

Il Sistema di Regolamentazione Finanziaria Globale: potenziali scenari dopo la crisi finanziaria internazionale

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Il Sistema di regolamentazione finanziaria internazionale prima della crisi globale. – 3. Lacune del modello di regolamentazione finanziaria internazionale pre-crisi. – 4. La struttura delle organizzazioni finanziarie globali: riforme attuate, in corso e in prospettiva. – 4.1. Riforme attuate. – 4.2. La mancanza di un Single *Global Financial Regulator*. – 4.3. Gli errori nella collaborazione all'interno del *network* di organizzazioni internazionali. – 4.4. Gli effetti concreti delle riforme del G20. – 4.5. Le modifiche auspicabili nelle strutture di regolamentazione nazionali. – 4.6. Riforme in prospettiva. – 5. La regolamentazione finanziaria internazionale: riforme attuate, in corso e in prospettiva. – 5.1. Riforme attuate. – 5.2. Riforme in prospettiva. – 6. Riflessioni conclusive: verso una possibile scelta del modello di *governance* per il mercato globale.

1. Premessa.

La costruzione di un saldo assetto economico mondiale si fonda su un delicato equilibrio tra il potere nazionale dei Governi e la natura globale dei mercati, in quanto il conferimento di un'eccessiva autorità ai Governi rischia di realizzare situazioni di protezionismo ed autarchia, mentre il riconoscimento di troppa libertà ai mercati è potenzialmente fonte di un'economia mondiale caratterizzata da fenomeni di instabilità e di scarso consenso sociale e politico. La scelta tra potere nazionale dei Governi e natura globale dei mercati, ovvero tra regolamentazione e libertà del mercato, non è, quindi, da intendersi come alternativa, ma come complementare: la stabilità dei mercati globali dipende dalla solidità della loro *governance* acquisibile attraverso l'intervento di organizzazioni pubbliche di governo e di vigilanza¹.

¹ Cfr. RODRIK, *Il trilemma che imprigiona l'economia mondiale*, da *La Repubblica*, 8 settembre 2011. Per approfondimenti sul punto si rinvia a STIGLITZ, *Risk and Global Eco-*

L'ago della bilancia nella ricerca di un idoneo equilibrio tra regolamentazione nazionale, da una parte, e globalizzazione dei mercati, dall'altra, è rappresentato da una regolamentazione dettata a livello internazionale ed implementata su scala mondiale; regolamentazione internazionale che avrebbe lo scopo di indirizzare le scelte regolative effettuate dalle singole nazioni. Questo non significa affatto che tutta la disciplina in materia finanziaria debba essere armonizzata, ma quantomeno che debbano esserlo quei fenomeni che hanno rilevanza sistematica. Solo la presenza di *minimum* di regole armonizzate a livello globale è potenzialmente in grado di conciliare il progresso della globalizzazione dei mercati, *vel rectius* di una globalizzazione *razionale* dei mercati, con l'autonomia regolativa dei singoli Stati.

La turbolenza globale internazionale, innescata dal collasso del mercato dei mutui *subprime* statunitensi a partire dal 2007 e culminata nel 2008 con lo scandalo *Lehman Brothers*², conferma questa visione delle

conomic Architecture: why Full Financial Integration May Be Indesirable, in *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, febbraio 2010, consultabile sul sito www.iadb.org. L'economista statunitense ritiene che la crisi finanziaria globale ha fatto nascere seri dubbi sulla supposizione che l'integrazione dei mercati finanziari globali possa comportare maggiore stabilità finanziaria, in quanto la stessa ha posto in evidenza che, in assenza di un appropriato intervento di governo, transazioni redditizie per i privati possono generare rischio sistematico.

² Con la caduta di *Lehman* la crisi è diventata sistematica, per cui è nata la necessità di una risposta coordinata a livello globale. Le cause che hanno condotto o, perlomeno, contribuito alla crisi finanziaria globale sono state variamente individuate. Tra queste ricordiamo: eccesso di liquidità e bassi tassi di interesse negli Stati Uniti; innovazione finanziaria e prodotti diffusi senza la dovuta supervisione; bolla immobiliare negli Stati Uniti ed aspettative di incremento di valore del mercato immobiliare; scarsa supervisione del mercato ipotecario; insoddisfacente valutazione del rischio di mercato; mancanza di regolamentazione del mercato dei derivati; mancanza di trasparenza negli elementi chiave dei mercati finanziari (informazione minima sui prezzi, sui volumi scambiati, ecc.); lavoro delle agenzie di *rating* scarsamente affidabile; lacune nelle procedure di risoluzione delle crisi; pratiche contabili che hanno amplificato gli affari connessi ai cicli di espansione/contrazione del credito; inadeguatezza dei sistemi di *corporate governance*; scarsa consapevolezza dei rischi di mercato; inadeguatezza delle politiche di vigilanza e di regolamentazione; inefficacia della sorveglianza multilaterale (si pensi che per gli Stati Uniti non esisteva il c.d. *Financial Sector Assessment Program* (FSAP)!). Sulle origini della crisi finanziaria internazionale, si vedano nella vastissima letteratura sull'argomento: GREESPAN, *The Age of Turbulence*, New York e Londra, 2007; DRAGHI, *Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza*, intervento alla Commissione 6^a del Senato della Repubblica, 21 ottobre 2008, pubblicato sul sito www.bancaditalia.it, pp. 1-4; VACIAGO, *La prima crisi finanziaria globale*, in *Il Mulino*, 2008, p. 1047 ss.; TANTOLA, Intervento alla Tavola Rotonda "Causes and Consequences of the Crisis", Roma,

cose, o quantomeno evidenzia che la concezione anglo-americana dei mercati finanziari auto-regolati non solo è sbagliata, ma è fortemente dannosa ³.

Attualmente esiste, quindi, ampio accordo sulla necessità di una più rigorosa ed idonea regolamentazione del sistema finanziario, con lo scopo di promuoverne e di conservarne la stabilità; anche se le opinioni divergono in merito alla relativa natura ed alla relativa ampiezza ⁴. Non

24 giugno 2009, disponibile sul sito [www.bancaditalia.it.](http://www.bancaditalia.it/); ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Bari, 2009; AA.VV. *Lezioni per il futuro. Idee per battere il futuro*, Milano, 2009.

³ Cfr. AKYÜZ, *Policy Response to the Global Financial Crisis: Key Issues for Developing Countries, Research paper of the South Centre*, maggio 2009, p. 17 (consultabile sul sito www.southcentre.org). La crisi finanziaria internazionale è nata in comparti del sistema finanziario statunitense che non erano regolamentati; le sue conseguenze sono state amplificate dall'azione di soggetti che non erano sottoposti ad una vigilanza adeguata alla loro operatività ed al loro potenziale impatto sulla stabilità del sistema nel suo complesso. Sul punto si veda anche l'approfondita analisi di ONADO, *La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori*, in *Banca, impresa, soc.*, 2009, p. 5 ss.

⁴ Oramai sterminata è la letteratura economica sull'argomento. La giustificazione economica alla base della necessità di una regolamentazione internazionale dei mercati finanziari è rinvenibile nella potenziale esistenza di esternalità generate dalle attività svolte in tali mercati; esternalità che i privati non riescono ad indirizzare e fronteggiare facilmente. In altre parole, secondo la teoria economica, a causa della presenza di esternalità, i mercati finanziari non possano auto-regolarsi, o almeno l'autoregolamentazione da sola non basta ad assicurare la stabilità finanziaria. Fissato, dunque, l'obiettivo dell'intervento regolativo, *i.e.* promuovere e mantenere la stabilità finanziaria, la dottrina individua una serie di criteri per stabilire, in relazione al caso concreto, la tipologia ed il grado di regolamentazione più adeguati. In generale, l'intervento regolativo sarebbe giustificato solo qualora i benefici eccedano chiaramente i costi che lo stesso presumibilmente impone. Per stabilire *ex ante* l'intensità di tale intervento, la dottrina economica sostiene che questo possa spingersi fino al punto da riuscire nel migliore dei modi a trovare un giusto equilibrio tra correttezza e sicurezza del sistema finanziario, da una parte, ed assunzione del rischio, dall'altra; le prime perseguiti per il tramite della regolamentazione del mercato, la seconda connessa all'area di libertà lasciata alle istituzioni ed ai mercati finanziari. Per ciò concerne, la natura dell'intervento regolativo, uno dei criteri utilizzati per la scelta si incentra sull'individuazione dei rischi che con tale intervento si intendono fronteggiare (*Risk-Based Supervision Approach*). La regolamentazione dei mercati, degli affari e delle transazioni finanziarie si giustifica per l'esistenza nel sistema di due tipologie di rischi finanziari: il rischio sistematico ed il rischio di asimmetrie informative. La letteratura economica ritiene che la regolamentazione più appropriata per arginare e fronteggiare la prima tipologia di rischio sia riconducibile agli *standards* prudenziali (requisiti di capitale, requisiti di liquidità, assetti di *management* e di controllo adeguati), mentre quella più adeguata a contrastare il secondo tipo di rischio è costituita dalle regole di condotta degli affari (di trasparenza, contro l'abuso di informazioni pri-

solo, ma esistono numerose ragioni per ritenere che, in un mondo sempre più globalizzato, questa regolamentazione debba essere anche essa – perlomeno con riferimento a fenomeni finanziari caratterizzati dal c.d. rischio sistematico e compatibilmente con le peculiarità istituzionali e culturali dei singoli Stati – globalizzata, conformandosi a *standards* ed a principi stabiliti a livello internazionale⁵. Tre per tutte.

In primo luogo, da quando i fenomeni di instabilità finanziaria hanno cominciato a travalicare i confini nazionali ripercuotendosi in modo avverso a livello globale (*adverse spill overs*) è nata l'esigenza che le pratiche di regolamentazione nazionali siano, o almeno dovrebbero essere, assoggettate a discipline multilaterali⁶.

vilegiate, ecc.). È evidente che all'interno di un contesto globalizzato, entrambi i tipi di regolamentazione debbano essere, per quanto possibile, comuni e standardizzati. Per un'ampia ed approfondita analisi delle regioni economiche alla base della regolamentazione finanziaria si vedano, *ex multis*, LLEWELLYN, *The Economic Rationale for Financial Regulation*, in *FSA Occasional Paper*, n. 1, aprile 1999; DODD, *The Economic Rationale for Financial Market Regulation*, in *Financial Policy Forum, Special Policy Report 12*, dicembre 2002; *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, in ICMB e CIMB, gennaio 2009; DAVIES AND GREEN, *Global Financial Regulation. The Essential Guide*, Cambridge (UK) e Malden (USA), 2010, p. 7 ss.

⁵ Gli *standards* internazionali definiscono regole ampiamente accettate come buoni principi, pratiche o linee guida in una determinata area oggetto di regolamentazione. In linea generale, essi possono essere classificati in base al loro *scopo* ovvero alla loro *natura*. Secondo il primo criterio di classificazione (scopo della regolamentazione standardizzata) distinguiamo gli *standards* in: a) settoriali: regolano singoli settori, come governo e banche centrali, settori bancario, immobiliare, assicurativo, societario, ecc.; b) funzionali: regolano singole aree all'interno di tutti i settori, come *governance*, contabilità, trasparenza, adeguatezza del capitale, vigilanza, ecc. In base al secondo criterio (natura della regolamentazione internazionale) dividiamo gli *standards* in: a) principi: sono stabiliti in modo generale e, perciò, consentono un certo grado di flessibilità ed elasticità nell'implementazione da parte dei singoli Stati; b) pratiche: sono più dettagliate e specificano la pratica applicazione dei principi all'interno di un determinato contesto; c) metodologie/linee guida: offrono guide dettagliate sui passi da compiere e sono abbastanza specifiche da consentire una valutazione sufficientemente oggettiva del loro grado di *compliance*.

⁶ Gli ultimi decenni sono stati caratterizzati da un rapido incremento dell'integrazione finanziaria internazionale. Gli intermediari stranieri hanno guadagnato una presenza sempre più rilevante paese dopo paese, con il conseguente dominio delle banche estere all'interno dei sistemi creditizi di molti dei paesi emergenti. Questi legami finanziari sono diventati particolarmente intesi tra un piccolo numero di nazioni. Molti di questi sono stati guidati dall'azione di un relativamente esiguo numero di grandi istituzioni finanziarie (*systemically important financial institutions* o *SIFIs*) che esercita la propria attività attraverso molteplici confini. Gran parte di queste istituzioni è di grosse dimen-

In secondo luogo, le regole multilaterali avrebbero l'effetto di garantire un campo da gioco livellato (*level playing field*) e di prevenire in tal modo il c.d. *regulatory arbitrage* (arbitraggio normativo), che avrebbe quale effetto negativo lo spostamento degli affari dai paesi con la regolamentazione più severa a quelli con normative meno restrittive.

Infine, la regolamentazione multilaterale dovrebbe ridurre l'influenza politica sui regolatori e dare a questi un certo livello di indipendenza.

Mentre queste considerazioni sono valide in assoluto, esistono difficoltà sia tecniche che politiche nelle modalità e nei tempi di progettazione e di implementazione della disciplina multilaterale internazionale in materia di regolamentazione e supervisione finanziaria. La crisi finanziaria globale – accanto all'effetto immediato di arrestare la crescita dei mercati finanziari e di produrre la deglobalizzazione della regolamentazione finanziaria a causa della risposta normativa autonomamente data da ciascun paese al dissesto in atto – ha fatto emergere queste difficoltà; difficoltà dovute in gran parte alle debolezze insite nel sistema di regolamentazione finanziaria globale sia in termini di architettura delle istituzioni e dei comitati internazionali, delle loro mutue interrelazioni e della loro composizione, sia sotto il profilo delle regole finanziarie stesse.

Il presente lavoro ha lo scopo di prospettare i futuribili scenari per entrambi gli aspetti – struttura e rapporti tra le organizzazioni finanziarie internazionali ed i c.d. *standards setting bodies*, da una parte, e regolamentazione finanziaria multilaterale, dall'altra –, derivanti dall'esperienza vissuta, dalle riforme già attuate, di prossima realizzazione e potenziali, necessarie a fronteggiare la crisi nonché ad evitare il suo ripetersi.

Sulla base di quest'analisi, cercheremo infine di individuare il modello di regolamentazione dei mercati finanziari integrati, che a nostro parere, si delineerà nel prossimo futuro. Il modello di *governance* del mercato globale prospettato si fonda, come vedremo, su quella che sembra essere – perlomeno al momento – la combinazione più ragionevole.

sioni, estremamente complessa, con numerose succursali in diversi paesi, difficilmente gestibile. È vero che la crescita dell'integrazione finanziaria offre numerosi benefici a cui queste *SIFIs* hanno contribuito (economie di scala e di scopo con guadagni in termini di efficienza, allocazione efficiente della liquidità e del capitale, facilitazione degli scambi e trasferimento delle tecnologie e delle esperienze *cross border*), ma è altresì vero che la crisi finanziaria globale ha messo in evidenza che questi stretti legami possono comportare forti e distruttivi effetti di contagio oltre i mercati ed i confini nazionali, consentendo alle crisi finanziarie di espandersi rapidamente.

le e fattibile dei tre elementi da cui scaturisce il “trilemma” politico di fondo dell’economia globale: la globalizzazione dei mercati che implica maggiore libertà o assenza di regolamentazione (*free regulation*), l’autonomia regolativa nazionale (*territorial regulation*) che ostacola la globalizzazione dei mercati e l’armonizzazione delle regole, la predisposizione di principi-guida internazionali (*global regulation*) che limita l’autonomia regolativa nazionale.

Ai nostri scopi appare utile, in via preliminare, tracciare una panoramica dell’assetto finanziario internazionale pre-crisi, delle sue caratteristiche intrinseche e soprattutto delle sue lacune che, emerse in seguito al recente dissesto globale, ne hanno aggravato gli effetti o quantomeno hanno evidenziato l’inadeguatezza del sistema ad arginarli⁷.

2. Il Sistema di regolamentazione finanziaria internazionale prima della crisi globale.

Analizziamo, innanzitutto, quali peculiarità presentava l’assetto regolativo del sistema finanziario globale fino al 2007-2008, in termini sia *strutturali* – architettura degli organismi di regolamentazione e reciproche interrelazioni – sia *funzionali* – natura ed efficacia delle relative potestà di regolazione.

Schematizzando, al momento dello scoppio della crisi, tale sistema, sotto il profilo strutturale: era sostanzialmente dominato dai paesi del G7 (Francia, Germania, Italia, Giappone, Regno Unito, Stati Uniti e successivamente Canada); risultava estremamente complesso, in quanto costituito da un numero pletorio di istituzioni dedicate alla progettazione degli *standards* finanziari internazionali, le cui interrelazioni e le cui responsabilità non sempre erano trasparenti⁸, con conseguente difficoltà di cooperazione tra le stesse; mancava di un’organizzazione che assumesse una posizione *leading*.

Il grafico n. 1 offre una schematizzazione delle organizzazioni di regolamentazione finanziaria internazionali esistenti al momento dell’inizio della crisi.

⁷ Cfr. TARANTOLA, *Verso una nuova regolamentazione finanziaria*, intervento alla Scuola di Alta Formazione dell’I.P.E., Napoli, 21 gennaio 2011, p. 2 (disponibile su www.bancaditalia.it).

⁸ Per esempio i Governatori del G10 avevano la supervisione sull’attività del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (*Basel Committee on Banking Supervision - BCBS*).

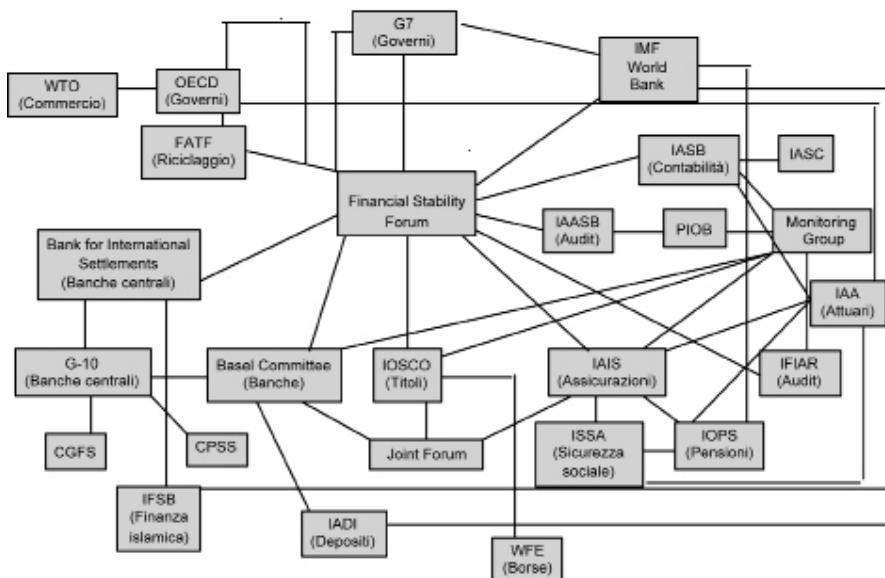


Grafico n. 1 – Struttura dei Comitati Internazionali – Una panoramica dei Regolatori fino alla crisi economica e finanziaria mondiale.

Per ciò che concerne l'aspetto funzionale, dalla complessità dell'architettura delle agenzie multinazionali e degli *standards setters* derivava la laboriosità del processo attraverso cui veniva perseguita l'armonizzazione ed il coordinamento della regolamentazione finanziaria tra i vari Stati. La crisi finanziaria globale ha messo in luce la fragilità, oltre che dell'ossatura del sistema di istituzioni internazionali, anche del procedimento di predisposizione delle regole, sia con riferimento alla fase di produzione delle stesse sia e soprattutto con riguardo alla fase finale della relativa implementazione a livello nazionale. Per ciò che concerne il primo profilo (predisposizione delle regole internazionali), la principale carenza si riscontrava nella mancanza di un piano di azione imponibile agli *standards setting bodies* e nel conseguente allungamento dei tempi per l'attuazione concreta delle riforme prospettate in materia di regolamentazione finanziaria, venendo a mancare ogni senso di urgenza e di priorità di azione nell'ambito degli organismi finanziari internazionali competenti⁹.

⁹ Si pensi che il BCBS per rivedere l'accordo sul capitale ha impiegato 12 anni; anni nell'arco dei quali il mercato bancario è cambiato radicalmente ed è emerso un sistema

Con riferimento al secondo aspetto (implementazione delle regole internazionali), la debolezza del procedimento scaturiva fondamentalmente dalla quantomeno dubbia legittimità degli *standards setters* a richiedere ai vari paesi l'applicazione dei principi internazionali. La mancanza di legittimità derivava sostanzialmente dalla natura legale di tali principi che, a causa del mancato riconoscimento in capo agli organismi competenti di un qualsivoglia potere legislativo, sono inquadrabili nella categoria della c.d. *soft law*, per cui gli stessi non hanno forza legale in sé ma necessitano, per la relativa applicazione in ogni singola giurisdizione, di essere incorporati in leggi, regolamenti o pratiche amministrative domestiche. Ulteriore conseguenza della loro specifica natura è che, poiché alla *non-compliance* con i medesimi non si accompagna alcuna sanzione legislativa, la relativa implementazione a livello nazionale, perlomeno in teoria, avviene su basi ampiamente volontarie ed è perciò lenta ad agire. A ciò si aggiunga che, al momento dello scoppio della crisi, le autorità nazionali, nonostante la loro inclinazione all'adozione dei principi globali, hanno reagito in modo differente nel ri-regolare i sistemi finanziari nazionali; e non c'è dubbio che i supervisori nazionali non raramente abbiano utilizzato la flessibilità lasciata loro nell'implementazione degli *standards* globali anche per imporre requisiti più restrittivi per particolari istituzioni finanziarie.

Il quadro fin qui delineato risultava ulteriormente complicato – in termini di cooperazione, integrazione ed armonizzazione tra Stati sul fronte delle regole applicabili al sistema finanziario – dalla pluralità e varietà delle strutture nazionali di supervisione, riconducibili sostanzialmente a quattro modelli ¹⁰:

parallelo a quello creditizio che ha generato un copioso ammontare di attività di credito al di fuori delle istituzioni formali (c.d. *shadow banking system*). Di questo sistema bancario ombra fanno parte, ad esempio, le attività dei fondi del mercato monetario, il credito erogato da società finanziarie non soggette a regolamentazione, l'emissione da parte di *conduit* e veicoli di investimento specializzati di *commercial paper* garantita da attività a più lungo termine, nonché il finanziamento di attività di cartolarizzazione tramite i mercati pronti contro termine. Il sistema bancario ombra è nondimeno strettamente collegato a quel regolamentato: le grandi banche realizzano in genere proventi significativi dalle attività bancarie ombra e mantengono esposizioni creditizie e operative, sia dirette che indirette a tali attività, tramite le linee di *business* come l'erogazione dei prestiti, il rafforzamento del credito, linee creditizie di appoggio, servizi di brokeraggio, *warehousing* ed assicurazione del credito.

¹⁰ I modelli di regolamentazione e supervisione del sistema finanziario scaturiscono, in linea generale, dalle possibili combinazioni di tre elementi:

1) il tradizionale *sistema a tre pilastri (tripartito)*, di consueto con la Banca Centrale quale autorità di supervisione del settore creditizio, un regolatore per il settore mobiliare, di solito una commissione separata, ed un regolatore per il settore assicurativo, che può anche essere parte del governo;

2) una certa varietà di *sistemi a due pilastri (duale)*, ciascuno con le proprie caratteristiche (alcuni hanno un singolo regolatore per il settore mobiliare ed assicurativo, altri uniscono il settore bancario e quello mobiliare);

3) il c.d. *sistema “twin peaks”* con un’autorità di regolamentazione prudenziale responsabile del controllo sulle riserve di capitale in tutte le istituzioni finanziarie ed un secondo regolatore per la c.d. *business conduct*, cui spetta la responsabilità per la trasparenza e gli altri aspetti di regolamentazione collegati alle transazioni di mercato e con la clientela;

4) un *singolo regolatore integrato* che copre tutta o quasi tutta la regolamentazione del sistema finanziario, sotto il profilo oggettivo (regole prudenziali e di condotta) e soggettivo (istituzioni bancarie, mobiliari ed assicurative).

Chiaramente di questi quattro modelli esistono numerose varianti.

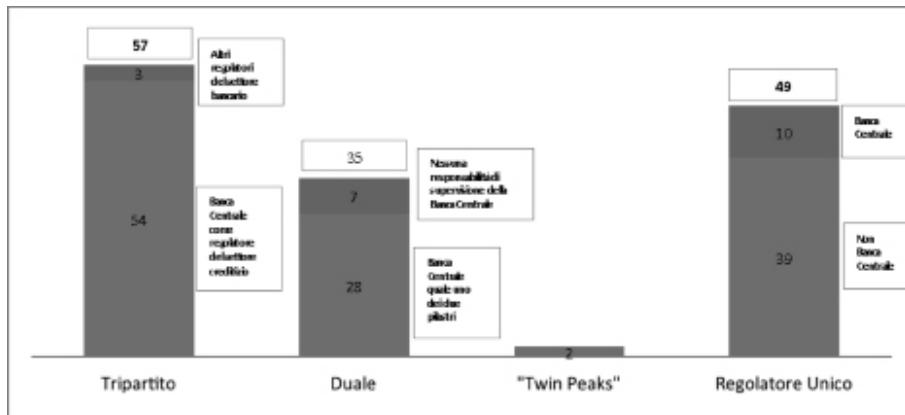
Il grafico n. 2 evidenzia la distribuzione delle quattro principali strutture di regolamentazione nei paesi più evoluti al momento dello scoppio della crisi, mentre il grafico n. 3 riporta il ruolo rivestito all’epoca dalle banche centrali nell’assetto di supervisione sui mercati finanziari con riferimento ad un campione di 143 paesi.

I dati riportati nel grafico n. 2 mostrano che, nel 2007, dei paesi considerati: 57 adottavano il sistema tripartito di cui ben 54 con la Banca centrale nel ruolo di autorità di supervisione del settore bancario; 35 adot-

a) le modalità di implementazione delle regole prudenziali e di condotta degli affari che possono portare alla realizzazione di un *modello unificato*, allorché fossimo in presenza di una competenza spettante ad un’unica autorità, ovvero *separato*, qualora la predisposizione delle due categorie di regole spetti a due agenzie distinte;

b) le modalità attraverso cui il controllo prudenziale è esercitato sui tre settori del mercato finanziario-bancario, mobiliare e assicurativo -, per cui è possibile riscontrare un *modello integrato*, qualora sia competente una stessa autorità, ovvero *specializzato*, allorché la relativa attribuzione spetti a più autorità;

c) il ruolo della Banca Centrale nella regolamentazione finanziaria, in relazione al quale è possibile la realizzazione di quattro tipologie regolative: con la *banca centrale senza alcuna responsabilità di supervisione*, ovvero con *responsabilità di supervisione sul solo settore bancario*, ovvero con *responsabilità di controllo sul settore creditizio condivise con un’altra agenzia*, ovvero come *regolatore unico*.

Grafico n. 2 – *Strutture nazionali di regolamentazione*.

Fonte: PRINGLE, How Countries Supervise their Banks Insurers and Securities Markets 2007, Central Banking Publications.

tavano il sistema duale, di cui 28 con la Banca centrale come autorità di regolamentazione prudenziale; solo 2 il modello “twin peaks” (Olanda ed Australia) e; 49 il sistema di supervisione finanziaria unificato, di cui 10 con la Banca centrale nel ruolo di regolatore unico (negli ultimi anni il numero di paesi ad implementare quest’ultimo modello è notevolmente cresciuto, anche se in molti casi il ruolo di regolatore singolo è stato assunto dalle banche centrali).

Il grafico n. 3 evidenzia che, nel 2007, su 143 paesi, in 50 la Banca centrale non aveva responsabilità di supervisione, in altri 29 essa condiveva la vigilanza bancaria con un’altra agenzia, mentre negli ulteriori 64 essa aveva la responsabilità primaria di supervisione sui settori del mercato finanziario¹¹.

¹¹ In uno studio empirico effettuato su un campione di 102 paesi (MASCIANDARO, VEGA PANSINI, QUINTYN, *The Economic Crisis: Did Financial Supervision Matter?*, in *IMF Working Paper*, novembre 2011, n. 11/261), si dimostra che i cambiamenti nelle strutture (spesso nella direzione del regolatore unico) e nella *governance* di supervisione, introdotti successivamente alla crisi asiatica del 1998, hanno presentato una correlazione negativa con la resistenza del sistema economico all’attuale crisi finanziaria (nel senso che tali cambiamenti non sono stati in grado di prevenirla o mitigarla, come invece si credeva avessero potuto farlo), così come il grado di coinvolgimento delle banche centrali nella vigilanza finanziaria non ha avuto nessun impatto significativo sulla resistenza del sistema alla crisi.

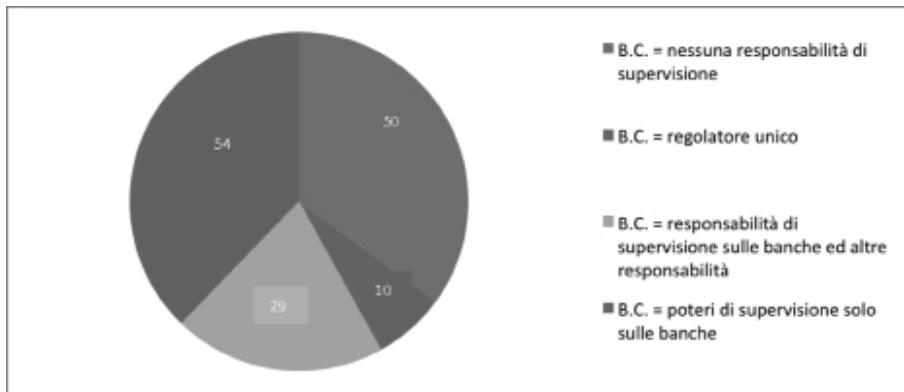


Grafico n. 3 – Le Banche Centrali nella Regolamentazione finanziaria.

Fonte: PRINGLE, How Countries Supervise their Banks Insurers and Securities Markets 2007, Central Banking Publications.

3. Lacune del modello di regolamentazione finanziaria internazionale pre-crisi.

È con lo scoppio del disastro finanziario globale che dalle caratteristiche intrinseche del sistema di regolazione internazionale sono emersi i suoi punti di debolezza e la sua inadeguatezza nella prevenzione, gestione e risoluzione delle crisi.

Con riferimento all'architettura finanziaria globale, l'eccessiva frammentazione dovuta all'esistenza di un complesso *network* di supervisori finanziari internazionali, – ciascuno con la propria competenza confinata ad un determinato segmento del mercato finanziario, accompagnata dalla quasi totale assenza di meccanismi di collegamento e di coordinamento delle sue componenti – ha comportato il fallimento nell'individuazione e nella capacità di risposta ai macro-*trends* che hanno generato il crollo. A ciò si aggiunga, sempre sotto il profilo strutturale, la presenza di un vuoto serio di responsabilità all'interno delle istituzioni internazionali, essendo ciascuna di esse libera di svolgere la propria attività regolativa secondo un proprio calendario senza alcun obbligo di rispondere del proprio operato a qualsivoglia istituzione sovraordinata. Senza contare, poi, la presenza di deboli legami, *ergo* il difetto di informazione reciproca, tra organi competenti delle linee di politica macroeconomica (ministri delle finanze e banche centrali), da una parte, e regolatori, dall'altra. Con riferimento specifico all'Unione Europea, si sottolinea la mancanza di un centro di coordinamento della regolamentazione finanziaria dei mercati dei singoli paesi partecipanti.

Sul fronte specifico della regolamentazione finanziaria internazionale, il fallimento di quest'ultima nel prevenire e fronteggiare i rischi sistemici ai fini della stabilità finanziaria globale si è manifestato all'interno di sei grandi aree strettamente collegate e sovrapposte: quella dei requisiti di capitale, di liquidità e di leva finanziaria ritenuta inadeguata anche e soprattutto per la sua visione microprudenziale; quella concernente il suo "perimetro" considerato troppo ristretto sia sotto il profilo dell'oggetto sia per ciò che concerne la necessaria autorità nel relativo esercizio; quella dei mercati monetari e finanziari globali risultata inefficace in particolare con riguardo ai mercati dei derivati *over-the counter*; quella delle istituzioni ad elevato rischio sistematico (*systemically important financial institutions o SIFIs*) con il connesso problema del "*too big to fail*" manifestatosi inadatta nel valutare, monitorare e gestire l'impatto negativo (dovuto alle loro dimensioni, alla loro complessità ed alle loro interconnessioni) dei relativi crolli finanziari sull'economia mondiale; quella concernente la gestione, il salvataggio e la risoluzione delle crisi finanziarie per la mancanza di efficaci meccanismi in termini di tempestività nell'intervento e di minimizzazione delle conseguenze sistemiche e dei costi per i contribuenti; quella inerente alla volatilità dei flussi di capitale a causa della carenza di adeguati controlli e *policies* prudenziali e macroprudenziali ¹².

Dalla situazione descritta sono scaturite sostanzialmente le seguenti implicazioni di *policy*. Innanzitutto, è nata l'esigenza di riformare *l'architettura degli organismi di regolamentazione finanziaria internazionale* al fine di renderla più capace ed idonea ad agire, attraverso un maggiore coordinamento tra le istituzioni, in *una maniera globale e parallela nei diversi settori del mercato finanziario*.

In secondo luogo, è emersa la necessità di una riforma della *regolamentazione finanziaria internazionale* in termini di maggiore *capacità e rapidità di allineamento* della stessa *all'evoluzione ed alla crescente globalizzazione dei mercati finanziari* (aumento del numero e della tipologia di attività finanziarie dei gruppi *cross-border*).

La chiave di volta verso il rinnovamento della struttura e della regolamentazione finanziaria globale è rinvenibile in una serie di eventi politici

¹² Per approfondimenti sulle lacune della regolamentazione finanziaria nelle aree citate si rinvia a SCHINASI and TRUMAN, *Reform of the Global Financial Architecture*, in *Peter Institute for International Economics Working Paper*, settembre 2010, n. 10-14, disponibile sul sito www.iie.com, p. 10 ss.

rappresentati dai *Summits* dei paesi del G20: di Washington nel 2008, di Londra nel 2009, di Pittsburg nel 2009, di Toronto nel 2010, di Seul nel 2010, di Cannes nel 2011 e da ultimo di Los Cabos nel 2012¹³.

In particolare, nel corso del vertice di Londra del 2 aprile 2009¹⁴, i rappresentanti dei paesi coinvolti, con il preciso intento di arginare gli effetti derivanti dalla crisi e prevenire il suo ripetersi in futuro, hanno proposto un piano di azione concreto diretto alla riorganizzazione del sistema finanziario globale e dell'assetto di regolamentazione internazionale, avendo quali obiettivi fondamentali: il ripristino della fiducia, della crescita e dell'occupazione; la ristrutturazione del sistema; il rafforzamento delle regole finanziarie; la riforma delle organizzazioni finanziarie internazionali; la promozione degli scambi e degli investimenti globali ed il rifiuto di politiche protezionistiche; l'avvio verso una ripresa generale, rispettosa dell'ambiente e sostenibile. In particolare, nella *Declaration on Strengthening the Financial System*¹⁵, sono state individuate dai *leaders* del G20 sostanzialmente cinque aree di intervento per la riforma dei mercati finanziari, accompagnate da un dettagliato piano di lavoro per la tempestiva implementazione delle proposte da parte prima degli *international standards setters* e successivamente dei regolatori nazionali. I cinque Pilastri di Riforma del G20 sono:

- a) il rafforzamento del *regime di trasparenza e responsabilità*, attraverso una richiesta più pressante di requisiti di *disclosure* completi ed accurati dei prodotti finanziari complessi e delle condizioni finanziarie praticate dalle imprese;
- b) la riforma del *sistema di regolamentazione prudenziale*, attraverso il potenziamento delle regole e della supervisione prudenziale e di gestione dei rischi, garantendo che tutti i mercati finanziari, i prodotti scambiati ed i relativi partecipanti siano soggetti a regolamentazione e controllo;
- c) la promozione dell'*integrità dei mercati finanziari*, attraverso il rafforzamento della protezione degli investitori e dei consumatori, la prevenzione dei conflitti di interesse, della manipolazione illegale, delle attività fraudolente e degli abusi di mercato, l'aumento della diffusione delle informazioni;

¹³ La relativa documentazione è consultabile sul sito www.g20.org.

¹⁴ Si veda il documento dal titolo *The Global Plan for Recovery and Reform*, Londra, 2 aprile 2009, pubblicato sul sito www.g20.org.

¹⁵ Firmata dal G20 a Londra il 2 aprile 2009 e pubblicata sul sito www.g20.org.

d) il rafforzamento della *cooperazione internazionale*, attraverso un maggiore coordinamento ed una più significativa collaborazione tra i regolatori nell'ambito di tutti i segmenti del mercato finanziario, segnatamente con riguardo alla prevenzione, alla gestione ed alla risoluzione delle crisi;

e) la riforma delle istituzioni finanziarie internazionali, attraverso: il rinnovamento delle organizzazioni di *Bretton Woods* (i.e. Fondo Monetario Internazionale e Banca Mondiale o Banca dei Regolamenti Internazionali) in termini di *governance*, di mandato e di maggiori finanziamenti; l'istituzione di un nuovo *Financial Stability Board* (FSB), quale successore del *Financial Stability Forum* (FSF), mediante un ampliamento della *membership* e del mandato dell'organismo originario; l'apertura, innanzitutto ai paesi BRICs (Brasile, Russia, India, Cina e, dal 2010, Sud Africa)¹⁶ e ad altri, della compagine sociale delle più rilevanti organizzazioni internazionali competenti per l'elaborazione degli *standards* finanziari multilaterali¹⁷.

Nell'ottica dei firmatari della dichiarazione, gli interventi di rinnovamento attuati sulla base delle loro proposte dovrebbero contribuire alla costruzione di un sistema finanziario “*more resilience*”, in grado di fron-

¹⁶ Il BRICs è un'organizzazione politica delle economie emergenti fondata nel 2006. Il termine BRIC fu coniato nel 2001 per indicare quattro paesi così avanzati da non poter essere considerati come paesi del terzo mondo, ma non abbastanza sviluppati da acquisire lo *status* di paesi ricchi. Sul piano economico ciò che accomuna questi paesi emergenti è: l'aumento demografico, i continui incrementi di produttività, la crescita del reddito ed una domanda interna in rapida espansione tanto da diventare mercato di consumo dei prodotti occidentali. Tuttavia, la diversità tra i loro sistemi economici potrebbe introdurre elementi di contrasto tra questi paesi. Il Brasile, l'India, la Russia ed il Sud Africa hanno con la Cina un rapporto commerciale basato essenzialmente sulle esportazioni delle loro materie prime, quindi su un rapporto squilibrato verso la Cina. Inoltre, essi temono che la svalutazione perseguita dalla Cina possa colpire le loro esportazioni. La Russia, poi, è favorita dall'aumento dei prezzi del petrolio e delle materie prime. La Cina critica gli aumenti di questi prezzi e il Sud Africa deve sfidare la presenza di numerose aziende dei paesi BRIC in tutta l'Africa. Sul fronte politico, si tratta di un insieme di paesi con diversi sistemi che vanno dalle democrazie all'autoritarismo.

¹⁷ In aggiunta, i *Leaders* del G20 raccomandano: un maggiore coordinamento tra l'attività del FSB e quella dell'IMF; una riforma del sistema di regolamentazione che tenga conto dei rischi di natura macro-prudenziale; l'estensione della regolamentazione e della supervisione che copra anche gli *hedge funds*; maggiore attenzione per i paradisi fiscali; il miglioramento degli *standards* contabili; l'ampliamento della vigilanza sulle agenzie di *rating* e la regolamentazione dei conflitti di interesse. Per approfondimenti sulle decisioni assunte dai paesi del G20, in particolare nei vertici di Londra e di Pittsburg, si veda *Il G20 e la cooperazione economica internazionale*, in Banca d'Italia, *Relazione annuale*, 2009, p. 37 ss., consultabile sul sito www.bancaditalia.it.

teggiare i bisogni delle economie nazionali, di ridurre l'azzardo morale, di limitare il propagarsi del rischio sistematico, di sostenere una crescita economica solida e durevole.

In seguito al *summit* di Londra del G20, anche il nuovo FSB ed i suoi membri hanno avanzato un dettagliato programma di riforme finanziarie basato su chiari principi e su un preciso calendario per l'implementazione da parte degli organismi internazionali competenti, destinato ad assicurare che una crisi della portata di quella attuale non si verifichi mai più.¹⁸ Come si legge nel *Report* dal titolo *Improving Financial Regulation*, l'obiettivo del FSB “[...] è quello di creare un sistema finanziario più disciplinato e meno pro-ciclico in grado di supportare in modo migliore una crescita economica, bilanciata, sostenibile.”

A tal fine, il piano di rinnovamento finanziario del FSB prevede sostanzialmente: più elevati requisiti di quantità e qualità di capitale e di liquidità delle istituzioni finanziarie; maggiore trasparenza, regolamentazione e controllo degli *hedge funds*, delle agenzie di *rating*, dei derivati *over-the-counter* (non quotati) e delle imprese “*too big to fail*”; miglioramento dei principi internazionali di contabilità (in particolare del principio del *fair value*)¹⁹ e degli schemi di remunerazione che incrementino la trasparenza e limitino gli incentivi verso un'eccessiva assunzione dei rischi²⁰; maggiore scambio di informazione, cooperazione e coordinamento tra le organizzazioni finanziarie internazionali, le autorità di controllo e di regolamentazione nazionali, le banche centrali, onde rafforzare la loro capacità di far fronte ai rischi. In aggiunta, il FSB si è

¹⁸ I numerosi rapporti e documenti del FSB, cui è seguita l'azione dei diversi *international standards setting bodies*, sono disponibili per la consultazione sul sito www.financialstabilityboard.org. Si vedano, in particolare, il primo *Report* del FSB dal titolo *Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 aprile 2008, ed il *Report* del FSB ai *Leaders* del G20 dal titolo *Improving Financial Regulation*, 25 settembre 2009.

¹⁹ La crisi ha evidenziato le difficoltà di applicare il *fair value* in situazioni di illiquidità dei mercati, in quanto quest'ultima condizione rende ardua una valutazione attendibile delle poste di bilancio ed incerte le stime basate sui modelli cui si ricorre in assenza di valutazioni di mercato.

²⁰ Tra le cause della crisi è stato sottolineato il ruolo svolto – soprattutto nelle grandi banche internazionali – da incentivi distorti: schemi di remunerazione legati ai risultati di breve periodo, scarso coinvolgimento degli organi di vertice nelle scelte strategiche, debolezza dei controlli interni, insufficiente circolazione delle informazioni nell'organizzazione aziendale. Il FSB ha emanato principi volti ad assicurare che i sistemi di remunerazione adottati dalle istituzioni finanziarie a rilevanza sistematica siano coerenti con i loro obiettivi di lungo termine e con un'assunzione prudente dei rischi.

impegnato a monitorare da vicino l'implementazione delle linee guida concordate a livello internazionale per migliorare la stabilità finanziaria, onde garantire che queste siano pienamente e significativamente attuate in tempi ragionevoli per evitare l'aggravarsi della crisi in atto ²¹.

Molte delle riforme raccomandate dai *leaders* del G20 e dal FSB sono state implementate ed altre sono di prossima attuazione, ma il quadro non è ancora completo, in quanto un'implementazione compiuta di tutto l'insieme delle proposte richiede tempo e perseveranza. In un'economia di mercato globalmente integrata, dove le preoccupazioni per un *level playing field* e le pressioni protezionistiche diventano reali, è di vitale importanza che i paesi del G20 supportino in maniera congrua lo sviluppo delle *policies* internazionali in corso e segnalino la propria determinazione ad attuare in modo completo e consistente la rinnovata regolamentazione finanziaria a livello nazionale.

Ciò detto, passiamo ad analizzare le riforme già attuate e di prossima realizzazione riguardanti sia l'architettura delle organizzazioni finanziarie internazionali sia la regolamentazione finanziaria multilaterale, per poi verificare se, ai fini di una migliore *governance* – *ergo* di una maggiore stabilità – dei mercati finanziari globali, sia necessario prospettarne ulteriori.

4. La struttura delle organizzazioni finanziarie globali: riforme attuate, in corso e in prospettiva.

4.1. Riforme attuate.

In seguito al processo di ristrutturazione intrapreso sin dal 2009, l'architettura finanziaria internazionale oggi fa perno su tre organismi: il G20, il riformato Fondo Monetario Internazionale (*International Monetary Found* - IMF) ed il *Financial Stability Board* (FSB).

Il G20 è un gruppo politico informale stabile che include 19 paesi e l'Unione Europea. Esso, dopo la crisi finanziaria, ha assunto il compito principale di rafforzare, riformare e supervisionare l'efficace ed effettivo funziona-

²¹ Per un'analisi più dettagliata delle linee di riforma individuate dal FSB si rinvia al rapporto preparato per l'APEC *Finance Centre di Melbourne*, Australia Centro Studi APEC e RMIT University da DAVIS, *Regulatory Reform post the Global Financial Crisis: An Overview*, marzo 2011, disponibile su www.australiancentre.com., p. 9 ss.; SARCINELLI, *Pasata e futura regolamentazione per prevenire una crisi finanziaria sistemica*, in *Moneta e credito*, 2010, p. 14 ss.

mento della struttura regolativa finanziaria globale, in particolare attraverso una regolamentazione potenziata basata su *standards* internazionali.

Il rinnovato IMF è un'organizzazione internazionale con una *membership* universale basata sul sistema delle quote. In aggiunta ai suoi compiti tradizionali, con riguardo specifico al settore finanziario la sua competenza consiste nel sorvegliare (*surveillance*) e contribuire all'implementazione dei principi globali.

Il FSB è il successore del FSF (*Financial Stability Forum*), che ora, in seguito all'ampliamento della *membership*, include i rappresentanti di 24 paesi, in aggiunta ad istituzioni finanziarie internazionali ed agli *standards setters* medesimi. In seguito alla riforma, il suo mandato consiste nel coordinare il processo di progettazione degli *standards* e nel supervisionare gli organismi competenti ai fini della relativa emanazione.

Gli altri attori coinvolti nella struttura sono: da una parte, le istituzioni incaricate della predisposizione delle regole finanziarie globali (*standards setters*), che differiscono sia nella composizione sia nella natura legale e, dall'altra, le giurisdizioni nazionali, che, con la rilevante eccezione dell'Unione Europea, hanno l'esclusiva competenza ad incorporare i principi finanziari internazionali nella propria legislazione, nella propria regolamentazione e nel proprio processo di supervisione nazionale.

Il grafico n. 4 evidenzia la posizione ed il ruolo delle citate organizzazioni nella promozione di un *international standards regime* a livello globale.

L'assetto regolativo globale del settore finanziario, dunque, anche dopo la sua ristrutturazione risulta costituito da una pluralità di organizzazioni estremamente differenti sotto i profili della relativa *membership*, della relativa missione e del relativo stato legale, deputate, con diverse mansioni, alla costruzione di un regime internazionale basato su regole standardizzate ed alla sua implementazione su scala mondiale.

Il grafico n. 5 mette in luce la posizione attuale di ciascuna organizzazione multinazionale e degli *standards setters*²² nella struttura di regolamentazione finanziaria globale nonché i rapporti tra gli stessi derivanti o dalla partecipazione alle rispettive compagnie sociali ovvero dalla necessità di collaborazione ai fini dell'elaborazione delle regole internazionali. Nella tabella n. 1 sono indicate, invece, le cinque categorie in cui

²² Più precisamente di quanto indicato nel testo, all'interno dell'organizzazione di supervisione finanziaria internazionale hanno il ruolo di *international standards setters* i seguenti organismi: BCBS, CGFS, CPSS, FAFT, IAIS, IASB, IAASB, IMF, IOSCO, OECD, CPSS-IOSCO Task Force on Securities Settlement Systems, BCBS Transparency Group, IOSCO Working Party on the Regulation of Financial Intermediaries, IFSB-BCBS.

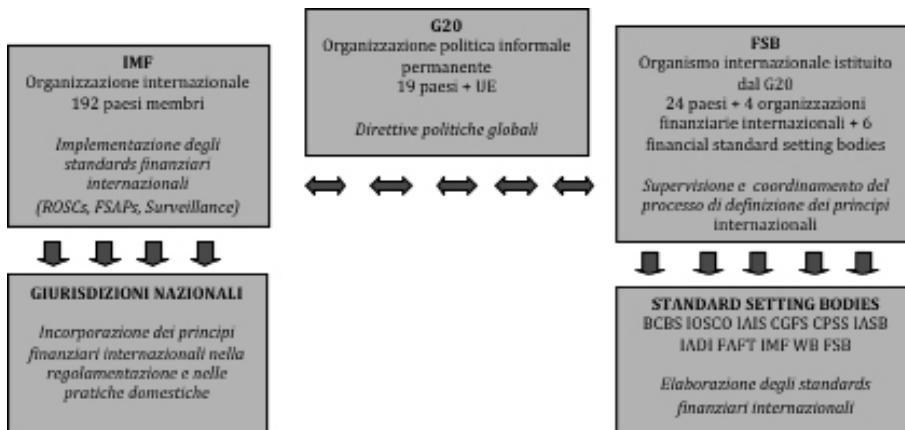


Grafico n. 4 – Architettura finanziaria internazionale – Struttura generale 24 paesi + 6 organizzazioni finanziarie internazionali

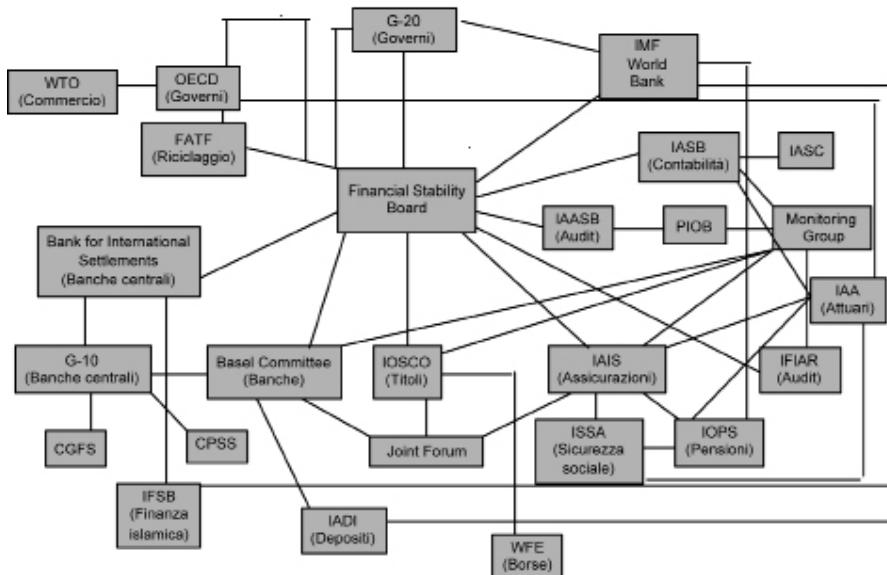


Grafico n. 5 – Struttura dei Comitati Internazionali – Una panoramica dei Regolatori dopo la crisi finanziaria globale.

possono essere raggruppate le organizzazioni internazionali in relazione alla loro natura - 1) istituzioni governative informali; 2) istituzioni governative formali; 3) istituzioni di banche centrali; 4) istituzioni di regolatori; 5) associazioni di categorie professionali, con la specificazione degli organismi inclusi in ciascuna di esse.

Tabella n. 1 – *Architettura Finanziaria Globale – Natura delle Organizzazioni Internazionali.*

Istituzioni governative informali	G7, G8, G20 (<i>più i governatori delle banche centrali</i>)
Istituzioni governative formali	OECD (<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>), FAFT (<i>Financial Action Task Force</i>), World Bank , IMF (<i>International Monetary Fund</i>), ISSA (<i>International Social Security Association</i>)
Istituzioni di banche centrali	G10 , CPSS (<i>Committee on payment and settlement systems</i>), CGFS (<i>Committee on the Global Financial System</i>), BIS (<i>Bank for International Settlements</i>)
Istituzioni di regolatori	FSB (<i>Financial Stability Board</i>), BCBS (<i>Basel Committee on Banking Supervision</i>), IOSCO (<i>International Organization of Securities Commissions</i>), IAIS (<i>International Association of Insurance Supervisors</i>), Joint Forum (<i>BCBS + IOSCO + IAIS</i>), IOPS (<i>International Organization of Pension Supervisors</i>), IFIAR (<i>International Forum of Independent Audit Regulators</i>), IFSB (<i>Islamic Financial Services Board</i>), Monitoring Group (<i>composto da membri della Commissione Europea, dell'IMF, di IOSCO e della WB</i>) responsabile della supervisione sull'attività degli standards setting bodies in materia di auditing e countability
Associazioni di categorie professionali	IADI (<i>International Association of Deposit Insurers</i>), WFE (<i>World Federation of Exchanges</i>), IAA (<i>International Actuarial Association</i>), IFRS (<i>International Financial Reporting Standards</i>) Foundation , di cui è parte lo IASB (<i>International Accounting Standards Board</i>) - prima denominato IASC (<i>International Accounting Standards Committee</i>) - quale organismo responsabile dell'emanazione dei principi contabili internazionali, IFAC (<i>International Federation of Accountants</i>), che include lo IAASB (<i>International Auditing and Assurance Standards Board</i>), organismo indipendente specificamente dedicato a predisporre gli standards internazionali in materia di auditing, revisione, controllo di qualità, e sottoposto alla supervisione del PIOB (<i>Public Interest Oversight Board</i>)

Dal confronto della *Global Financial Architecture* attualmente esistente con quella vigente fino alla crisi (grafico n. 1) si evince che nulla o quasi è cambiato per ciò che concerne il numero delle istituzioni internazionali coinvolte. Le modificazioni, come vedremo tra breve, hanno, infatti, inciso sulle *governance* e sui mandati di alcune di queste organizzazioni, al fine di migliorarne e rafforzarne il ruolo nella struttura globale, e sono state accompagnate dall'occupazione da parte del G20 della posizione che, all'interno del sistema finanziario, era, prima della crisi, detenuta dai paesi del G7.

Per ciò che concerne il profilo funzionale di queste istituzioni, segnatamente con riferimento alla pianificazione, all'elaborazione ed all'implementazione delle regole finanziarie internazionali, le modificazioni e le innovazioni hanno interessato più che altro le tipologie di organismi globali competenti per l'esercizio di tali attività nonché gli strumenti che questi hanno a disposizione per promuovere ed accelerare l'effettiva diffusione di un *international standard regime* su scala mondiale. *Nihil sub sole novi*, invece, per ciò che concerne l'*iter* procedurale inerente alla costruzione di un quadro regolativo multilaterale, che continua ad articolarsi in una pluralità di fasi coinvolgendo una molteplicità di organizzazioni internazionali e di regolatori globali e nazionali, con conseguente rallentamento nella concreta attuazione delle regole standardizzate. Più precisamente, oggi il procedimento di predisposizione della regolamentazione multilaterale in materia finanziaria si articola in quattro fasi, per ciascuna delle quali sono state individuate in modo specifico le organizzazioni ed regolatori chiamati allo svolgimento di compiti determinati. Si parte (fase 1) dagli accordi di regolamentazione finanziaria internazionali promossi dai paesi del G20²³; istituzione quest'ultima che, dopo la crisi del 2007, ha assunto un ruolo pilota nella promozione delle riforme finanziarie secondo un ben preciso piano di azione diretto al rafforzamento del sistema finanziario dal medesimo redatto. Per conseguire questo obiettivo, il G20 ha ritenuto opportuno rimpiazzare il FSF con un potenziato FSB, il quale, nel processo di preparazione delle regole internazionali, assume il compito precipuo di effettuare, insieme all'IMF ed alla *World Bank* (WB), analisi tematiche²⁴ sugli aspetti e sulle caratteristiche rilevanti di ciascun segmento (bancario, mobiliare ed assicurativo) del mercato finanziario (fase 2). Sulla base delle valutazioni che emergono dalle analisi tematiche, gli *standards setters* propri di ciascun settore²⁵ elaborano i principi internazionali generalmente accettati come requisiti minimi per le corrette

²³ Prima della crisi finanziaria globale era il G7 a promuovere le iniziative in materia finanziaria.

²⁴ Attraverso le *peer reviews* delle regole finanziarie dei singoli paesi e le analisi dei sistemi finanziari dei singoli Stati effettuati dall'IMF e dalla WB con i FSAPs (*Financial Stability Assessment Program*). Per maggiori dettagli sul contenuto di tali strumenti, rinviamo alla trattazione successiva.

²⁵ Tra gli *standards setting bodies* i più importanti sono: il BCBS per il settore bancario, lo IOSCO per il settore mobiliare, lo IAIS per il comparto assicurativo, lo IADI per l'assicurazione dei depositi, lo IASB ed il FASB per la predisposizione dei principi contabili.

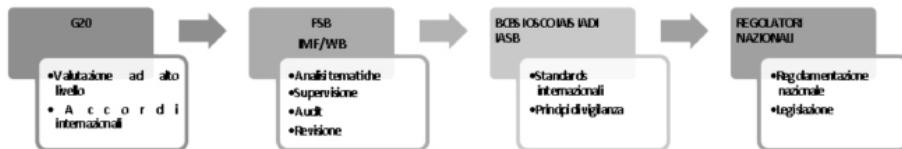


Grafico n. 6 – *Il ruolo degli organismi internazionali e nazionali nel processo di regolamentazione globale.*

pratiche finanziarie (fase 3)²⁶. Infine (fase 4), intervengono i regolatori nazionali con l'implementazione e l'*enforcement* degli *standards* globali sul piano nazionale.

Il grafico n. 6 illustra, in modo schematico, le organizzazioni internazionali che, in seguito all'opera di riordino dell'assetto regolativo finanziario, attualmente sono coinvolte nella varie fasi in cui si articola il processo di regolamentazione globale nonché le competenze spettanti a ciascuna di queste.

Da quanto finora riportato in merito alle riforme attuate nel sistema regolativo finanziario internazionale risulta evidente che, nonostante i miglioramenti da esse derivanti sotto il profilo strutturale e funzionale, molte delle debolezze intrinseche alla sua organizzazione permangono. Tra queste in particolare ricordiamo: l'eccessiva complessità, dovuta anche alla numerosità sicuramente ridondante, del *network* di istituzioni deputate alla progettazione degli *standards* internazionali intersecantisi a diversi livelli e posizioni; le attività settoriali di queste organizzazioni e, perciò, la parziale conoscenza dei problemi finanziari da parte di ciascuna di esse; la difficoltà di cooperazione e collaborazione tra le stesse; l'assenza di una reale autorità di coordinamento internazionale; la limitata responsabilità delle istituzioni internazionali; la scarsa autorità ed il difetto di legittimità delle stesse; i deboli legami tra fautori delle politiche macroeconomiche (ministri delle finanze e banche centrali), da una parte, e regolatori, dall'altra.

²⁶ Il FSB ha individuato “12 Key Standards for Sound Financial System” (*Compendium*), internazionalmente accettati come rilevanti per il corretto, stabile e sano funzionamento dei sistemi finanziari. Questi sono suddivisi in tre aree (*Policy Transparency, Financial Regulation and Supervision, Market Integrity*) e si riserva agli stessi la priorità nell'implementazione tenuto conto delle circostanze concrete di ciascun paese. Dal 2011 sono inseriti tra gli *standards* di prioritaria implementazione anche i *Core Principles for Effective Deposit Insurance System*, elaborati dallo IADI e dal BCBS.

Di fatto queste carenze derivano da un difetto di fondo del sistema di regolamentazione finanziaria globale: questo non rappresenta altro che un difficile e quanto mai confuso compromesso tra la necessità dei mercati finanziari di un coordinamento su scala mondiale ed il protezionismo dei governi nazionali, preoccupati di perdere il controllo dei propri sistemi finanziari, considerati dagli stessi essenziali per il corretto funzionamento delle economie domestiche ²⁷. È da ciò che discende il suo vero punto debole, ovvero l'assenza di un qualsiasi tipo di gerarchia tra le organizzazioni che la compongono ovvero di un organismo centrale di qualsivoglia natura che abbia l'autorità e la legittimità a richiedere alle altre istituzioni di agire in qualunque momento. Anche il FSB, al quale, come vedremo, è stata riconosciuta una posizione centrale nella rinnovata ossatura della regolamentazione e della supervisione finanziaria globale, utilizza – e solo questo è legittimato a fare! – nei confronti dei regolatori nazionali e soprattutto degli *standards setting bodies* che sono i suoi principali interlocutori esclusivamente la *moral suasion*, non essendo allo stesso riconosciuto alcun potere di imposizione ²⁸.

Ciò detto, appare affatto evidente che l'architettura regolativa internazionale in campo finanziario debba essere ulteriormente migliorata, sia sotto il profilo organizzativo sia sotto l'aspetto funzionale, a livello nazionale, regionale e globale. Al fine di individuare la direzione del suo futibile cambiamento è necessario, come autorevolmente suggerito ²⁹, tentare di dare una risposta a quattro questioni preliminari: a) se in campo di regolamentazione finanziaria internazionale è fattibile la costituzione di un'autorità mondiale unica sul modello della *World Trade Organization* (WTO) e perché finora non è stata attuata una soluzione di questo tipo; b) se e quali sono stati gli errori compiuti a livello di collaborazione internazionale e come porvi rimedio; c) se i cambiamenti decisi e promossi dai paesi del G20 produrranno effettivamente i risultati auspicati; d) quali dovranno essere le modifiche a livello regionale e locale perché la regolamentazione finanziaria globale sia implementata e funzioni in ambito nazionale.

²⁷ Come sottolineato da ROTTIER and VÉRON (*Not All Financial Regulation is Global*, in *Peterson Institute for International Economics Policy Brief*, n. 10-22, settembre 2010, p. 1, disponibile su www.iie.com): “*All politics is local, [...], but all economics is global, and regulation is one area where these two realities meet in conflict. This is particularly true for financial regulation in the wake of the unprecedented financial crisis.*”

²⁸ Cfr. PRESTI, *Mezzi e fini nella nuova regolazione finanziaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, p. 226.

²⁹ Da DAVIES, *Global Financial Regulation after the Credit Crisis*, in *Global Policy*, London School of Economics and Political Science and John Wiley & Sons Ltd, 2010, p. 185 ss.

4.2. La mancanza di un *Single Global Financial Regulator*.

Cominciamo dalla prima questione da chiarire al fine di prospettare modificazioni fattibili nel sistema di supervisione finanziaria internazionale. Per sciogliere ragionevolmente ogni dubbio in merito alla potenziale e realizzabile – in relazioni alla congiuntura attuale – creazione di un'unica autorità mondiale di regolamentazione finanziaria occorre partire dall'individuazione delle ragioni per cui fino ad ora non si è provveduto alla sua costituzione e soprattutto chiedersi se queste ragioni permarranno in futuro o potranno essere realmente rimosse.

Anche nei giorni più bui della crisi nell'autunno del 2008, mentre i capi di governo lamentavano la mancanza di un'effettiva ed efficace supervisione dei mercati finanziari, nessuno tra essi ha osato proporre la soluzione prospettata, forse ragionevolmente, da numerosi economisti (soprattutto dopo la crisi asiatica del 1998), secondo cui “[...] *for efficient regulation the domain of the regulator should be the same as the domain of the market that is regulated*”³⁰. In altri termini, nessuno tra essi è giunto nemmeno vagamente a vagliare la possibilità di istituire un'unica autorità sopranazionale di regolazione con il compito di predisporre gli *standards* finanziari ed il potere di imporne l'implementazione da parte di tutti i paesi e le giurisdizioni collegati a livello globale³¹, compresi i

³⁰ Così ritiene EATWELL, *The challenges Facing International Financial Regulation*, presentato alla *Western Economic Association*, luglio 2001, p. 1, disponibile su www.financialpolicy.org. L'Autore enfatizza la necessità di costituzione di una *World Financial Authority* già all'indomani della crisi finanziaria del 1998 causata dal crollo delle economie asiatiche del 1997. Per approfondimenti si rinvia a EATWELL and TAYLOR, *Global Finance at Risk: the Case for International Regulation*, New York, 2000. Anche dopo la più recente crisi internazionale, molti autori in EICHENGREEN and BALDWIN (eds.), *What G20 Leaders Must Do to Stabilise our Economy and Fix the Financial System*, Centre for Economic Policy Research, Londra, 2008, disponibile su www.voxeu.org., hanno proposto la costituzione di un unico regolatore globale almeno per le grandi istituzioni con un alto rapporto di indebitamento e per le banche con significative attività *cross-border*. Dal lavoro sviluppato da Eatwell e Taylor è scaturita un'accesa discussione tra gli accademici che, come vedremo nel corso dell'indagine, ha portato molti a sostenere ed avvalorare tesi contrarie alla realizzazione di un modello regolativo internazionale basato su una *World Financial Authority*.

³¹ La parte del sistema finanziario esente da connessioni internazionali potrebbe rimanere regolata a livello nazionale.

centri *offshore*; un regolatore finanziario globale in grado come tale di produrre una regolamentazione finanziaria più conforme e coerente ai mercati internazionali, idonea, quindi, ad evitare il ripetersi di crisi finanziarie come quella che stiamo attraversando³².

Una ragione parziale per cui in campo finanziario la crisi non ha condotto a tale esito può essere rintracciata nel fatto che, anche dopo le riforme conseguenti al dissesto globale, nessuna tra le esistenti organizzazioni internazionali è, per ragioni differenti, ancora all'altezza di assumere la posizione e di esercitare le funzioni di autorità finanziaria mondiale.

Ciò vale innanzitutto per l'IMF e per la Banca Mondiale (WB) per una serie di motivi. Innanzitutto, nessuna delle due organizzazioni internazionali citate è un regolatore finanziario per ciò che concerne la fissazione dei requisiti di capitale per le banche, delle pratiche di scambio, dei requisiti di solvibilità per le assicurazioni o degli *standards* contabili. In secondo luogo, le stesse assumono la veste di supervisori con il compito di controllare l'applicazione domestica degli *standards* internazionali (in particolare l'IMF) e di monitorare fino a che punto le regolamentazioni dei diversi paesi sono in linea con i medesimi, ma non hanno alcuna legittimità a sanzionare coloro che non si conformino a tali principi.

D'altro canto, nemmeno tra gli *standards setters* esiste un organismo che potrebbe assumere il ruolo di *global single regulator*, *in primis* perché ciascuno di essi ha una competenza regolativa settoriale e, quindi, una visione parziale del mercato finanziario globale. A ciò si aggiunge la mancanza di legittimità e di autorità politica che dovrebbe essere connaturata alla veste di regolatore universale: il BCBS, lo IOSCO o altri regolatori internazionali operano sulla base del raggiungimento del consenso tra i propri membri, che si impegnano a conformarsi agli *standards* multilaterali esclusivamente su base volontaria.

Lo stesso discorso può essere fatto con riferimento al FSB. La riforma dell'ex FSF promossa dal G20 di Londra ha rafforzato la posizione del nuovo FSB all'interno dell'architrave regolativa e di supervisione finanziaria globale, segnatamente mediante tre modifiche di tipo strutturale e funzionale. Ci riferiamo innanzitutto, all'ampliamento della sua *membership* – dall'iniziale composizione limitata al G7 – al G20, alla Spagna

³² Per l'area del commercio di prodotti e servizi, invece, i governanti hanno concluso che i loro interessi collettivi sarebbero stati meglio serviti dalla concessione di elementi della propria sovranità ad un organismo internazionale, la *World Trade Organization*.

ed alla Commissione Europea³³ che, in uno con la fissazione della sua responsabilità formale verso il G20, dovrebbe, se non risolvere, quanto meno indirizzare alcuni dei suoi precedenti problemi di legittimità, attraverso: una maggiore focalizzazione su *standards* internazionali basati su principi generali piuttosto che su regole di dettaglio, il rafforzamento della voice dei membri dei paesi emergenti ed in via di sviluppo all'interno della sua organizzazione, il tentativo di dialogare e coinvolgere anche gli stati non membri. In secondo luogo, il G20 ha assegnato al FSB nuovi e più efficaci strumenti volti ad incoraggiare la *compliance* con gli *standards* finanziari internazionali quali: il vincolo per i propri membri di regolari (ogni cinque anni) *Financial Sector Assessment Programs* (FSAPs)³⁴, di pubblicare le valutazioni effettuate congiuntamente dall'IMF e dalla WB attraverso i *Reports on the Observance of Standards and Codes* (ROSCs)³⁵ e di implementare i principi finanziari internazionali; il nuovo procedimento delle *peer reviews* per i paesi che ne fanno parte³⁶ e; nuovi meccanismi volti a promuovere l'aderenza agli *standards* internazionali e la cooperazione dei paesi non membri. Infine, la capacità del FSB di affrontare problemi macroprudenziali è stata poten-

³³ Più precisamente il FSB oggi comprende: tutti i paesi del G20, Olanda, Singapore, Svizzera e Spagna, tutti gli *international standards setters* e le maggiori *international financial institutions* (*Bank for International Settlements, European Central Bank, European Commission, International Monetary Fund, Organization for Economic Coordination and Development, The World Bank*).

³⁴ Il FSAP è un documento redatto per ciascun paese congiuntamente dall'IMF e dalla WB e consiste in una valutazione, basata su un'approfondita analisi, dei relativi sistemi finanziari. Le valutazioni nel FSAP includono due componenti: una valutazione della stabilità finanziaria, di competenza del Fondo, ed una valutazione dello sviluppo finanziario, di cui è responsabile la WB. Il FSAP comprende altresì una valutazione dettagliata dell'osservanza dei codici e degli *standards* rilevanti per il settore finanziario. L'obiettivo delle *peer reviews* del FSB è quello di esaminare i passi fatti o pianificati dalle autorità nazionali per indirizzare le raccomandazioni contenute nel FSAP dell'IMF e WB concernenti la regolamentazione e la supervisione finanziaria nonché le infrastrutture istituzionali e di mercato. A differenza del FSAP, una revisione tra pari non analizza la struttura del sistema finanziario o le *policies* di un paese né offre una valutazione delle sue vulnerabilità congiunturali o della sua osservanza degli *standards* finanziari internazionali.

³⁵ I ROSCs sono valutazioni del grado di implementazione da parte di ogni singolo paese dei principi internazionali. Per tale valutazione l'IMF e WB fanno riferimento alle 12 aree di *standards* finanziari globali individuate dal FSB.

³⁶ Lo strumento delle *peer reviews* per la valutazione dell'aderenza agli *standards* internazionali attribuisce in via speculare al FSB il potere di intraprendere azioni e di esercitare *peer pressures* se l'implementazione è carente.

ziata dalla recente chiarificazione della responsabilità degli *standards setters* verso il medesimo (attraverso il potere del FSB di coordinare la loro attività e l'impegno di questi ultimi di riferire periodicamente al FSB in merito al proprio lavoro), dal riconoscimento al FSB del potere di definire esso stesso *standards* a livello internazionale diretti ad attenuare la prociclicità di molte delle attuali norme ed a regolamentare i problemi che pongono le istituzioni ad elevato rischio sistematico (SIFIs), dalla maggiore attenzione prestata al c.d. rischio di *private sector capture* dei regolatori finanziari.

Le riforme descritte che, tra l'altro, portano con sé ulteriori sfide e problemi di organizzazione, di *governance* e di responsabilità da indirizzare e risolvere³⁷, sono state condotte certamente con il fine di rafforzare il ruolo del FSB nella costruzione di un “*international standards regime*” e nel miglioramento della *compliance* con gli *standards* finanziari internazionali³⁸ in risposta alla recente crisi finanziaria globale, ma sicuramente non allo scopo di creare un'autorità finanziaria mondiale unica, che assuma la posizione di “quarto pilastro” all'interno della *governance* economica globale accanto all'IMF, alla WB e al WTO. Nonostante i miglioramenti della sua struttura e del suo mandato, permangono, infatti, per il FSB significativi difetti di legittimità, di autorità e di capacità. Sotto il primo profilo, quello della legittimità, la sua *membership* non è certamente diventata universale come per le altre tre istituzioni internazionali citate: la sua composizione rimane limitata ad uno strano mix di banchieri centrali, ministri delle finanze, regolatori e supervisori di un ancora relativamente ristretto gruppo di paesi, il che

³⁷ Per un'approfondita analisi dei problemi che probabilmente scaturiranno dai cambiamenti descritti nonché delle possibili soluzioni ai medesimi, si rinvia a HELLEINER, *The Financial Stability Board and International Standards*, in *CIGI G20 Papers*, n.1, giugno 2010, *passim*, consultabile sul sito www.cigionline.org/; ID., *What role for the New Financial Stability Board? The Politics of International Standards after the Crisis*, in *Global Policy*, vol. 1, n. 3, ottobre 2010, p. 286 ss.

³⁸ Al momento della creazione del FSF, i principali strumenti diretti ad incoraggiare l'implementazione degli *standards* finanziari internazionali si basavano esclusivamente su un meccanismo di controllo e monitoraggio delegato per il tramite delle valutazioni dei sistemi finanziari nazionali e dei livelli di *compliance* dei diversi paesi effettuate dall'IMF e dalla WB rispettivamente attraverso i FSAPs ed i ROSCs. La mancanza di misure sanzionatorie nei confronti delle giurisdizioni *non-complying* ha determinato il fallimento nel raggiungimento dell'obiettivo. Da ciò è scaturita la necessità di attribuire al FSB i quattro meccanismi di cui abbiamo detto volti ad incentivare *ex ante* l'implementazione del quadro regolativo internazionale.

impedisce che le sue raccomandazioni in merito all'implementazione degli *standards* finanziari internazionali siano accettate su scala mondiale. Per ciò che concerne la sua autorità, abbiamo non a caso parlato di "raccomandazioni" del FSB, in quanto a tale organizzazione non è stato riconosciuto alcun potere di imporre l'implementazione degli *standards* né alcun potere di comandare, ai suoi membri né tanto meno ai non membri, sanzioni nel caso di mancata *compliance*³⁹. D'altro canto, anche l'impegno dei suoi componenti di implementare i principi internazionali si traduce, di fatto, in un debole indurimento della natura di "soft law" di questi ultimi, in quanto ai membri del FSB non si associa alcuna obbligazione di tipo statutario⁴⁰. Infine, nonostante il riconoscimento di compiti macroregolamentari di prevenzione delle crisi finanziarie, la sua capacità risulta comunque limitata dalla sua natura di organizzazione informale (la sua costituzione non è stata ratificata da alcuna legge nazionale né da alcun trattato internazionale) con conseguente mancanza di un qualsivoglia potere formale (esso non è un legislatore). Ed anche nei confronti degli *international standards setters*, il potere del FSB di condurre revisioni strategiche del loro lavoro e di coordinarne l'attività e lo speculare dovere degli organismi di regolamentazione internazionale di riferire periodicamente al medesimo, non si traducono in poteri ed obblighi formali in quanto, come chiarito più volte dal G20 e sottolineato anche nello statuto del FSB, " [...] *This process should not undermine the independence of the standard setting process but strengthen support for strong standard setting by providing a broader accountability framework.*"

³⁹ A ciò si aggiunga che nemmeno l'area del vincolo di implementazione è stata circoscritta formalmente. Al momento della creazione del FSB, i *Leaders* del G20 hanno chiarito che la stessa debba comprendere quantomeno il *Compendium* dei 12 key *standards* individuato dallo stesso FSB.

⁴⁰ In proposito il nuovo statuto del FSB, revisionato da ultimo nel 2012 (si veda FSB, *Report to the G20 Los Cabos Summit on Strengthening FSB Capacity, Resources and Governance*, 18-19 giugno 2012, p. 8, consultabile sul sito www.financialstabilityboard.org), per i paesi membri dell'organismo prevede quanto segue: "[...] *Member jurisdictions commit to: a) pursue the maintenance of financial stability; b) maintain the openness and transparency of the financial sector; c) implement international financial standards; d) agree to undergo periodic peer reviews, using among other evidence IMF/World Bank public Financial Sector Assessment Program reports; e) take part in implementation monitoring of agreed commitments, standards and policy recommendations. The FSB will periodically report on the degree of adherence by the Members to these commitments and the evaluation process.*"

Ciò detto, forse, come da taluni sostenuto ⁴¹, la sola organizzazione internazionale potenzialmente candidata a rivestire la posizione di *global financial regulator* sarebbe rintracciabile nella *Bank for International Settlements* (BIS), attesa la presenza delle seguenti peculiarità: il suo coinvolgimento nella regolamentazione del rischio sistematico nei mercati finanziari, l'alta qualità delle sue analisi ed i suoi stretti legami con le banche centrali e le autorità monetarie (che ne sono membri) ⁴² nonché gli organismi di regolamentazione (alcuni dei quali – BCBS, CGFS, CPSS – costituiscono comitati permanenti all'interno della medesima ed altri – FSB, IAIS, IADI – hanno presso la sua sede il proprio segretariato). Tuttavia, l'assunzione di questa veste richiederebbe la realizzazione di due precondizioni analoghe a quelle evidenziate per il FSB: l'universalità della sua *membership*, con un'adeguata rappresentanza nel suo *board, management* e *staff* dei paesi in via di sviluppo in relazione al loro peso nell'economia mondiale, onde consentire alla BIS di acquisire una reale credibilità multilaterale; il riconoscimento in capo alla medesima di una maggiore autorità nell'imporre i principi internazionali anche nei confronti dei paesi che non ne sono membri.

Al di là di queste considerazioni in merito all'esistenza o meno nell'ambito dell'attuale sistema finanziario globale di un'organizzazione in grado di assumere e di svolgere efficacemente il ruolo di regolatore mondiale unico, almeno per il momento un modello regolativo di questo tipo in campo finanziario non sembra fattibile (né, per molti, desiderabile) ⁴³, perché sostanzialmente continua a sussistere la resistenza dei governi nazionali ad accettare di cedere parte della propria autonomia

⁴¹ Cfr. GRIFFITH-JONES, *How To Create Better Financial Regulation & Institutions*, in *Friedrich Ebert Stiftung Briefing Paper*, n. 2, marzo 2009, p. 7, consultabile al sito www.fse.de. Nello statuto della BIS, disponibile sul sito www.bis.org, si legge “*The mission of the Bank for International Settlements (BIS) is to serve central banks in their pursuit of monetary and financial stability, to foster international cooperation in those areas and to act as a bank for central banks. In broad outline, the BIS pursues its mission by: promoting discussion and facilitating collaboration among central banks; supporting dialogue with other authorities that are responsible for promoting financial stability; conducting research on policy issues confronting central banks and financial supervisory authorities; acting as a prime counterparty for central banks in their financial transactions; and serving as an agent or trustee in connection with international financial operations.*”

⁴² Provenienti da 54 paesi.

⁴³ Sulle critiche in merito alla creazione di una *World Financial Authority* e per i riferimenti bibliografici, rinviamo al paragrafo finale di questo lavoro.

di controllo sui sistemi finanziari domestici ad organizzazioni in cui gli stessi molto spesso hanno solo una partecipazione minoritaria. La finanza è considerata un settore “speciale”, forse perché quando le cose vanno male, come è accaduto negli ultimi anni, i costi dei salvataggi finanziari che ricadono sui singoli governi ed i loro contribuenti possono essere molto elevati, rimanendo le misure a sostegno della solvibilità una faccenda essenzialmente interna a ciascuno Stato ⁴⁴.

4.3. Gli errori nella collaborazione all'interno del *network* di organizzazioni internazionali.

La seconda questione da affrontare per prospettare ulteriori modifiche migliorative della struttura di regolamentazione finanziaria globale attiene all'area della cooperazione e della collaborazione internazionale. Ci si chiede se sotto questo profilo la crisi abbia fatto emergere lacune di natura informativa che vadano necessariamente fronteggiate.

Il più rilevante problema informativo prima e durante la crisi è stato causato dalla mancanza di interfaccia tra coloro che erano a conoscenza e si preoccupavano delle condizioni dell'economia globale, dell'emergenza degli squilibri finanziari, dell'evoluzione dei prezzi dei beni e dei costi del rischio e coloro che erano deputati alla fissazione del quadro regolamentare di base nell'ambito del quale alle imprese era richiesto di operare. Così, per esempio, nonostante gli economisti all'interno della BIS evidenziassero la situazione di emergenza dovuta alla bolla dei prezzi delle attività del mercato immobiliare e mobiliare, in molti paesi questo monito non è stato preso in considerazione dalle autorità nazionali di regolamentazione in sede di determinazione dei requisiti di capitale.

Pertanto, da questa angolazione, il miglioramento auspicabile consiste nella creazione un legame ben più forte tra ministri delle finanze e banche centrali nel loro ruolo di *policy* macroeconomica, da una parte, ed organizzazioni che definiscono le regole finanziarie, dall'altra, con l'intento di assicurare che in futuro la regolamentazione possa essere più sensibile ai cambiamenti delle condizioni macroeconomiche e di mercato ⁴⁵.

⁴⁴ Cfr. DAVIES, *Global Financial Regulation*, cit., p. 187.

⁴⁵ Per esempio, sempre con riguardo alla regolamentazione sul capitale, è sbagliato assumere che l'ammontare prefissato di quest'ultimo all'interno del sistema sia valido e corretto in ogni tempo ed in ogni circostanza. Occorrerebbe, invece, assicurare che

4.4. Gli effetti concreti delle riforme del G20.

Per ciò che concerne la terza questione utile per la previsione del futuro assetto regolativo globale – ovvero se effettivamente le ricette di riforma dettate dal G20 avranno gli effetti desiderati – la risposta non può che essere prudente in quanto è difficile da dare in via preventiva.

Con riferimento all'assetto della supervisione finanziaria globale, il cambiamento più significativo tra quelli promossi dai paesi del G20 è rappresentato dalla ridefinizione del FSB in FSB a sottolineare la ben più significativa riforma della sua struttura e del suo mandato. Sotto il profilo strutturale, è stata ampliata la sua *membership* a tutti i paesi del G20, all'Unione Europea ed alla Spagna, con conseguente incremento non solo della sua legittimità ma anche della sua efficienza. Inoltre, sono entrati a far parte della sua compagine sociale anche il BCBS, lo IAIS, lo IOSCO e altri *standards setters* nonché i paesi BRICs. Sotto il profilo della *governance*, il miglioramento è avvenuto attraverso la creazione al suo interno di una serie di comitati e gruppi di lavoro per velocizzarne l'esercizio delle funzioni⁴⁶.

Per ciò che concerne il suo mandato, questo è stato esteso alla regolamentazione ed alla supervisione di tutte le istituzioni, gli strumenti ed i mercati finanziari sistematicamente importanti, inclusi gli *hedge funds* e le agenzie di *rating*⁴⁷. A ciò si aggiunga, sotto l'aspetto della vigilanza, la richiesta da parte del G20 al FSB di collaborare con l'IMF nello svolgimento di regolari *Early Warning Exercises* (EWEs) finalizzati alla valutazione

le regole sul capitale non permettano alle imprese di trovare scappatoie per aggirare il sistema, come, per esempio, la creazione di poste fuori bilancio che permettano di evadere il rispetto dei coefficienti patrimoniali.

⁴⁶In seguito al vertice di Londra del G20, con riferimento alla riforma del FSB, si è proceduto alla costituzione di strutture interne di *governance* rappresentate da un Comitato guida e da tre Comitati permanenti rispettivamente per la valutazione delle vulnerabilità, per la cooperazione nel campo della regolazione e della supervisione e per l'implementazione degli *standards*. Inoltre, è stato istituito un Gruppo di lavoro per la gestione delle crisi transfrontaliere ed un Gruppo di esperti sulle giurisdizioni non collaborative.

⁴⁷Come si legge nel nuovo statuto del FSB (consultabile al sito www.financialstabilityboard.org), approvato dai paesi del G20, il FSB ha il compito di: monitorare gli andamenti dei mercati ed individuarne le implicazioni per la regolamentazione; assistere i paesi nell'attuazione degli *standards* regolamentari; valutare l'adeguatezza del lavoro svolto dagli *standards setters*; rafforzare il ruolo dei collegi di supervisori sulle istituzioni finanziarie transfrontaliere; elaborare piani di emergenza per le crisi *cross-border* di rilievo sistemico. Viene, inoltre, rafforzata la collaborazione con l'IMF per la conduzione di esercizi di *early warning* e per la definizione di azioni di *policy* per contrastare le fonti di vulnerabilità.

dei rischi a bassa probabilità ma ad elevato impatto sull'economia globale ed all'individuazione delle *policies* dirette ad attenuarne gli effetti. Infine, come già detto, al FSB è stata riconosciuta una maggiore autorità politica ed una maggiore legittimità in modo da assicurare, da una parte, azioni più reattive dei regolatori internazionali e, dall'altra, un'implementazione più tempestiva degli *standards* finanziari a livello nazionale.

Per ciò che concerne gli *standards setters* più rilevanti, anche questi, sulla base delle raccomandazioni del G20, hanno prontamente revisionato la propria *membership*: nell'aprile del 2009, il *Thecnical Committee* di IOSCO ha incluso tra i suoi membri i paesi BRICs; a partire da giugno 2009, il BCBS ha invitato tutti i paesi del G20 ad esserne membri; nel giugno 2009, anche il CPSS ha esteso la sua *membership* ai BRICs; infine, la *governance* dello IASB è stata riformata in modo da garantire una più significativa rappresentanza al suo interno dei paesi in via di sviluppo.

Certamente questi cambiamenti sono positivi: soprattutto perché gli stessi includono un numero più ampio di Stati nella macchina di pianificazione degli *standards* finanziari internazionali con conseguente maggiore probabilità di implementazione di questi su scala mondiale. Tuttavia, al momento appare illusorio aspettarsi la completa conformità agli *standards* globali di paesi, come Cina e India, che non sono stati in nessun modo coinvolti nel relativo sviluppo.

Quindi, nonostante ci siano stati cambiamenti costruttivi, rimane ancora molto scetticismo sui loro concreti effetti nell'immediato futuro. Questo scetticismo deriva anche dall'esperienza degli ultimi due decenni che evidenzia una serie di dati di fatto che potrebbero incidere negativamente sui risultati delle modifiche, quali: il coinvolgimento intermittente e non costante dei governi nella regolamentazione finanziaria; la riluttanza delle istituzioni internazionali, come il BCBS e lo IOSCO, ad accettare direttive, o anche solo raccomandazioni, dal FSB; la tendenza dei governatori delle banche centrali a considerare la BIS a Basilea solo come un *forum* ed il loro impegno solo episodico e sporadico nella predisposizione dei dettagli della supervisione bancaria, perché attenti in via prioritaria alla politica monetaria.

Tutto ciò ci porta a concludere che, se le riforme intraprese su iniziativa del G20 avranno qualche conseguenza significativa, ciò dipenderà da come il FSB funzionerà concretamente, il che a sua volta sarà influenzato dal comportamento degli stessi ministri delle finanze e capi di governo del G20 che sono al vertice della piramide finanziaria globale. In altre parole, occorre, ai fini di ulteriori miglioramenti nel funzionamento dell'assetto finanziario globale, sperare in un più ampio e consistente interesse nella regolamentazione da parte dei ministri

delle finanze dei paesi che ospitano mercati finanziari importanti, in modo tale da investire il FSB di maggiori poteri di disciplina sul resto della struttura e di assicurare che siano poste in primo piano considerazioni di tipo macroeconomico. L'intensità con cui un qualsivoglia meccanismo di tipo macroprudenziale verrà inserito nelle strutture di regolamentazione regionali e locali costituirà un significativo *test* di valutazione della capacità del FSB e di qualunque altro gruppo di regolatori globali di concepire *standards* internazionali appropriati, efficaci e concretamente funzionati.

Quest'ultima considerazione ci conduce direttamente all'ultima questione da affrontare nell'analisi delle riforme da prospettare con riferimento all'architettura finanziaria internazionale.

4.5. Le modifiche auspicabili nelle strutture di regolamentazione nazionali.

La quarta questione da risolvere concerne il tipo di modifiche regionali e locali da auspicare affinché la regolamentazione finanziaria globale funzioni ed operi a livello nazionale⁴⁸.

Al fine di assicurare che la visione dei singoli Stati sia in linea con quella delle istituzioni internazionali sarà necessario una robusta rete di strutture di regolamentazione e di supervisione regionali e nazionali. Chiaramente, non esiste un modello valido in assoluto: esso è variabile in relazione al contesto di riferimento. Così, queste strutture di regolazione potrebbero replicare il modello del FSB articolato in comitati interni e di consultazione regionali⁴⁹ (verosimilmente in Asia), ovvero stabilire una qualche forma di autorità di regolamentazione centrale (auspicabilmente in Europa), o anche replicare la struttura organizzativa di IOSCO che prevede un sistema di comitati regionali di regolatori di titoli, o ancora aderire ad un modello di supervisione finanziaria basato sulla presenza due agenzie, una incaricata della vigilanza prudenziale di tipo macro e l'altra competente per la vigilanza microprudenziale, con il coinvolgimento delle banche centrali nazionali quantomeno a livello

⁴⁸ Sull'argomento si veda l'approfondito studio di LLEWELLYN, *Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: the Basic Issues*, paper presentato al seminario della World Bank "Aligning Supervisory Structures with Country Needs", Washington, 6 e 7 giugno 2006, consultabile al sito www.worldbank.org.

⁴⁹ Ricordiamo che nel novembre del 2010, anche il FSB ha stabilito sei gruppi di consulenza regionali per le Americhe, l'Asia, il Commonwealth degli Stati Indipendenti, l'Europa, il Centro-Est e Nord Africa, l'Africa Sub-Sahariana.

macro⁵⁰. Invero, attualmente il sistema adottato da IOSCO si è dimostrato il più efficace ai fini dell'implementazione regionale e nazionale degli *standards* internazionali in materia mobiliare, per cui sarebbe auspicabile la sua riproduzione, oltre che in ambito locale e regionale, altresì a livello internazionale da parte delle organizzazioni di supervisione del settore bancario ed assicurativo o addirittura da parte delle banche centrali.

4.6. Riforme in prospettiva.

Rimanendo ancora delle incognite in merito alle risposte alle quattro questioni esaminate, riteniamo in conclusione che, nonostante le riforme promosse dai *leaders* del G20, ad oggi il sistema di regolamentazione internazionale non abbia ancora raggiunto un rassicurante punto fermo sotto il profilo della sua organizzazione. L'incertezza sul punto risulta accentuata dal fatto che in sede di riforma sono state tralasciati dal G20 ulteriori e rilevanti problemi di natura politica, per esempio: fino a che punto le singole nazioni sono preparate a cedere parte della propria autonomia regolativa, mettendo in comune la propria sovranità, allo scopo di raggiungere una regolamentazione finanziaria più robusta e proteggersi contro fenomeni di instabilità su scala globale; il che è come chiedersi come sia possibile conciliare i chiari vantaggi di regole comuni con la responsabilità nazionale per tutte le decisioni che coinvolgono o potrebbero coinvolgere il sostegno dei contribuenti⁵¹.

Nell'attesa che a livello internazionale si affrontino anche questi dilemmi di ordine politico e data, almeno per il momento, l'improponibilità di un modello regolativo del mercato finanziario basato su un'unica autorità mondiale, per ora non si può fare altro che prospettare e sperare in ulteriori miglioramenti nel funzionamento dell'attuale struttura regolativa finanziaria globale. Le riforme proponibili riguardano *in*

⁵⁰ Si attiene in parte (in quanto le autorità coinvolte in ciascun tipo di vigilanza sono molteplici e non solo due) a tale modello la riforma del sistema di vigilanza finanziaria nell'Unione Europea. Sulla validità di tale modello nel contribuire a prevenire e fronteggiare future crisi finanziarie globali, si rinvia allo studio di MASIANDARO, VEGA PANSINI, QUINTYN, *The Economic Crisis*, cit., p. 18 ss.

⁵¹ Come ha puntualmente evidenziato Mervyn King, il Governatore della Banca d'Inghilterra, “*Global financial firms are global in life and National in death*”: in vita, questi gruppi operano liberamente su basi globali, ma il loro collasso è essenzialmente una faccenda nazionale.

primis il perfezionamento degli accordi multilaterali di collaborazione tra autorità finanziarie nazionali e globali (con riferimento soprattutto all'istituzione di collegi di supervisori per tutte le grandi istituzioni finanziarie operative in ambito internazionale). A tal fine, data la scarsa efficacia del coordinamento internazionale effettuato su base volontaria, bisognerebbe puntare sul rafforzamento del ruolo del FSB di autorità di coordinamento a livello internazionale e nazionale, consentendo a quest'ultimo di sperimentare e proporre nuove e pionieristiche forme di cooperazione internazionale ⁵². Sarebbe, inoltre, opportuno potenziare la sua *leadership* all'interno della struttura degli organismi finanziari internazionali attraverso il riconoscimento in capo al medesimo di una maggiore legittimità nel richiedere sia la tempestiva elaborazione degli *standards* finanziari da parte dei regolatori internazionali competenti sia la loro implementazione a livello nazionale, con conseguente notevole riduzione dei tempi del processo di formazione e di implementazione della regolamentazione globale. L'aumento di legittimità del FSB potrebbe scaturire dalla previsione nello statuto di veri e propri obblighi in tal senso per gli Stati e gli *standards setting bodies* che ne fanno parte. Analogamente ed allo stesso fine, occorrerebbe incrementare la trasparenza delle valutazioni internazionali sulla solidità dei sistemi finanziari di ciascun paese e sull'operato delle autorità nazionali con riguardo all'implementazione degli *standards* globali, effettuate sulla base, rispettivamente, dei FSAPs dell'IMF e della WB e delle *peer reviews* (revisioni tra pari) del FSB, magari anche in questo caso trasformando gli impegni attualmente assunti in tale direzione dai paesi membri del FSB in obblighi statutari.

Allo stesso tempo, bisognerebbe attuare interventi diretti a fortificare non solo il FSB, ma tutti gli organismi che fanno parte dell'architrave finanziaria globale. In particolare, sarebbe opportuno: a) introdurre sistemi di *governance* trasparenti che stabiliscano in maniera inequivocabile i loro compiti, individuino in modo appropriato i loro *stakeholders* e rendano l'organismo internazionale responsabile nei confronti di questi ultimi; b) assicurare adeguate e stabili risorse umane e finanziarie, evitando meccanismi di finanziamento potenzialmente azionati da interessi particolari che potrebbero compromettere l'indipendenza dell'organo;

⁵² Bisognerebbe, in particolare, potenziare le modalità di cooperazione tra il FSB e l'IMF al fine di allineare più efficacemente lo svolgimento dei rispettivi mandati che in molti casi risultano sovrapposti. Per maggiori dettagli in proposito, si rinvia a SCHINASI and TRUMAN, *Reform*, cit., p. 45 ss.

c) garantire un sufficiente accesso all'informativa rilevante, con riferimento alla quale gli impegni formali delle autorità nazionali e regionali appaiono indispensabili e; d) verificare la coerenza tra la loro operatività concreta e gli obiettivi proclamati⁵³.

Infine, sarebbe opportuno procedere con ulteriori interventi di tipo strutturale diretti: innanzitutto, alla semplificazione dell'assetto regolativo e di supervisione finanziaria globale, attraverso l'eliminazione delle istituzioni internazionali ridondanti ed il raggruppamento degli organismi sovrapposti; in secondo luogo, alla razionalizzazione dei sistemi di regolamentazione e di vigilanza dei singoli paesi che risultano troppo diversificati; in terzo luogo, alla razionalizzazione della composizione degli *international standards setters*, sia in termini di inclusione dei rappresentanti delle economie in via di sviluppo (BRICs, Singapore, Australia) là dove siano assenti e di eliminazione di altri membri (come, per esempio, alcuni paesi dell'Europa nel BCBS) là dove siano ridondanti, sia in termini di una più significativa rappresentanza al loro interno delle diverse parti del mondo, onde accrescerne la legittimità nel richiedere che gli accordi internazionali sugli *standards*, i principi ed i codici siano accettati ed implementati su scala mondiale; infine, alla soluzione di problemi di tipo logistico, come quello di valutare l'opportunità di sta-

⁵³ Sotto questi profili sono riscontrabili numerose carenze nell'ambito delle istituzioni finanziarie internazionali. Per esempio, con riferimento alla *governance*: il dibattito attualmente in corso sulla riforma dell'IMF dovrebbe concludersi con una migliore rappresentanza delle economie emergenti per rispecchiare in modo più coerente il mercato globale presente e futuro; lo IASB dovrebbe rendersi più responsabile nei confronti dei propri *stakeholders*, segnatamente gli investitori che sono i principali utenti dei *financial reporting*, dovrebbe altresì riformare la propria struttura di finanziamento ed aggiungere le autorità pubbliche dei paesi emergenti a quelle che già lo controllano attraverso il *Monitoring Board* costituito nel 2009; il BCBS dovrebbe aprire maggiormente le sue riunioni ad osservatori esterni, al di là della comunità composta da banche centrali ed autorità di vigilanza; la BIS e l'IMF dovrebbero garantire formalmente un migliore accesso ai dati nazionali non pubblici. Relativamente ai difetti nello scambio di informazioni tra le agenzie internazionali: lo IASB dovrebbe monitorare meglio l'applicazione degli IFRS in collegamento con le autorità locali; dovrebbe essere migliorata l'informazione sui rischi finanziari e le agenzie di *rating* dovrebbero essere assoggettate a supervisione pubblica e coordinate strettamente a livello globale per salvaguardare la consistenza internazionale delle metodologie di *rating*; i governi ed i supervisori dovrebbero assumere un impegno credibile nel fornire un'informativa al pubblico più dettagliata, affidabile e frequente, che sia raggruppata a livello globale dall'IMF e/o dalla BIS e sia resa pubblica nelle forme appropriate. Per approfondimenti in merito alle modifiche in termini di *governance* interna che si rendono necessarie per l'IMF ed il FSB ai fini di un miglioramento nell'esercizio delle rispettive funzioni si rinvia a SCHINASI and TRUMAN, *Reform*, cit., p. 39 ss.

bilire una rappresentanza del FSB a Washington onde creare più stretti legami tra la funzione del FSB di valutazione delle vulnerabilità dei paesi ed i FSAPs dell'IMF e della WB, ovvero di procedere alla ricostruzione e al rafforzamento del *Joint Forum*, rendendolo un braccio operativo del FSB, ovvero di prospettare la *co-location* dei regolatori internazionali presso la BIS a Basilea, contribuendo in tal modo a riunire concretamente gli organismi chiave internazionali⁵⁴.

5. La regolamentazione finanziaria internazionale: riforme attuate, in corso e in prospettiva.

5.1. Riforme attuate.

La crisi finanziaria globale, oltre a dare il via a cambiamenti nell'architettura internazionale di supervisione finanziaria, ha altresì stimolato riforme della regolamentazione finanziaria internazionale volte a garantire che questa sia più adeguata alle crescenti connessioni finanziarie tra paesi e più conforme al nuovo contesto indotto dalla globalizzazione ed integrazione dei mercati.

Nel ripensare alla futura regolamentazione del settore finanziario, i paesi del G20 hanno tenuto presente la funzione che quest'ultimo è chiamato a svolgere nei confronti dell'economia reale: il primo si pone nei confronti della seconda in un rapporto di "mezzo a fine", dovendo far fronte alle esigenze di consumo e di investimento delle famiglie e delle imprese. Quindi, i Governi dovrebbero sì incoraggiare il settore finanziario a creare strumenti finanziari innovativi che supportino la crescita e lo sviluppo in modo sostenibile, ma allo stesso tempo gli stessi dovrebbero servirsi della regolamentazione per limitare il prodursi del rischio sistemico con lo scopo di evitare crisi finanziarie future i cui effetti negativi possano drammaticamente ripercuotersi sull'economia reale. E ciò è tanto più vero in un mercato globalmente integrato che richiede, nei limiti del possibile, regole comuni ed armonizzate a livello internazionale.

⁵⁴ Attualmente, la BIS ospita i segretariati di un certo numero di organizzazioni indipendenti che non hanno nessun obbligo di informativa nei confronti della BIS e dei suoi membri banche centrali. Si tratta di: FSB, IAIS, IADI. Invece, IOSCO ha il proprio segretariato a Madrid e IASB a Londra.

Muovendosi in questa ottica, i *Leaders* del G20 hanno dato impeto ad iniziative di rinnovamento del quadro regolativo finanziario internazionale partendo – come si legge nella *Declaration on Strengthening the Financial System*, dal seguente principio ispiratore: “[...] all systematically important financial institutions, markets, and instruments should be subject to an appropriate degree of regulation and oversight.” Si raccomanda altresì che la supervisione finanziaria non sia più esercitata solo istituzione per istituzione (supervisione “micro-prudenziale”), ma estenda il suo campo di azione al buon funzionamento del sistema finanziario nel suo complesso (“supervisione “macro-prudenziale” o “sistemica”)⁵⁵.

Tra le aree oggetto di nuovi *standards* finanziari o di nuovi accordi le seguenti meritano particolare menzione⁵⁶:

- il rafforzamento dei requisiti di capitale e di liquidità (includendo un indice i leva finanziaria complessivo), che assicuri che le banche creino riserve supplementari in periodi di congiuntura favorevole al fine di mitigare gli effetti pro-ciclici dei coefficienti patrimoniali⁵⁷;

⁵⁵ Molti autori sottolineano che la regolamentazione esistente prima della crisi fosse carente perché basata su un approccio “microprudenziale”, avendo lo scopo di prevenire i costi del fallimento di singole istituzioni finanziarie. Al contrario, l’approccio “macroprudenziale” cerca di salvaguardare l’equilibrio generale, fissando le regole in relazione non alla singola istituzione ma al sistema finanziario nel suo insieme. Per approfondimenti sul tema e per i riferimenti dottrinali in materia si rinvia a HANSON, KASHYAP and STEIN, *A Macroprudential Approach to Financial Regulation*, Chicago Booth Research, Working Paper n.12, 2010.

⁵⁶ L’elenco completo delle riforme nella regolamentazione finanziaria internazionale è facilmente reperibile dai siti web delle organizzazioni globali, in particolare nei vari *Reports* del FSB al G20.

⁵⁷ La crisi finanziaria ha messo in luce la potenziale pro-ciclicità del sistema finanziario, ovvero la sua tendenza naturale ad amplificare le fluttuazioni del ciclo economico. Questa tendenza può essere accentuata da norme prudenziali basate sul rischio e da *standards* contabili che fanno affidamento su valutazioni di mercato. Negli anni precedenti alla crisi si è avuto un periodo di elevata crescita e di espansione sostenuta dell’attività finanziaria che, in presenza di bassi tassi di interesse, ha portato ad un graduale abbassamento degli *standards* di gestione del rischio, soprattutto in alcune giurisdizioni. L’innovazione finanziaria ha generato l’illusione che attraverso le cartolarizzazioni e l’attività di istituzioni operanti con elevata leva finanziaria la liquidità sarebbe stata disponibile senza limiti. Al manifestarsi delle prime perdite, questo processo si è rapidamente invertito, innescando un circolo vizioso: le istituzioni finanziarie con perdite più significative hanno incontrato difficoltà crescenti nel reperire sul mercato le risorse finanziarie necessarie per mantenere inalterata la scala di attività e la stessa liquidità per operare. Da qui è scaturita la necessità di regole prudenziali volte ad attenuare la pro-ciclicità attraverso l’introduzione di adeguati incentivi per gli intermediari finanziari

- il miglioramento nella gestione del rischio;
- il miglioramento dei principi contabili, in particolare con riferimento alla valutazione dei titoli e degli strumenti finanziari complessi o illiquidi (con l'attenuazione degli effetti pro-ciclici connessi all'applicazione del principio contabile del “*fair value*”)⁵⁸;
- l'assoggettamento delle agenzie di *rating* a registrazione obbligatoria e supervisione;
- la promozione della standardizzazione e della resistenza alle crisi del mercato dei derivati di credito, in particolare attraverso l'istituzione delle controparti centrali di compensazione;
- la sottoposizione degli *hedge funds* ad adeguata vigilanza e regolamentazione⁵⁹;
- l'istituzione di collegi di supervisori per tutti i gruppi bancari e finanziari multinazionali a rilevanza sistemica⁶⁰;

ad adottare comportamenti prudenti nelle fasi di ampia liquidità e rapida crescita degli aggregati creditizi e dei prezzi delle attività finanziarie e reali. Per approfondimenti, si veda TARANTOLA, Intervento alla Tavola Rotonda “*Causes and Consequences*”, cit., 5 s.

⁵⁸ Sin dal secondo semestre del 2008 gli *standards* contabili sono stati rivisti al fine di: consentire un'applicazione più ragionevole del *fair value* in situazioni di illiquidità dei mercati e la riclassificazione del portafoglio di negoziazione ad altri portafogli di strumenti finanziari destinati ad essere detenuti stabilmente; migliorare la qualità e la quantità delle informazioni diffuse dagli intermediari con riferimento alle valutazioni al *fair value* (per esempio, se il *fair value* è stato stimato utilizzando quotazioni di mercato, modelli valutativi con *input* osservabili oppure con dati interni). Sono attualmente in corso iniziative sul fronte della convergenza tra i principi contabili europei (IAS/IFRS) e quelli statunitensi, con specifico riguardo all'ambito di applicazione del *fair value* ed agli accantonamenti a fronte del rischio di credito.

⁵⁹ La necessità di sottoporre a regolamentazione gli *hedge funds* è fortemente sostenuta dall'Unione Europea, che si è mossa per prima nell'introduzione di modifiche all'assetto regolativo. L'*iter* normativo iniziato il 30 aprile 2009 si è concluso con l'approvazione, il 27 maggio 2011, dell'AIFMD (*Alternative Investment Fund Managers Directive*), la direttiva europea che mira a regolamentare i gestori alternativi. Essa dovrà essere recepita dagli Stati membri entro il 22 luglio 2013. L'obiettivo della direttiva è quello di regolamentare i gestori di prodotti alternativi, ovvero i *fund managers* di tutti quei fondi che non hanno un passaporto europeo e che dunque non sono conformi alla direttiva comunitaria Ucits III. Si parla, quindi, di *hedge funds*, *private equity*, fondi immobiliari e fondi a capitale protetto non armonizzato. Nello specifico sono state previste una serie di misure progettate per fornire una maggiore protezione agli investitori, unitamente ad un'attenzione sui rischi sistematici.

⁶⁰ Finora i collegi di supervisori hanno mostrato di poter svolgere in maniera efficace i propri compiti in presenza di una legislazione chiara in cui sia fissata la distribuzione delle responsabilità e dei ruoli delle varie autorità coinvolte. Risultati non pienamente soddisfacenti si sono invece riscontrati là dove ci si è affidati alla cooperazione tra autorità su base volontaria.

- lo sviluppo di un efficace sistema di allarme rapido (*early warning exercises*) di competenza dell'IMF e del FSB;
- l'implementazione dei principi del FSB sulla gestione delle crisi transfrontaliere;
- lo sviluppo di un quadro internazionale per gli accordi di risoluzione delle crisi delle banche *cross-border*.

Con riferimento al nuovo *framework* regolativo, occorre sottolineare che, a differenza di quanto accadeva immediatamente prima della crisi finanziaria globale quando si ponevano al centro dell'attenzione gli aspetti prudenziali come i requisiti di capitale, le proposte di riforma attualmente in corso affrontano una serie di problemi politicamente sensibili che non necessariamente hanno avuto un'incidenza significativa sullo scoppio della crisi. Queste proposte si ricollegano alla *governance* ed ai principi etici, come quelle volte a promuovere l'integrità dei mercati finanziari, fissando regole sulle corrette pratiche di compensazione nell'industria finanziaria, ovvero quelle dirette a creare pressioni sulle giurisdizioni *“non-cooperative”* (non collaborative) considerate *“paradisi fiscali”* al fine di ottenere scambi di informazione in materia fiscale.

5.2. Riforme in prospettiva.

Non c'è dubbio che nel suo complesso il volume delle riforme attuate ed in corso di attuazione in termini di nuovi *standards* finanziari internazionali e connesse interpretazioni e metodologie sia corposo, anche se un altrettanto consistente numero di aree finanziarie rimane ancora scoperto dalla regolamentazione ovvero da una regolamentazione più appropriata ai cambiamenti che li riguardano⁶¹. Ma, al di là di questo, ciò che oggi rappresenta il principale problema è la concreta implementazione delle regole internazionali a livello nazionale, che, data la loro natura di *“soft law”*, è sostanzialmente lasciata alla discrezionalità delle singole giurisdizioni.

Ed è in questa fase che giocherà un ruolo fondamentale la volontà del gruppo di paesi influenti (quelli del G20 ed gli ulteriori membri del FSB) nello sponsorizzare la creazione a tutto tondo di un *international standard regime*. Ciò è strettamente collegato all'efficacia che avrà tutta quella serie di *“incentivi”*, introdotti o potenziati nel corso del processo

⁶¹ In particolare, queste sono rappresentate da: finanza islamica; banche di investimento; trasparenza e abuso di mercato; clientela *retail*, attivismo degli azionisti; borse valori *cross-border* e mercati dei titoli; centri finanziari *offshore*.

di rinnovamento finanziario, volti ad incoraggiare l'incorporazione dei principi internazionali nelle legislazioni e nelle regolamentazioni locali. Accanto agli “incentivi di mercato” (connessi cioè all'aspettativa che gli operatori di mercato tengano conto nelle proprie decisioni di *pricing* e di investimento del livello e della qualità nell'implementazione degli *standards* internazionali in un dato paese), i *leaders* del G20 hanno enfatizzato l'importanza dei c.d. “incentivi ufficiali”, che includono *in primis* le valutazioni dell'IMF e della WB basate sui ROSCs ed i FSAPs, di cui abbiamo già detto. Con riferimento ai questi, molti paesi, nonostante la volontarietà della sottoposizione agli stessi e della relativa pubblicazione, hanno reso le valutazioni effettuate sulla base dei medesimi disponibili pubblicamente⁶². Inoltre, al vertice di Londra del 2009, il G20 ha chiesto al FSB ed all'IMF, nonché al FAFT per ciò che concerne i problemi connessi al riciclaggio ed al finanziamento del terrorismo ed all'OECD *Global Forum* per le questioni correlate ai paradisi fiscali ed alle giurisdizioni “*non-cooperative*”, di monitorare i progressi fatti in proposito. Ulteriori incentivi ufficiali derivano dalle *peer reviews* e dalle connesse *peer pressures* che riguardano i componenti dei vari *standards setters* e del FSB, accompagnate dall'ulteriore impegno per i membri del FSB di implementare gli *standards* internazionali e di sottoporsi periodicamente alle valutazioni dei FSAPs ed alle *peer reviews* concernenti il livello di incorporazione degli *standards* nel proprio ordinamento.

Potrebbe avere una significativa incidenza sull'intensità dell'implementazione degli *standards* internazionali un ulteriore miglioramento – che a lungo andare potrebbe avere altresì effetti congrui sulla natura legale stessa degli *standards* internazionali – connesso all'impegno del G20 di sviluppare una serie di contromisure efficaci nei confronti delle giurisdizioni non *compliant* con le regole internazionali in materia di trasparenza fiscale⁶³. Queste contromisure, che per il momento interessano

⁶² Esse sono consultabili sui siti dell'IMF e della WB.

⁶³ Cfr. G20, *Declaration on Strengthening the Financial System*, cit., in cui tra le contromisure si indicano specificamente: obblighi di informativa maggiori a carico dei contribuenti e delle istituzioni finanziarie in merito alle transazioni che coinvolgono queste giurisdizioni; maggiori ritenute fiscali con riferimento ad un vasto numero di pagamenti; divieto di detrazioni per pagamenti a favore di beneficiari residenti nelle stesse; revisione della politica fiscale; richiesta alle istituzioni internazionali ed alle banche di sviluppo regionali di rivedere le loro politiche di investimento; conferimento di un peso maggiore ai principi sulla trasparenza fiscale e sullo scambio di informazioni nella pianificazione di piani di aiuto bilaterali; ulteriori opzioni connesse ai rapporti finanziari con queste giurisdizioni.

un'area limitata, potrebbero in futuro essere estese all'attuazione di altri *standards globali*⁶⁴.

Infine, ulteriori problemi di *compliance* si porranno con riferimento specifico al profilo macroprudenziale della regolamentazione finanziaria su cui il G20 ha posto l'accento, a causa delle le implicazioni derivanti dalla sua concreta applicazione. In materia, forse, il cambiamento finora più importante, almeno a livello di principio, è rappresentato dagli accordi internazionali in merito alla necessità che all'interno del sistema bancario si richieda una maggiore quantità ed una migliore qualità del capitale (soprattutto per le grandi istituzioni sistematicamente rilevanti) e sia introdotto un meccanismo macroprudenziale per la determinazione dei coefficienti patrimoniali. In altre parole, la regolamentazione sul capitale, finora attenta esclusivamente alla rischiosità delle istituzioni singolarmente considerate, in futuro dovrà avere come punto di riferimento un contesto essenzialmente macro nell'ambito del quale fissare i requisiti patrimoniali. Così, per esempio, qualora i mercati delle attività e del credito manifestassero segni di sovraeccitazione, sarebbe appropriato imporre un supplemento dei coefficienti patrimoniali nel tentativo di smorzare l'entusiasmo del mercato. Allo stesso tempo, però, occorrerà tener conto dei problemi che l'introduzione di meccanismi di tipo macroprudenziale nella regolamentazione sul capitale potranno creare per l'attuale *network* di regolatori, in quanto (tornando al nostro esempio) un supplemento nei requisiti patrimoniali derivante da considerazioni inerenti non alla singola banca ma alla dimensione ed alla situazione particolare del mercato comporterà un'implicita tassazione per le istituzioni creditizie; tassazione concordata a livello internazionale, ma tuttora imposta a livello nazionale. Pertanto, per ragioni di concorrenza, occorrerà rendere globalmente equa questa tassa, consentendone un'applicazione *sensibile* alle condizioni locali. A ciò si aggiunga che l'attuazione di un meccanismo macroprudenziale dovrà essere coordinata con le decisioni di politica monetaria assunte in ambito domestico, atteso che l'imposizione di una riserva di capitale supplementare contrarie necessariamente la quantità di moneta in circolazione con tutte le conseguenze che ne derivano.

⁶⁴ Per approfondimenti sui problemi di rilevanza per il diritto internazionale che questo approccio comporterebbe si rinvia a GIOVANOLI, *The Reform of the International Financial Architecture after the Financial Crisis*, in *International Law and Politics*, vol. 42-81, 2009-2010, p. 120 ss.

6. Riflessioni conclusive: verso una possibile scelta del modello di governance per il mercato globale.

In base alla diagnosi compiuta del sistema internazionale di regolamentazione finanziaria, non possiamo non riconoscere che successivamente alla crisi economica globale rilevanti modifiche al precedente assetto sono state fatte o sono attualmente in corso, sia sotto il profilo strutturale sia dal punto di vista della regolativo.

Per ciò che concerne il consolidamento dell'architettura finanziaria internazionale, le raccomandazioni dei *Leaders* del G20 nei vertici di Washington e di Londra del 2008 e del 2009 hanno certamente rappresentato un punto di riferimento. Tuttavia, le riforme attuate sulla base delle stesse, almeno per ora, si sono tradotte *sic et simpliciter* in un miglioramento e potenziamento delle istituzioni esistenti – basato sulla triade del risorto G20, di un riformato IMF e di un potenziato FSB – piuttosto che in una completa ristrutturazione del sistema lungo le linee di un nuovo *Bretton Woods*. Nell'area della regolamentazione finanziaria e della vigilanza prudenziale non c'è alcuna prospettiva per la creazione di un'unica autorità globale per il dato di fatto che, nell'attuale congiuntura mondiale, una prospettiva di questo tipo rappresenterebbe un progetto tanto ambizioso quanto di utopistica realizzazione sotto il profilo politico, a causa della reticenza dei governi nazionali a cedere parte della propria sovranità ad un'organizzazione sovranazionale cui sia riconosciuta l'autorità politica di imporre l'implementazione a livello nazionale delle regole globali attraverso la previsione di meccanismi sanzionatori⁶⁵. Ancora: rimane irrisolto e da affrontare nell'imminenza un certo numero di problemi connessi all'eccessiva numerosità e diversità delle organizzazioni internazionali in termini di semplificazione e razionalizzazione della struttura finanziaria globale e degli organismi che ne fanno parte nonché di potenziamento della loro legittimità ed autorità ad imporre l'adozione dei principi finanziari internazionali in tutto il mondo.

Con riferimento a questi ultimi, *ergo* al profilo della regolamentazione finanziaria, le decisioni del vertice di Londra hanno stimolato numerose riforme, in atto ed in corso di realizzazione, in termini di definizione di

⁶⁵ Come già detto, la *governance* democratica globale è una chimera, che sembra difficile da concretizzare perfino in un contesto ben più ristretto e coeso come l'Eurozona; figuriamoci all'interno di economie caratterizzate da livelli di sviluppo differenti e da culture ed istituzioni finanziarie diverse!

nuovi *standards* e di revisione di quelli esistenti, allo scopo di accrescere la capacità e l'efficacia dell'assetto regolativo internazionale nel prevenire, o quantomeno mitigare, future crisi finanziarie globali. La realizzazione di questo obiettivo è, tuttavia, fortemente correlata all'intensità della concreta implementazione in ogni giurisdizione del rinnovato *framework* regolamentare, la cui natura di “soft law” rimane un punto critico centrale di tutto l'impianto di ristrutturazione. A tal fine, oltre agli incentivi “di mercato” ed “ufficiali” (ROSCs, FSAPs, *peer reviews* and *peer pressures*), un aspetto cruciale da affrontare concerne la corretta delimitazione dello spazio da attribuire alla regolamentazione internazionale; delimitazione che dovrebbe essere effettuata in modo tale da garantire un giusto, corretto ed efficace bilanciamento tra regolamentazione multilaterale e regolamentazione locale.

Il modo in cui si realizzerà il compromesso tra regolamentazione internazionale e regolamentazione nazionale potrà condurre, all'estremo, a due sistemi diametralmente opposti di regolamentazione finanziaria: il modello *globalizzato* o *universale* ovvero il modulo *deglobalizzato* o *territoriale*.

La globalizzazione della regolamentazione finanziaria deriverebbe dal rafforzamento degli *standards* e dei codici internazionali, dalla loro vigorosa implementazione a livello nazionale, da una più stringente collaborazione tra regolatori. In un contesto globalizzato, la realizzazione dello scenario prospettato dovrebbe costituire la soluzione auspicabile, se tenessimo conto esclusivamente della circostanza che, in tal caso, la regolamentazione finanziaria procederebbe di pari passo e contribuirebbe all'integrazione dei mercati, riducendone in misura significativa i fenomeni di instabilità. Tuttavia, non bisogna sottovalutare il rovescio della medaglia: oltre alla improponibilità fattuale sotto il profilo politico di una soluzione di globalizzazione assoluta delle regole finanziarie in quanto necessariamente implicante la creazione di una comunità politica globale con un'unica autorità mondiale di regolamentazione, come già detto, di utopistica realizzazione, molti avanzano seri dubbi sulla desiderabilità effettiva di un quadro regolativo finanziario internazionale “one size fits all”⁶⁶. In aggiunta alla considerazione scontata che regole internazionali dettagliate possano risultare inappropriate alle esigenze ed alle condizio-

⁶⁶ RODRIK, in un articolo apparso sull'*Economist* del 12 marzo 2009 dal titolo *A Plan B for Global Finance*, sostiene all'estremo che “[...] global financial regulation is neither feasible, nor prudent, nor desirable”.

ni specifiche dei singoli paesi, si sottolineano ulteriori effetti negativi potenzialmente derivanti da un modello di questo tipo: per esempio, la circostanza che una regolamentazione finanziaria dettagliata uguale per tutti comporterebbe una perdita di flessibilità e di tempestività nel rispondere al contesto locale ovvero al cambiamento del medesimo, ovvero l'impossibilità di sperimentare nuove pratiche regolatorie o di concorrenza, o ancora l'annacquamento dei confini di responsabilità tra autorità nazionali ed autorità globale con il conseguente indebolimento della stessa⁶⁷.

La deglobalizzazione della regolamentazione finanziaria deriverebbe, invece, dalle politiche protezionistiche dei propri sistemi finanziari poste in essere da ogni singolo paese e dall'attuazione di riforme locali incongruenti con quelle implementate da altre parti. Anche questo secondo scenario non è in linea di principio auspicabile, perché implicante una regolamentazione finanziaria di tipo territoriale che ostacolerebbe la globalizzazione dei mercati finanziari, risultando incapace di indirizzare le sfide poste dallo stato attuale di integrazione degli stessi e, come tale, di fronteggiare tempestivamente fenomeni di *default* e di sfiducia connessi al fallimento di istituzioni e di mercati che operano *cross-border*.

Ciò detto, se la futura realizzazione dell'uno o dell'altro modello appare di dubbia fattibilità e desiderabilità, non possiamo che ritenere politicamente praticabile alla luce dell'attuale momento e forse anche desiderabile sotto il profilo dell'efficacia e della validità la creazione di un assetto regolativo dei mercati finanziari integrati intermedio tra i due estremi, che possiamo definire *globalizzato* o *universale* "modificato"; un modello che incentivi la collaborazione tra supervisori nazionali, migliorando la stabilità del mercato e rispettando la sovranità dei singoli Stati.

Più precisamente, il sistema di *governance* del mercato globale proposto dovrebbe, da una parte, restituire potere ai governi nazionali e dare impulso a miglioramenti nella regolamentazione domestica, e, dall'altra, assicurare una base regolativa comune (con finalità ed oggetto limitati) costituita da *standards* fissati a livello internazionale. L'implementazione dei principi internazionali dovrebbe diventare vincolante in virtù di una più estesa e significativa partecipazione degli Stati-nazione

⁶⁷ Per varie critiche ad una regolamentazione dettagliata delle regole prudenziali si vedano, tra gli altri, RODRIK, *A Plan B*, cit.; DAVIES, *Global Financial*, cit.; TARULLO, *Banking on Basel: The Future of International Financial Regulation*, Washington, 2008, p. 252; BRUNNERMEIER, CROCKETT, GOODHART, PERSAUD and SHIN, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva, ICMB-CEPR, 2009; Helleiner, *What role*, cit.; SCHINASI and TRUMAN, *Reform*, cit.

alla progettazione delle regole internazionali e di maggiori e più efficaci incentivi (attraverso ROSCs, FSAPs, *peer reviews*, *peer pressures*) per una più intensa cooperazione e collaborazione tra governi e regolatori nazionali⁶⁸, soprattutto con riferimento ai meccanismi di prevenzione, gestione e risoluzione delle crisi delle istituzioni che operano in più paesi caratterizzate da elevato rischio sistemico (SIFIs)⁶⁹.

Questo modello regolativo impernato sul rafforzamento dei poteri e delle regolamentazioni nazionali accompagnato da un *minimum* di regole internazionali è l'unico che, nella congiuntura attuale, potrebbe far sperare in una concreta implementazione dei principi internazionali su scala mondiale e, quindi, contribuire a realizzare un'integrazione dei mercati finanziari più efficiente e razionale in termini di ridotta esposizione a fenomeni di instabilità finanziaria.

Lo schema universale modificato rappresenta, quindi, se non la migliore, senz'altro attualmente la più praticabile soluzione al «trilemma»

⁶⁸ Cfr. RODRIK, *A Plan B*, cit., che sostiene: “[...] *The world economy will be far more stable and prosperous with a thin veneer of international co-operation superimposed on strong national regulations than with attempts to construct a bold global regulatory and supervisory framework.*”

⁶⁹ La risoluzione delle crisi di queste istituzioni non è ancora ben definita a livello *cross-border* (e spesso nemmeno a livello nazionale). Finora, le soluzioni, nella forma della bancarotta ovvero degli interventi pubblici per facilitarne la ristrutturazione, si sono attuate in gran parte all'interno dei confini nazionali. Ciò è avvenuto per due motivi fondamentali. Innanzitutto, la risoluzione è stata attuata sulla base di legislazioni e procedure nazionali e delle insolvenze si sono occupati i sistemi giudiziari domestici. La seconda e più rilevante ragione è che la prospettiva nazionale è stata dominante perché le risorse pubbliche spesso necessarie per fronteggiare la crisi di una *SIFI* – a causa di soluzioni del mercato insoddisfacenti ovvero di rischi sistemici estremamente estesi – sono state recuperate a livello nazionale ed i potenziali costi sono stati sopportati dai contribuenti. Di conseguenza, le autorità nazionali hanno posto l'attenzione soprattutto sulla necessità di minimizzare gli effetti locali; la supervisione si è quindi orientata al territorio nazionale e gli incentivi per una sana cooperazione si sono ridotti. Da questa situazione di fatto è nato il convincimento che il coordinamento internazionale della regolamentazione e del controllo potrebbe contribuire a migliorare la supervisione su una *SIFI*. Tuttavia, un siffatto coordinamento è condizione necessaria ma non sufficiente perché ciò avvenga: esso assicura che le autorità competenti possano cooperare (armonizzando le regole ed accordandosi sulle procedure), ma non garantisce affatto che esse collaboreranno effettivamente. La cooperazione nella sorveglianza richiede incentivi che potranno scaturire solo da una chiarificazione *ex ante* delle modalità delle risoluzioni *cross-border* – non solo delle procedure da seguire, ma soprattutto di chi provvederà al finanziamento e sopporterà le perdite. Per approfondimenti sul tema si rinvia a CLAESSENS, HERRING, SHOENMAKER, *A Safer World Financial System: Improving the Resolution of Systemic Institution*, in *International Center for Monetary and Banking Studies, 12th Geneva Report on the World*, Ginevra, e CEPR, Londra, 2010.

politico di fondo dell'economia mondiale tra regolamentazione internazionale finalizzata a garantire la stabilità finanziaria globale, regolamentazione territoriale a vantaggio dell'autonomia regolativa nazionale ed assenza di regolamentazione ovvero di autoregolamentazione connessa ad una maggiore globalizzazione economica e finanziaria⁷⁰. La combinazione ed il compromesso prospettati tra queste tre esigenze – stabilità finanziaria globale, autonomia regolativa nazionale, globalizzazione economica e finanziaria dei mercati – si basa sul seguente ragionamento. La predisposizione di un quadro regolativo internazionale (minimale), da una parte, garantirebbe il mantenimento della stabilità finanziaria globale e, dall'altra, favorirebbe la globalizzazione del mercato. Tuttavia, là dove le condizioni locali dovessero entrare in conflitto con le esigenze di globalizzazione, le prime dovrebbero prevalere sulle seconde con conseguente riconoscimento di maggiori poteri all'autonomia regolativa nazionale a scapito della regolamentazione internazionale. Pertanto, quest'ultima dovrebbe essere limitata a quanto necessario⁷¹ alla realizzazione di un processo di globalizzazione “razionale” (ovvero di globalizzazione “intelligente”)⁷² – cioè di globalizzazione che non determini il sorgere di fenomeni di instabilità finanziaria – piuttosto che di globalizzazione estrema.

Gli anni a venire ci daranno una risposta.

MARIA ELENA SALERNO

⁷⁰ Il progresso della globalizzazione implica la rinuncia alla regolamentazione, nazionale o internazionale, a scapito della stabilità finanziaria globale. Il perseguitamento della democrazia globale implica la rinuncia all'autonomia nazionale. L'autodeterminazione implica la rinuncia alla democrazia globale ed alla globalizzazione.

⁷¹ Cfr. STIGLITZ, *Risk and Global Economic Architecture*, cit. L'economista statunitense, sulla base di un quadro analitico generale all'interno del quale determinare il livello ottimale di integrazione finanziaria, giunge alla conclusione che [...] *full integration is not in general optimal. Indeed, faced with a choice between two polar regimes, full integration or autarky, in the simplified model autarky may be superior*].

⁷² RODRIK, *La globalizzazione intelligente*, Roma-Bari, 2011, trad. di Cafiero. L'autore sostiene che la regolamentazione internazionale dovrebbe avere finalità limitate alla trasparenza finanziaria, alla consultazione tra regolatori ed a porre limiti solo a quelle giurisdizioni, come i centri *offshore*, che sono fonte di instabilità finanziaria. Invece la responsabilità di regolare la leva finanziaria, di stabilire i requisiti di capitale e di vigilare sui mercati finanziari dovrebbe restare completamente a livello nazionale. Secondo l'Autore un'architettura regolativa che rispetti le differenze tra paesi riesce a promuovere la globalizzazione meglio di quanto facciano ambiziosi progetti che assumano la globalizzazione stessa come obiettivo.