie, che sono divenute la componente più importante del loro attivo (30,5 per cento alla fine del 2008 rispetto a una quota di poco superiore al 20 per cento all'inizio del decennio). In questo arco di tempo le famiglie hanno aumentato soprattutto la quota detenuta in depositi a vista e in obbligazioni emesse dalle banche. La crisi finanziaria e le politiche di raccolta delle banche hanno contribuito ad accentuare una tendenza di medio termine. Si tratta di una situazione lontana dall'efficienza, sia per le famiglie sia per l'economia nel suo complesso, che dovrà essere superata attraverso la ristrutturazione dell'industria del risparmio gestito. La Banca d'Italia si è espressa diffusamente su questo punto.

- Per il finanziamento dell'innovazione, per la crescita delle imprese è fondamentale il ruolo di intermediari non bancari che possano acquisire temporanee partecipazioni nel capitale. Essi svolgono un ruolo importante anche nel favorire la crescita di imprese più mature, il ricambio generazionale nelle imprese familiari, le trasformazioni aziendali volte a superare situazioni di crisi. L'attività di questi operatori, strutturalmente modesta nel contesto italiano, ha risentito della crisi in corso: raccolta e attività di investimento sono fortemente diminuite.
- Uno sviluppo adeguato dei mercati dei capitali favorisce sia l'approvvigionamento di fondi da parte di questa tipologia di intermediari sia la loro uscita dagli investimenti attraverso la quotazione delle aziende. Investitori istituzionali quali i fondi pensioni potrebbero rivestire un ruolo particolarmente importante nel favorire la raccolta di risorse da parte degli intermediari di venture capital, grazie al loro orizzonte di investimento relativamente lungo e alla loro ampia dimensione che ne accresce la capacità di diversificare rischi elevati.

6. Conclusioni

- Ogni crisi finanziaria costringe le autorità, gli operatori e tutte le parti coinvolte a riesaminare in profondità il complesso di norme, incentivi, istituti, prassi che hanno assicurato il funzionamento del sistema nel periodo precedente il manifestarsi dei fenomeni di instabilità. L'ingente distruzione di ricchezza e le difficoltà che ne conseguono per ampie fasce della popolazione, in termini di perdita dell'occupazione e ridimensionamento del tenore di vita, conferiscono un senso d'urgenza e radicalità alle riforme da apportare all'architettura complessiva della finanza.
- La crisi attuale non fa eccezione. Lo sviluppo della finanza nell'ultimo quarto di secolo è stato, tuttavia, tale da rendere estremamente estesa e complessa l'opera di revisione della regolamentazione. I cambiamenti nella divisione del lavoro all'interno del settore hanno aumentato enormemente il grado di interconnessione tra le sue componenti. L'identificazione di quali intermediari abbiano rilevanza sistemica ai fini della stabilità finanziaria non può più essere ristretta alle sole banche. L'integrazione finanziaria a livello internazionale ha fatto sì che l'attività degli intermediari e dei mercati abbia un raggio globale, mentre i poteri delle Autorità di vigilanza molto spesso trovano ostacoli formidabili nei confini nazionali.
- In questo contesto assai più articolato e complesso rispetto al passato, molto è stato fatto nel rivedere la regolamentazione e molte iniziative sono ancora in corso. Sarebbe ingeneroso soffermarsi sugli inevitabili limiti che talune misure possono presentare e non riconoscere l'entità dello sforzo complessivo. L'efficacia dell'imponente processo di riforma avviato

dipenderà dalla capacità degli stati di tradurre compiutamente i progetti in leggi nonché da quella delle autorità di vigilanza di applicarli fino in fondo.

- Per quanto possa essere esaustiva, rigorosa, sensibile al rischio, coerente e aggiornata, la regolamentazione finanziaria, come ogni altra norma eteronoma, non può che stabilire un perimetro entro il quale si collocano le scelte degli operatori. Non è pensabile un sistema di norme che vincoli troppo rigidamente l'attività delle banche e delle altre imprese finanziarie: non sarebbe praticabile oltre che inefficiente.
- Per questa ragione, nel lungo periodo un sistema di regolamentazione è efficace se indirizza e non costringe, se le sue finalità sono condivise dalla comunità a cui è rivolto. Il richiamo all'etica in questo ambito non è un facile espediente retorico. Per effetto della crisi l'etica come elemento fondante della stabilità e dello sviluppo, necessario al funzionamento stesso dei meccanismi economici, trova ampio riconoscimento. Ma quale etica? Per citare il Governatore in un suo recente articolo pubblicato sull'Osservatore Romano a commento dell'Enciclica *Caritas in veritate*: <<Un modello in cui gli operatori considerano lecita ogni mossa, in cui si crede ciecamente nella capacità del mercato di autoregolamentarsi, in cui divengono comuni gravi malversazioni, in cui i regolatori dei mercati sono deboli o prede dei regolati, in cui i compensi degli alti dirigenti d'impresa sono ai più eticamente intollerabili, non può essere un modello per la crescita del mondo>>.
- La ricerca del profitto è lo stimolo che spinge l'attività dell'imprenditore, che incoraggia ad innovare e a perseguire l'efficienza. L'attività dei banchieri e degli altri operatori della finanza è mossa dagli stessi incentivi. Ma la mano invisibile che coniuga il perseguimento dell'interesse individuale con il benessere collettivo agisce soltanto quando esiste piena consapevolezza dei limiti imposti non dalla lettera, ma dallo spirito delle norme quindi dalla morale. Luigi Einaudi nelle sue "Lezioni di politica sociale" affermava, su un piano più generale, che "[P]ossiamo e perciò dobbiamo far sì che il mercato utilizzi le sue buone attitudini a governare la produzione e la distribuzione della ricchezza entro certi limiti, che noi consideriamo giusti e conformi ai nostri ideali di una società [...]. Perciò, noi dobbiamo darci buone leggi, buone istituzioni, creare un buon sistema di istruzione accessibile e adatto alle varie capacità umane, creare buoni costumi."
- Come richiamato da Papa Benedetto XVI nella citata Enciclica <<L'esclusivo obiettivo del profitto, se mal prodotto e senza il bene comune come fine ultimo, rischia di distruggere ricchezza e creare povertà>>.