

**THE HIGH-LEVEL GROUP  
ON FINANCIAL SUPERVISION  
IN THE EU**

**Chaired by  
Jacques de Larosière**

**REPORT**

**Brussels, 25 February 2009**



# **Gruppo de Larosière**

**Jacques de Larosière**  
**Presidente**

**Leszek Balcerowicz**

**Otmar Issing**

**Rainer Masera**

**Callum Mc Carthy**

**Lars Nyberg**

**José Pérez**

**Onno Ruding**

## **Segretariato del gruppo**

David Wright, *relatore, DG Mercato interno*

Matthias Mors, *segretariato, DG Affari economici e finanziari*

Martin Merlin, *segretariato, DG Mercato interno*

Laurence Houbar, *segretariato, DG Mercato interno*

# INDICE

|  |           |
|--|-----------|
| <b>PREMESSA</b> .....  | <b>3</b>  |
| <b>CLAUSOLA DI ESCLUSIONE DELLA RESPONSABILITÀ</b> .....   | <b>5</b>  |
| <b>INTRODUZIONE</b> .....  | <b>6</b>  |
| <b>CAPITOLO I: LE CAUSE DELLA CRISI FINANZIARIA</b> .....  | <b>7</b>  |
| <b>CAPITOLO II: RIMEDI POLITICI E REGOLAMENTARI</b> .....  | <b>14</b> |
| I.    INTRODUZIONE.....  | 14        |
| II.   IL NESSO TRA POLITICA MACROECONOMICA E POLITICA<br>REGOLAMENTARE .....   | 15        |
| III.  CORREGGERE LE LACUNE REGOLAMENTARI.....  | 17        |
| IV.  DOTARE L'EUROPA DI UN INSIEME COERENTE DI NORME .....   | 30        |
| V.    LA <i>GOVERNANCE</i> SOCIETARIA.....   | 33        |
| VI.  GESTIONE E SOLUZIONE DELLE CRISI.....   | 36        |
| <b>CAPITOLO III: RIMEDI A LIVELLO DI VIGILANZA UE</b> .....  | <b>41</b> |
| I.    INTRODUZIONE.....  | 41        |
| II.   GLI INSEGNAMENTI DELLA CRISI: CHE COSA NON HA FUNZIONATO? .....  | 42        |
| III.  COSA FARE: CREARE UN SISTEMA EUROPEO DI VIGILANZA E<br>GESTIONE DELLE CRISI .....  | 46        |
| IV.  IL PROCESSO CHE PORTA ALLA CREAZIONE DI UN SISTEMA EUROPEO<br>DI VIGILANZA FINANZIARIA .....                                    | 52        |
| V.    RIESAME ED EVENTUALE POTENZIAMENTO DEL SISTEMA EUROPEO DI<br>VIGILANZA FINANZIARIA (ESFS) .....                                | 61        |
| <b>CAPITOLO IV: RIMEDI A LIVELLO MONDIALE</b> .....  | <b>63</b> |
| I.    PROMUOVERE LA STABILITÀ FINANZIARIA A LIVELLO MONDIALE ...   | 63        |
| II.   COERENZA DELLA REGOLAMENTAZIONE.....   | 64        |
| III.  RAFFORZARE LA COOPERAZIONE FRA LE AUTORITÀ DI VIGILANZA..  | 66        |
| IV.  VIGILANZA MACROECONOMICA E PREVENZIONE DELLE CRISI.....   | 68        |
| V.    GESTIONE E RISOLUZIONE DELLE CRISI.....  | 72        |
| VI.  LA <i>GOVERNANCE</i> EUROPEA A LIVELLO INTERNAZIONALE .....   | 72        |
| VII.  APPROFONDIRE LE RELAZIONI FINANZIARIE BILATERALI DELL'UE... ..   | 73        |
| <b>ALLEGATO I - MANDATO DEL GRUPPO DI ESPERTI AD ALTO LIVELLO<br/>SULLA VIGILANZA FINANZIARIA NELL'UE</b> .....                      | <b>74</b> |
| <b>ALLEGATO II: RIUNIONI DEL GRUPPO E AUDIZIONI NEL 2008 E 2009</b> .....  | <b>75</b> |
| <b>ALLEGATO III: UN MERCATO FINANZIARIO EUROPEO UNICO SEMPRE PIÙ<br/>INTEGRATO</b> .....   | <b>76</b> |
| <b>ALLEGATO IV: TENTATIVI RECENTI DI RAFFORZAMENTO DELLA<br/>VIGILANZA NELL'UE</b> .....   | <b>81</b> |
| <b>ALLEGATO V: RIPARTIZIONE INDICATIVA DELLE COMPETENZE TRA LE<br/>AUTORITÀ NAZIONALI DI VIGILANZA E LE AUTORITÀ DELL'ESFS</b> ..... | <b>85</b> |

## PREMESSA

Vorrei ringraziare il presidente della Commissione europea, José Manuel Barroso, per l'importante mandato conferitomi nell'ottobre 2008 di presiedere un gruppo di eminenti personalità con il compito di formulare un parere sul futuro della regolamentazione e della vigilanza europee in materia finanziaria. Il lavoro è stato molto stimolante. Sono grato a tutti i membri del gruppo per gli eccellenti contributi da loro forniti, e per tutti gli altri pareri formulati e documenti trasmessi da numerose parti interessate.

La presente relazione viene pubblicata in un momento in cui il mondo deve far fronte ad una crisi economica e finanziaria di estrema gravità.

L'Unione europea è duramente colpita.

La recessione economica.

L'aumento della disoccupazione.

L'ingente spesa pubblica per stabilizzare il sistema bancario: un debito che graverà sulle generazioni future.

La regolamentazione e la vigilanza in materia finanziaria si sono rivelate troppo deboli o hanno dato gli incentivi sbagliati. La globalizzazione dei mercati ha accelerato il contagio. L'opacità e la complessità hanno peggiorato la situazione.

Bisogna correre urgentemente ai ripari.

Occorre intervenire a tutti i livelli, mondiale, europeo e nazionale, e in tutti i settori finanziari.

Dobbiamo lavorare con i nostri partner per convergere verso standard elevati a livello mondiale, in seno all'FMI, all'FSF, al comitato di Basilea e al G20. È essenziale. Riconosciamo però che l'attuazione di questi standard e la vigilanza sul loro rispetto saranno effettive e durature soltanto se l'Unione europea, che possiede il più grande mercato dei capitali, riuscirà a dotarsi di un forte sistema europeo integrato di regolamentazione e di vigilanza.

Nonostante alcuni progressi, troppo del vigente quadro dell'Unione europea resta gravemente frammentato: le norme stesse, le strutture di vigilanza dell'Unione europea, i suoi meccanismi di gestione delle crisi.

La presente relazione delinea un quadro che potrà far avanzare l'Unione europea:

**verso un nuovo programma normativo:** per ridurre i rischi e migliorarne la gestione; per potenziare gli ammortizzatori sistemici degli shock; per attenuare gli amplificatori prociclici; per accrescere la trasparenza e per dare i giusti incentivi ai mercati finanziari;

**verso una vigilanza più forte e coordinata:** macroprudenziale e microprudenziale; basata sulle strutture esistenti; ambiziosa, passo dopo passo ma con un obiettivo semplice; una vigilanza più forte e coordinata per tutti i soggetti finanziari nell'Unione europea, con standard equivalenti per tutti, in modo da preservare condizioni di concorrenza in tutto il mercato interno;

**verso procedure efficienti di gestione delle crisi:** per rafforzare la fiducia tra le autorità di vigilanza, e creare vera fiducia; con metodi e criteri concordati, in modo che tutti gli Stati membri possano essere certi del fatto che i loro investitori, depositanti e cittadini sono adeguatamente tutelati nell'Unione europea.

In sostanza, abbiamo due alternative: la prima soluzione, all'insegna del "*chacun pour soi*", o la seconda, all'insegna di una cooperazione europea migliorata, pragmatica e ragionevole a beneficio di tutti per preservare un'economia mondiale aperta. Quest'ultima soluzione porterà indubbi vantaggi economici, ed è quella che preferiamo.

Dobbiamo metterci immediatamente all'opera.

*Jacques de Larosière*  
*Presidente*

## CLAUSOLA DI ESCLUSIONE DELLA RESPONSABILITÀ

*Le opinioni espresse nella presente relazione sono quelle  
del gruppo ad alto livello sulla vigilanza.*

*I membri del gruppo appoggiano tutte le raccomandazioni.*

*Tuttavia, essi non approvano necessariamente tutte le considerazioni  
di dettaglio contenute nella relazione.*

## INTRODUZIONE

- 1) Dal luglio 2007 il mondo si trova ad affrontare la crisi finanziaria più grave e più dirimpente dal 1929. Scoppiata inizialmente negli Stati Uniti, la crisi si è estesa a tutto il mondo, approfondendosi e aggravandosi. Si è dimostrata altamente contagiosa e complessa, propagandosi rapidamente a vari segmenti di mercato e a molti paesi. Molti settori del sistema finanziario continuano a subire forti tensioni. Alcuni mercati e alcuni istituti hanno smesso di funzionare, il che ha inciso negativamente sull'economia reale. I mercati finanziari si basano sulla fiducia, che però è in larga misura svanita.
- 2) L'economia mondiale sta subendo ingenti danni, che incidono fortemente sul costo e sulla disponibilità di credito, sui bilanci delle famiglie, i mutui, le pensioni, il finanziamento delle piccole e delle grandi imprese, che limitano fortemente l'accesso al finanziamento all'ingrosso e hanno ora ricadute sulle economie più fragili dei paesi emergenti. Le economie dei paesi dell'OCSE entrano in recessione e la disoccupazione aumenta rapidamente. Finora le banche e le imprese di assicurazione hanno cancellato dai bilanci più di 1 000 miliardi di euro. A 18 mesi di distanza dall'inizio della crisi non si conosce ancora l'entità delle perdite. Dall'agosto 2007 unicamente il crollo dei mercati borsistici mondiali ha causato perdite di valore delle società quotate per più di 16 000 miliardi di euro, equivalenti a circa 1,5 volte il PIL dell'Unione europea.
- 3) I governi e le banche centrali in tutto il mondo hanno adottato vari provvedimenti per cercare di migliorare la situazione economica e ridurre i pericoli sistemici: pacchetti di stimoli economici di varia natura, ingenti iniezioni di liquidità da parte della banca centrale, ricapitalizzazione degli istituti finanziari, garanzie per alcuni tipi di attività finanziarie, in particolare il prestito interbancario, o l'acquisto diretto di attività, e alcuni governi stanno studiando la possibilità di ricorrere a soluzioni di tipo "*bad bank*". Finora i risultati sono stati scarsi.
- 4) Il gruppo ritiene che le autorità monetarie mondiali e le autorità di regolamentazione e di vigilanza dei mercati finanziari possono e devono fare meglio per ridurre il rischio che fatti del genere si riproducano in futuro. Con questo non si vuole dire che in futuro tutte le crisi potranno essere evitate. Non sarebbe un obiettivo realistico. Ciò che dovrebbe e potrebbe essere evitato è il tipo di vulnerabilità sistemiche e interconnesse a cui abbiamo assistito e che hanno generato un tale contagio. Per evitare il ripetersi di questo tipo di crisi, occorre procedere ad una serie di modifiche essenziali delle politiche, che interessano l'Unione europea ma anche il più ampio sistema internazionale.
- 5) Il capitolo 1 della presente relazione inizia analizzando le cause complesse della crisi finanziaria, la cui comprensione è essenziale per decidere le risposte corrette sul piano della regolamentazione e della vigilanza.

# CAPITOLO I: LE CAUSE DELLA CRISI FINANZIARIA

## Aspetti macroeconomici

- 6) L'abbondante liquidità e i bassi tassi di interesse sono tra i principali fattori all'origine della crisi in corso, ma l'innovazione finanziaria ha amplificato e accelerato le conseguenze dell'eccesso di liquidità e della rapida espansione del credito. La forte crescita macroeconomica a partire dalla metà degli anni '90 ha creato l'illusione che fosse non solo possibile ma probabile mantenere in permanenza livelli di crescita elevati e sostenibili. Si è trattato di un periodo di condizioni macroeconomiche favorevoli, di bassi tassi di inflazione e di bassi tassi di interesse. Il volume dei crediti è cresciuto rapidamente e, dato che l'inflazione dei prezzi al consumo si manteneva bassa, le banche centrali, in particolare negli Stati Uniti, non hanno ritenuto necessario praticare una politica monetaria restrittiva. Piuttosto che nel prezzo delle merci e dei servizi, l'eccesso di liquidità si è manifestato nell'impennata dei prezzi dei beni immobiliari. Queste politiche monetarie hanno accresciuto gli squilibri sui mercati finanziari e delle materie prime mondiali.
- 7) D'altro canto, il basso tasso dei tassi di interesse statunitensi ha contribuito a creare una diffusa bolla edilizia. Alimentata da prestiti ipotecari non regolamentati o insufficientemente regolamentati e da complesse tecniche di finanziamento delle cartolarizzazioni. Una vigilanza insufficiente sui cosiddetti *government sponsored entities* (GSE – agenzie che beneficiano di sostegno statale) statunitensi, ossia Fannie Mae e Freddie Mac, e la forte pressione politica esercitata su di essi perché promuovessero la proprietà della casa da parte delle famiglie a basso reddito hanno aggravato la situazione. In Europa esistono vari modelli di finanziamento dell'acquisto della casa. Mentre un certo numero di Stati membri dell'UE hanno registrato aumenti insostenibili dei prezzi delle abitazioni, in alcuni Stati membri i prezzi sono cresciuti in misura più moderata e, in generale, la concessione di mutui ipotecari è stata più responsabile.
- 8) Negli Stati Uniti, la percentuale del risparmio privato è scesa dal 7% del reddito disponibile nel 1990, a meno zero nel 2005 e nel 2006. Il credito al consumo e i mutui ipotecari hanno registrato una rapida espansione. In particolare, la concessione di mutui *subprime* negli Stati Uniti è cresciuta in misura significativa, da 180 miliardi di USD nel 2001 a 625 miliardi di USD nel 2005.
- 9) Ciò è andato di pari passo con l'accumulo di enormi squilibri a livello mondiale. L'espansione del credito negli Stati Uniti<sup>1</sup> è stata finanziata dai massicci afflussi di capitale dai maggiori paesi emergenti con avanzi esterni, in particolare la Cina. Ancorando la loro moneta al dollaro, la Cina e altri paesi, come l'Arabia Saudita, hanno in pratica importato la disinvolta politica monetaria degli Stati Uniti, favorendo l'accumularsi degli squilibri. Gli avanzi delle partite correnti in questi paesi sono stati riciclati in titoli di Stato statunitensi e altre attività a basso rischio, il che ha depresso i rendimenti e spinto altri investitori a cercare rendimenti più elevati in attività più rischiose.

---

<sup>1</sup> Indicato da un disavanzo delle partite correnti superiore al 5% del PIL (ovvero 700 miliardi di USD all'anno) per un certo numero di anni.

- 10) In questo contesto di abbondante liquidità e di bassi rendimenti, gli investitori hanno cercato attivamente rendimenti più elevati e sono andati alla ricerca di opportunità. Il costo del rischio non è stato correttamente stimato. I creatori di prodotti di investimento hanno risposto a questo andamento sviluppando strumenti sempre più innovativi e complessi, concepiti per offrire rendimenti migliori, spesso dotati di una più grande leva finanziaria. In particolare, gli istituti finanziari hanno convertito i prestiti da essi concessi in mutui o titoli garantiti da attività (*asset-backed securities*), per poi trasformarli successivamente in obbligazioni cartolarizzate ricorrendo spesso a società veicolo fuori bilancio e a veicoli strutturati per l'investimento, il che ha causato un'espansione massiccia della leva finanziaria nell'ambito del sistema finanziario nel suo complesso. Ad esempio l'emissione negli Stati Uniti di titoli garantiti da attività è quadruplicata, passando da 337 miliardi di USD nel 2000 a più di 1 250 miliardi nel 2006, e i titoli rappresentativi di mutui (*mortgage-backed securities*) non concessi dalle GSE sono aumentati da circa 100 miliardi di USD nel 2000 a 773 miliardi di USD nel 2006. Sebbene in linea di principio la cartolarizzazione sia un modello economico auspicabile, essa è stata caratterizzata da un'opacità che ha nascosto la mediocre qualità delle attività sottostanti. Ciò ha contribuito all'espansione del credito, facendo credere che i rischi fossero ripartiti.
- 11) Questi sviluppi hanno portato ad un incremento della leva finanziaria e alla creazione di prodotti finanziari ancora più rischiosi. Nelle condizioni macroeconomiche che hanno preceduto la crisi illustrate sopra, gli alti livelli di liquidità hanno fatto scendere i costi del rischio ai livelli più bassi mai registrati. Tassi di interesse eccezionalmente bassi assieme ad una feroce concorrenza hanno spinto molti operatori del mercato – sia banche che investitori – a cercare rendimenti più elevati, o tramite un aumento della leva finanziaria o tramite investimenti in prodotti finanziari più rischiosi. Si sono presi rischi maggiori, i cui costi non erano correttamente stimati, come dimostrato dal calo degli *spread* ai livelli più bassi mai registrati. Gli istituti finanziari praticavano una leva finanziaria molto elevata (sia in bilancio che fuori bilancio) – e molti istituti finanziari avevano una percentuale di leva finanziaria superiore a 30 e a volte arrivavano fino a 60 – che li ha resi eccessivamente vulnerabili anche di fronte ad un calo modesto del valore delle attività.
- 12) Questi problemi si sono sviluppati dinamicamente. Il rapido riconoscimento degli utili consentito dai principi contabili ha portato da una parte a ritenere che i rischi fossero in diminuzione e dall'altra ad aumenti dei risultati finanziari. Questa combinazione, accompagnata da coefficienti patrimoniali costanti, ha determinato una rapida espansione dello stato patrimoniale e ha reso gli istituti finanziari vulnerabili ai cambiamenti di valutazione con il deteriorarsi delle condizioni economiche.

## **Gestione del rischio**

- 13) Sia le società finanziarie che le relative autorità di regolamentazione e di vigilanza hanno commesso gravi errori di valutazione del rischio, manifestatisi in vario modo: l'errata comprensione dell'interazione tra credito e liquidità e l'omessa verifica della leva finanziaria degli istituti sono tra le manifestazioni più importanti. L'effetto cumulativo di questi errori è stata una sovrastima della capacità delle società finanziarie nel loro complesso di gestire i rischi, e una corrispondente sottovalutazione dei capitali da detenere.

- 14) L'estrema complessità dei prodotti finanziari strutturali, che a volte prevedevano vari livelli di titoli di debito assistiti da garanzia reale (*collateralised debt obligations – CDO*), rendeva difficile una corretta valutazione dei rischi anche per gli operatori più sofisticati del mercato. Inoltre, le valutazioni dei rischi basate su modelli portavano ad una sottostima delle esposizioni agli shock normali e ai cosiddetti *tail risks* e pertanto l'esposizione complessiva al rischio. Le prove di stress erano troppo spesso basate su ipotesi leggere o persino errate. Chiaramente nessuna banca si aspettava un blocco totale dei mercati interbancari o di quelli dei *commercial papers*.
- 15) La situazione si è ulteriormente aggravata a causa della mancanza di trasparenza in comparti importanti dei mercati finanziari – e persino nell'ambito di determinati istituti finanziari – e dell'emergere di un sistema bancario "ombra". Si sapeva poco sull'entità e sull'ubicazione del rischio di credito. Per quanto gli strumenti cartolarizzati mirassero a ripartire il rischio su tutto il sistema finanziario, la natura del sistema ha reso impossibile verificare se il rischio fosse effettivamente ripartito o semplicemente riconcentrato in parti meno visibili del sistema. Questa evoluzione ha contribuito a creare incertezza sulla qualità creditizia delle controparti e un crollo della fiducia, il quale a sua volta ha favorito il diffondersi delle tensioni in altre parti del settore finanziario.
- 16) A questo riguardo due sono gli aspetti importanti. In primo luogo, il fatto che il quadro di Basilea 1 non affrontasse adeguatamente, e di fatto incoraggiasse, la scomparsa dai bilanci dell'assunzione del rischio. Ciò è stato in parte corretto dal quadro di Basilea 2. In secondo luogo, la crescita esplosiva dei mercati fuori borsa dei derivati del credito, che avrebbero dovuto consentire una mitigazione dei rischi, mentre in realtà li hanno accresciuti.
- 17) Il modello *originate-to-distribute* (crea e distribuisci), man mano che si diffondeva, creava incentivi perversi. Non soltanto ha reso confusa la relazione tra mutuatario e mutuante, ma ha anche distolto l'attenzione dalla capacità del mutuatario di pagare per un prestito – spesso senza regresso – assistito da garanzia reale. Un mutuante che sa sin dall'inizio che trasferirà (venderà) per intero il suo rischio di inadempimento tramite un titolo assistito da garanzia ipotecaria (*mortgage backed security – MBS*) o un CDO, non ha alcun incentivo a garantire standard di prestito elevati. La mancanza di regolamentazione, in particolare sul mercato statunitense dei mutui, ha peggiorato la situazione. Dati empirici dimostrano che vi è stato un drammatico deterioramento degli standard di prestito ipotecario negli Stati Uniti nel triennio dal 2005 al 2007, periodo in cui la percentuale di inadempimento è aumentata.
- 18) La situazione si è aggravata ancora di più a causa dei rischi di liquidità notevolmente sottostimato dagli istituti finanziari e dalle autorità di regolamentazione. Molti istituti finanziari non hanno gestito con sufficiente attenzione il processo di trasformazione delle scadenze. Quello che appariva come un modello imprenditoriale attraente nel contesto di mercati monetari liquidi e di curve dei rendimenti positive (assunzione di prestiti breve e concessione di prestiti lunga), si è rivelato una trappola pericolosa una volta che la liquidità si è prosciugata dai mercati del credito e la curva dei rendimenti si è appiattita.

## **Il ruolo delle agenzie di rating del credito.**

- 19) Le agenzie di rating del credito hanno contribuito ad abbassare la percezione del rischio di credito attribuendo meriti di credito AAA alle *tranche senior* dei prodotti finanziari strutturati, quali i CDO, ossia lo stesso merito da esse attribuito ai titoli pubblici e alle obbligazioni societarie ordinarie.
- 20) La maggiore sottostima da parte delle agenzie di rating del credito del rischio di inadempimento degli strumenti assistiti da garanzia reale tramite mutui *subprime* è stata per lo più il risultato di carenze nelle loro metodologie di rating. La mancanza di sufficienti dati storici relativi al mercato statunitense dei *subprime*, la sottostima delle correlazioni negli inadempimenti che avrebbero potuto verificarsi in un periodo di recessione e l'incapacità a tener conto del grave affievolimento degli standard di sottoscrizione da parte di alcuni promotori hanno contribuito alle mediocri prestazioni in termini di rating per quanto riguarda i prodotti strutturati tra il 2004 e il 2007.
- 21) I conflitti di interesse nelle agenzie di rating del credito hanno peggiorato la situazione. Il modello basato sul pagamento da parte dell'emittente (il cosiddetto "*issuer-pays model*"), ha avuto effetti particolarmente deleteri nel settore della finanza strutturata. Dato che i prodotti strutturati sono concepiti per beneficiare dalla diversa propensione al rischio degli investitori, essi sono strutturati in modo tale che ogni *tranche* ottenga un determinato merito di credito. I conflitti di interesse sono diventati più acuti dato che le implicazioni in termini di merito di credito di diverse strutture sono state discusse tra i promotori e le agenzie di rating del credito. Gli emittenti sono andati di agenzia in agenzia alla ricerca di quella che accordasse il merito di credito AAA ai loro prodotti.
- 22) Inoltre, il fatto che le autorità di regolamentazione imponessero a determinati investitori regolamentati di investire unicamente in prodotti con merito di credito AAA ha ulteriormente accresciuto la domanda di attività finanziarie di questo genere.

## **Carenze a livello di *governance* societaria**

- 23) Gli errori di valutazione e di gestione dei rischi sono stati aggravati dal mancato funzionamento dei pesi e contrappesi della *governance* societaria. Molti consigli di amministrazione e alti dirigenti delle imprese finanziarie non hanno compreso le caratteristiche dei nuovi prodotti finanziari altamente complessi da essi trattati, né erano coscienti del livello aggregato delle esposizioni delle loro società, per cui hanno gravemente sottostimato i rischi che stavano correndo. Molti membri di consigli di amministrazione non hanno svolto la sorveglianza o il controllo dovuti dei dirigenti. Né l'hanno fatto i proprietari delle società: gli azionisti.
- 24) I regimi di remunerazione e di incentivo degli istituti finanziari hanno contribuito ad un'assunzione di rischio eccessiva, premiando l'espansione a breve termine del volume delle operazioni (rischiose) piuttosto che la redditività a lungo termine degli investimenti. Inoltre, la pressione degli azionisti sui dirigenti per spingerli a far crescere il prezzo delle azioni e l'importo dei dividendi a favore degli investitori ha fatto sì che il superamento dei risultati trimestrali attesi diventasse il criterio per giudicare delle prestazioni di molte società.

## **Carenze a livello della normativa, della vigilanza e della gestione delle crisi**

- 25) Le politiche o le pratiche regolamentari e di vigilanza non sono state in grado di contenere queste pressioni. Alcune politiche seguite da lungo tempo, quali la definizione dei requisiti patrimoniali delle banche, facevano eccessivo affidamento sia sulle capacità di gestione del rischio delle banche stesse che sull'adeguatezza dei rating. In realtà proprio gli istituti finanziari regolamentati si sono dimostrati la fonte più grande di problemi. Ad esempio, i requisiti patrimoniali erano particolarmente permissivi sulle operazioni di negoziazione per conto proprio mentre (come i fatti hanno dimostrato) i rischi legati a questo tipo di operazioni si sono rilevati molto maggiori di quanto previsto dai modelli interni.
- 26) Tra gli errori commessi vi è stata l'insufficiente attenzione accordata alla liquidità dei mercati. Oltre a ciò, si è prestata troppa attenzione ad ogni singola impresa e troppo poca all'impatto dell'andamento generale sui settori o sui mercati nel loro complesso. Questi problemi si sono verificati in moltissimi mercati e paesi, e aggregandosi assieme hanno contribuito in misura sostanziale ai problemi sorti. Con l'*escalation* dei problemi in crisi specifiche, si sono avuti problemi reali di scambio di informazioni e di presa di decisione collettiva con la partecipazione delle banche centrali, delle autorità di vigilanza e dei ministeri delle Finanze.
- 27) I mercati dei derivati hanno registrato una rapida espansione (specialmente i mercati dei derivati sul credito) e vi è stato un proliferare incontrollato di veicoli fuori bilancio. I derivati sul credito hanno avuto una funzione significativa nell'innescare la crisi. Mentre le autorità di vigilanza statunitensi avrebbero dovuto essere in grado di individuare (e prevenire) il netto deterioramento delle condizioni di concessione dei prestiti ipotecari e di intervenire conformemente, le autorità di vigilanza dell'UE hanno avuto il compito più difficile di dover valutare fino a che punto l'esposizione al rischio *subprime* aveva contagiato gli istituti finanziari aventi sede nell'UE. Ciononostante, esse non sono state in grado di determinare fino a che punto un certo numero di istituti finanziari UE avevano accumulato – spesso in strutture fuori bilancio – esposizioni eccessivamente elevate verso attività finanziarie estremamente complesse, diventate in seguito illiquide. Nel loro insieme questi sviluppi hanno creato nel tempo opacità e mancanza di trasparenza.
- 28) Questa situazione è indice di serie limitazioni del quadro di vigilanza vigente a livello mondiale, sia nel contesto nazionale che transfrontaliero. Essa indica che le autorità di vigilanza finanziaria frequentemente non avevano, e in alcuni casi non hanno insistito per ottenere, o hanno ricevuto troppo tardi tutte le informazioni pertinenti sulla magnitudine complessiva dell'eccesso di leva finanziaria; esse non hanno compreso appieno o valutato l'entità dei rischi e sembra non abbiano saputo scambiare correttamente le informazioni con le loro controparti in altri Stati membri o negli Stati Uniti. In realtà, il modello imprenditoriale della banca di investimento di tipo statunitense e il modo in cui esso si è diffuso non è stato messo in discussione dalle autorità di vigilanza e dagli organismi di normazione. Risorse di vigilanza e di regolamentazione insufficienti, assieme ad un mix inadeguato di competenze nonché la differenza tra sistemi nazionali di vigilanza hanno peggiorato la situazione.
- 29) Le autorità di regolamentazione e quelle di vigilanza si sono concentrate sulla vigilanza microprudenziale di singoli istituti finanziari, senza prestare sufficiente attenzione ai

rischi macrosistemici di un contagio di shock orizzontali correlati. La forte concorrenza internazionale tra centri finanziari ha anch'essa fatto sì che le autorità di regolamentazione e di vigilanza nazionali fossero riluttanti a intraprendere azioni unilaterali.

- 30) Anche se l'accumularsi degli squilibri e dei rischi era riconosciuto e commentato da più parti, scarso era il consenso tra i responsabili politici e le autorità di regolamentazione al più alto livello sulla gravità del problema o sulle misure da adottare. Gli allarmi preventivi lanciati hanno avuto uno scarso impatto in termini di azione, e molti di essi erano comunque deboli.
- 31) La vigilanza multilaterale (FMI) non ha funzionato efficacemente, dato che non ha portato ad una correzione tempestiva degli squilibri macroeconomici e dei disallineamenti dei tassi di cambio. Né le preoccupazioni in merito alla stabilità del sistema finanziario internazionale hanno portato ad un sufficiente coordinamento degli interventi, ad esempio tramite il FMI, il FSF, il G8 o in altre sedi.

## **La dinamica della crisi**

- 32) La crisi è finalmente esplosa quando le pressioni inflazionistiche presenti nell'economia statunitense hanno imposto una stretta della politica monetaria a partire dalla metà del 2006, quando è apparso chiaro che la bolla edilizia dei *subprime* negli Stati Uniti sarebbe esplosa a seguito dell'aumento dei tassi di interesse. A partire dal luglio 2007 l'accumularsi delle perdite sui mutui *subprime* statunitensi ha innescato una perturbazione generalizzata dei mercati del credito, con la perdita della fiducia degli investitori a causa dell'incertezza sull'entità reale e l'ubicazione delle perdite sui crediti. Le esposizioni a dette perdite era state ripartite fra gli istituti finanziari in tutto il mondo, compresa l'Europa, tra l'altro tramite i mercati dei derivati sui crediti.
- 33) Il carattere prociclico di alcuni aspetti del quadro regolamentare è allora apparso in tutta la sua evidenza. Come è facile capire, gli istituti finanziari hanno cercato di disfarsi delle attività quando hanno compreso di aver tirato troppo la leva finanziaria, causando in tal modo un abbassamento del prezzo di mercato. I requisiti regolamentari (le norme contabili e i requisiti patrimoniali) hanno contribuito a innescare un *feed-back loop* negativo amplificato da importanti ripercussioni sui mercati creditizi.
- 34) Gli istituti finanziari, tenuti a valutare il loro portafoglio di negoziazione secondo il principio del valore corrente di mercato (che ha fatto lievitare i profitti e le riserve durante la fase di forte rialzo) hanno dovuto procedere a rettifiche di valore delle attività iscritte a bilancio con il *deleverage* dei mercati. A causa di un eccesso di leva finanziaria si sono trovati costretti a vendere altre attività per mantenere i livelli patrimoniali o a ridurre il volume dei loro prestiti. Vendite di emergenza effettuate da un istituto finanziario hanno costretto tutti gli altri istituti finanziari che detenevano attività analoghe a ridurre il valore delle attività a quello corrente di mercato. Molti fondi speculativi si sono comportati analogamente e le richieste di margini hanno acuito i problemi di liquidità.
- 35) Quando le agenzie di rating del credito hanno iniziato a rivedere al ribasso i meriti di credito dei CDO, le banche sono state costrette ad adeguare al rialzo i requisiti patrimoniali ponderati per il rischio. Ancora una volta, a causa dell'eccesso di leva finanziaria e delle crescenti difficoltà nella raccolta di capitali, una serie di istituti

finanziari si sono affrettati a cedere attività, esercitando ulteriori pressioni sui prezzi. Quando, nonostante i timori di possibili segnali negativi, le banche hanno cercato di raccogliere capitali freschi, più o meno contemporaneamente, si sono trovate di fronte a mercati dei capitali sempre più deboli. Questa evoluzione le ha costrette a cercare finanziamenti presso i fondi sovrani e, successivamente grazie al massiccio intervento statale. Quello che all'inizio era un problema di liquidità, per alcuni istituti si è trasformato rapidamente in un problema di solvibilità.

- 36) La mancanza di trasparenza del mercato, assieme all'improvvisa riduzione dei meriti di credito, e la decisione del governo degli Stati Uniti di non salvare la Lehman Brothers hanno portato ad un crollo generalizzato ad una crisi di fiducia, che nell'autunno 2008 ha portato praticamente alla chiusura del mercato monetario interbancario, creando in tal modo una crisi di liquidità su vasta scala, che pesa ancora gravemente sui mercati finanziari nell'UE e del resto del mondo. La complessità di un certo numero di strumenti finanziari e l'insita vulnerabilità delle attività sottostanti sono altri motivi che spiegano perché i problemi del mercato statunitense, relativamente ridotto, dei *subprime* abbiano portato il sistema finanziario mondiale sull'orlo di una vera e propria dislocazione. Quanto più tempo ci è voluto per rivelare la reale entità delle perdite, tanto più diffusa e profonda è diventata la crisi di fiducia, che rimane tuttora ampiamente irrisolta.
- 37) La risposta regolamentare al peggioramento della situazione è stata indebolita da un'infrastruttura UE di gestione delle crisi inadeguata, in termini di cooperazione sia tra autorità nazionali di vigilanza che tra autorità pubbliche. La BCE è stata tra i primi a reagire rapidamente fornendo liquidità al mercato interbancario. In mancanza di un quadro comune di gestione delle crisi, gli Stati membri si sono trovati a dover far fronte ad una situazione molto difficile. Specialmente per gli istituti finanziari più grandi, essi hanno dovuto reagire rapidamente e pragmaticamente per evitarne il fallimento. Per ovvi motivi, questi interventi, data la rapidità degli eventi, non sono stati pienamente coordinati e hanno a volte causato effetti di ricaduta negativa su altri Stati membri.

## CAPITOLO II: RIMEDI POLITICI E REGOLAMENTARI

### I. INTRODUZIONE

La presente relazione distingue tra regolamentazione e vigilanza in materia finanziaria.

38) La regolamentazione è l'insieme delle norme e dei principi che disciplinano gli istituti finanziari; il suo principale scopo è promuovere la stabilità finanziaria e tutelare gli utenti dei servizi finanziari. La regolamentazione può assumere varie forme, dagli obblighi di comunicazione a misure più stringenti quali i requisiti patrimoniali. Dal canto suo, la vigilanza è la procedura mirante alla sorveglianza degli istituti finanziari al fine di assicurare che le norme e i principi siano correttamente applicati. Ciò detto, in pratica la regolamentazione e la vigilanza sono interconnesse e pertanto in alcuni casi verranno valutate assieme nel presente capitolo e nel seguente.

39) Come evidenziato nel precedente capitolo, l'attuale crisi è il risultato della complessa interazione di fallimenti del mercato, di squilibri finanziari e monetari mondiali, di regolamentazione inappropriata, di vigilanza inefficace e di insufficiente sorveglianza macroprudenziale. Sarebbe semplicistico credere pertanto che questi problemi possano essere "risolti" semplicemente adottando altre norme. Tuttavia, resta il fatto che una buona regolamentazione è una condizione necessaria per la preservazione della stabilità finanziaria.

40) Un sistema finanziario robusto e competitivo dovrebbe facilitare l'intermediazione tra quanti dispongono di risorse finanziarie e quanti hanno bisogno di investire. Questo processo si basa sulla fiducia nell'integrità degli istituti e nella continuità dei mercati. *"This confidence, taken for granted in well-functioning financial systems, has been lost in the present crisis in substantial part due to its recent complexity and opacity, ...weak credit standards, mis-judged maturity mismatches, wildly excessive use of leverage on and off-balance sheet, gaps in regulatory oversight, accounting and risk management practices that exaggerated cycles, a flawed system of credit ratings and weakness of governance"*<sup>2</sup>.

Accorre affrontare tutti questi aspetti.

41) Il presente capitolo illustra alcune modifiche alla regolamentazione necessarie per rafforzare la stabilità finanziaria e la tutela dei consumatori in modo da evitare, se non il verificarsi delle crisi, che sono inevitabili, almeno la ripetizione dello straordinario tipo di tracollo sistemico a cui stiamo assistendo ora. La maggior parte delle questioni hanno carattere mondiale e non sono unicamente specifiche dell'UE.

---

<sup>2</sup> Relazione del gruppo dei 30, Washington, gennaio 2009. *"Questa fiducia, data per scontata nei sistemi finanziari ben funzionanti, è andata perduta nell'attuale crisi, in misura sostanziale a causa della sua complessità e opacità, ...standard creditizi insufficienti, errori di giudizio in merito ai disallineamenti di scadenza, uso eccessivo della leva finanziaria nel bilancio e fuori bilancio, carenze della vigilanza regolamentare, pratiche contabili e di gestione del rischio che hanno esagerato i cicli, un sistema difettoso di rating di credito e la debolezza della governance"*.

42) Su quali aspetti si dovrebbe porre l'accento nell'elaborazione della regolamentazione? Dovrebbe concentrarsi sulle fonti principali di debolezza della presente configurazione (ad esempio, la gestione delle bolle finanziarie, il rafforzamento della vigilanza regolamentare degli istituti che si sono rivelati scarsamente regolamentati, l'adeguamento delle pratiche regolamentari e contabili che hanno aggravato la prociclicità, la promozione di incentivi corretti per la buona *governance* e la trasparenza, le azioni per favorire l'uniformità degli standard e delle norme a livello internazionale ed un più stretto coordinamento tra autorità di regolamentazione e di vigilanza). L'eccesso di regolamentazione, naturalmente, dovrebbe essere evitato, perché rallenta l'innovazione finanziaria e ostacola pertanto la crescita dell'economia nel suo complesso. Inoltre, l'attuazione della vigente normativa, se adeguata (o se viene migliorata quando necessario), e una migliore vigilanza possono essere altrettanto importanti che elaborare una nuova regolamentazione.

## II. IL NESSO TRA POLITICA MACROECONOMICA E POLITICA REGOLAMENTARE

43) Il fattore di base fondamentale che ha reso possibile la crisi è stata l'ampia liquidità accompagnata dai bassi tassi di interesse che hanno prevalso a livello mondiale a partire dalla metà degli anni '90. Queste condizioni hanno alimentato l'assunzione dei rischi da parte degli investitori, delle banche e di altri istituti finanziari portando in ultimo alla crisi.

44) Il basso livello dei tassi di interesse a lungo termine nel corso degli ultimi cinque anni, un quinquennio di crescita sostenuta, è un fattore importante che contrasta con precedenti periodi di espansione.

45) Con la ripresa delle economie industriali nel corso di detto periodo, gli investimenti delle imprese non hanno registrato la crescita attesa. *“As a result, the worldwide excess of desired savings over actual investment ... pushed its way into the main markets that were opened to investment, housing in industrial countries, lifting house prices and rising residential construction”*<sup>3</sup>. Questo fenomeno, che ha interessato anche le attività finanziarie, si è registrato negli Stati Uniti ma anche nell'UE, dove bolle edilizie si sono avute nel Regno Unito, in Irlanda e in Spagna.

46) Questa spiegazione si discosta da quella che si concentra sull'eccesso di liquidità alimentato da una politica monetaria troppo tollerante. In realtà le due linee di pensiero si integrano a vicenda: bassi tassi di interesse hanno incoraggiato gli investimenti nelle attività immobiliari e finanziarie, ma se la politica monetaria fosse stata più severa, ci sarebbe stato un grado di espansione in qualche modo inferiore negli Stati Uniti, aumenti dei prezzi delle case più contenuti e disavanzi inferiori delle partite correnti. Allo stesso tempo, se i paesi con avanzi elevati avessero consentito l'apprezzamento della loro moneta, si sarebbero registrati disavanzi e avanzi inferiori delle partite concorrenti. Ci si chiede pertanto che cosa le autorità competenti possano fare almeno per attenuare i rischi

---

<sup>3</sup> Cfr. *“The global roots of the current financial crisis and its implications for regulation”* di Kashyap, Raghuram Rajan e Stein. *“Di conseguenza l'eccesso a livello mondiale di risparmi desiderati sugli investimenti effettivi... si sono spinti fino ai principali mercati aperti agli investimenti: l'edilizia nei paesi industrializzati, determinando un aumento dei prezzi delle abitazioni e delle costruzioni residenziali.”*

del formarsi di bolle speculative, invece di intervenire *ex-post* per iniettare liquidità al fine di limitare i danni da un punto di vista macroeconomico.

- 47) La mancanza di informazioni precise e credibili che consentano di dire se un determinato stato dei mercati immobiliari sia già una bolla speculativa non è un argomento sufficiente contro il tentativo di impedire il formarsi di una grave bolla speculativa.
- 48) Oggigiorno si ritiene comunemente che le autorità monetaria non possono evitare la creazione delle bolle intervenendo sui prezzi delle attività e che non dovrebbero cercare di farle scoppiare. Tuttavia, esse possono e dovrebbero comunicare adeguatamente le loro riserve sulla sostenibilità di aumenti elevati dei prezzi delle attività e contribuire ad una valutazione più oggettiva dei rischi sistemici. Allo stesso modo, esse possono e dovrebbero attuare una politica monetaria che faccia attenzione non solo ai prezzi al consumo ma anche agli sviluppi monetari e creditizi in generale e dovrebbero essere pronte a inasprire gradualmente la politica monetaria quando la moneta o il credito cresce in maniera eccessiva e insostenibile. Altre autorità competenti possono utilizzare anche determinati strumenti per contenere la crescita della moneta e del credito. Queste sono di particolare importanza nell'area dell'euro, in cui non possono essere attuate politiche monetarie specifiche per paese in funzione della posizione del singolo paese nel ciclo economico e specialmente nel ciclo del mercato immobiliare. I seguenti sono esempi di strumenti di regolazione che possono contribuire a realizzare obiettivi anticiclici:
- introdurre accantonamenti dinamici o riserve anticicliche per le banche nei “*periodi favorevoli*” per limitare l’espansione del credito e per ridurre in tal modo gli effetti prociclici nei “*periodi sfavorevoli*”;
  - rendere più severe le norme sulla valutazione dei crediti;
  - modificare le norme in materia fiscale che stimolano in misura eccessiva la domanda di beni immobili.
- 49) Questi strumenti non sono stati usati, o sono stati usati a malapena, dalle autorità monetarie e di regolamentazione prima della crisi in corso. Ciò dovrebbe servire da lezione per il futuro. Nel complesso occorrerà rafforzare la cooperazione tra autorità monetarie e di regolamentazione, al fine di definire e di attuare il mix di politiche migliore per mantenere un quadro macroeconomico stabile ed equilibrato. Al riguardo, sarà importante che la BCE attui una maggiore supervisione degli aspetti macroprudenziali dell’attività bancaria (cfr. *infra* il capitolo sulla vigilanza). Le banche dovrebbero essere soggette ad un controllo via via più intenso man mano che la bolla speculativa gonfia.
- 50) Infine, una “*vigilanza multilaterale*” molto più efficace e simmetrica da parte del FMI dei tassi di cambio e delle politiche economiche di base è necessaria per evitare la continuazione di disavanzi insostenibili (cfr. *infra* il capitolo sulle questioni mondiali).

### III. CORREGGERE LE LACUNE REGOLAMENTARI

#### Riformare alcuni aspetti chiave del vigente quadro regolamentare

- 51) Sebbene l'importanza relativa assegnata alla normativa (rispetto agli incentivi istituzionali, quali *governance* e valutazione dei rischi, o alle condizioni monetarie) sia soggetta a discussione, rimane il fatto che la normativa in materia di servizi finanziari a livello internazionale non ha né impedito né quanto meno limitato la crisi né le aberrazioni del mercato. Un riesame in profondità della politica regolamentare è pertanto necessario. Occorre sviluppare, sia in Europa che a livello internazionale, un consenso sulle misure di disciplina dei servizi finanziari necessarie per la tutela dei consumatori, la salvaguardia della stabilità finanziaria e la sostenibilità della crescita economica.
- 52) Ciò va fatto tenendo presente l'utilità dell'autoregolamentazione da parte del settore privato. La regolamentazione pubblica e l'autoregolamentazione si completano a vicenda e le autorità di vigilanza dovrebbero controllare che, dove esiste, l'autoregolamentazione sia correttamente applicata, il che non è stato fatto a sufficienza nel recente passato.

Le questioni che si illustrano di seguito devono essere trattate con urgenza.

#### a) Il quadro di Basilea 2

- 53) È errato ritenere che le norme di Basilea 2 rappresentino di per sé una delle principali cause della crisi. Nell'UE le norme sono entrate in vigore solo il 1° gennaio 2008 e saranno applicate negli Stati Uniti solo a partire dal 1° aprile 2010. Inoltre, il quadro di Basilea 2 contiene numerosi miglioramenti che, se fossero stati pienamente applicati negli anni passati, avrebbero contribuito a contenere in qualche misura l'emergere della crisi. Ad esempio, se il trattamento patrimoniale delle linee di liquidità concesse alle società veicolo fosse già stato in vigore si sarebbero potute ridurre alcune delle difficoltà. Al riguardo Basilea 2 rappresenta un miglioramento rispetto ai precedenti "coefficienti di indebitamento", rivelatisi inadeguati per le operazioni fuori bilancio.
- 54) Il quadro di Basilea 2 deve tuttavia essere rivisto. Esso sottovaluta alcuni rischi importanti e sopravvaluta la capacità delle banche di gestirli. Ugualmente errata si è rivelata a livello mondiale l'idea diffusa che la distribuzione dei rischi tramite la cartolarizzazione allontani i rischi dalle banche. Questi errori hanno portato a requisiti patrimoniali insufficienti. Occorre che questa situazione cambi. La metodologia di Basilea sembra essere eccessivamente basata su dati economici del passato recente e su buone condizioni di liquidità.
- 55) Le questioni legate alla liquidità sono importanti sia nel contesto delle singole imprese finanziarie che a livello del sistema di regolamentazione. Il gruppo ritiene che entrambi meritino un'attenzione maggiore di quella finora accordatagli. Le autorità di vigilanza devono prestare maggiore attenzione agli specifici disallineamenti di scadenza delle imprese sotto il loro controllo, e il legislatore nell'elaborare la normativa in materia patrimoniale deve integrarvi pienamente l'impatto sul capitale del comportamento delle banche a seguito delle pressioni sulla liquidità.

- 56) Una riflessione va anche fatta sull'importanza attribuita da Basilea 2 ai rating esterni. Senza dubbio molte delle imprese cosiddette “*buy-side*” hanno dato eccessiva importanza ai rating forniti dalle agenzie di rating del credito. Se le agenzie di rating agiscono nel rispetto di un grado adeguato di competenza e di integrità, i loro servizi sono di valore significativo e dovrebbero costituire una parte utile dei mercati finanziari. Questi argomenti sono alla base della raccomandazione 3. Ma l'utilizzo di rating non dovrebbe mai eliminare la necessità di un giudizio autonomo da parte di quanti prendono decisioni di investimento. Un particolare punto debole è stata l'accettazione dei rating dei prodotti strutturati da parte degli investitori senza comprendere la base sulla quale i prodotti venivano forniti.
- 57) Un altro problema fondamentale è stato l'uso da parte di banche sofisticate di modelli interni di rischio per la negoziazione e le esposizioni del portafoglio bancario. Spesso questi modelli non erano correttamente compresi dai membri del consiglio di amministrazione (sebbene le norme di Basilea 2 imponessero ai consigli di amministrazione una più attenta comprensione della gestione del rischio degli istituti). I modelli potrebbero superare il test in condizioni normali, ma erano chiaramente basati su un orizzonte statistico troppo corto, il che si è rivelato inadeguato nelle recenti circostanze eccezionali.
- 58) Piuttosto che basarsi esclusivamente su modelli interni di rischio, le norme future dovranno basarsi maggiormente sulla capacità di giudizio. Le autorità di vigilanza, i membri dei consigli di amministrazione e i dirigenti dovrebbero comprendere pienamente i nuovi prodotti finanziari e la natura e la portata dei rischi assunti; le prove di stress andrebbero compiute senza limitazioni ingiustificate. La dovuta diligenza professionale dovrebbe essere posta al centro stesso del loro lavoro quotidiano.
- 59) In questo contesto, il gruppo ritiene che il riesame del quadro di Basilea 2 dovrebbe articolarsi attorno ai seguenti elementi:
- la crisi ha dimostrato che dovrebbe esserci più capitale, più capitale di elevata qualità, nel sistema bancario, a livelli superiori agli attuali livelli minimi di legge. Le banche dovrebbero detenere maggiori capitali, specialmente nei periodi favorevoli, non soltanto per coprire i rischi idiosincratici ma anche per incorporare più in generale i rischi macroprudenziali. L'obiettivo dovrebbe essere quello di accrescere i requisiti minimi di capitale. Ciò dovrebbe essere fatto con gradualità per evitare inconvenienti prociclici e l'aggravarsi dell'attuale stretta creditizia;
  - la crisi ha messo in evidenza il forte impatto prociclico del vigente quadro normativo, dovuto in particolare all'interazione tra requisiti patrimoniali sensibili al rischio e l'applicazione del principio del valore corrente di mercato in condizioni di mercato deteriorate. Invece di avere un effetto di attenuazione, le norme hanno amplificato le tendenze di mercato verso l'alto e verso il basso, sia nel settore bancario che in quello assicurativo.
- 60) Come si può ridurre l'effetto prociclico di Basilea 2? Naturalmente un sistema basato sulla sensibilità al rischio è inevitabilmente in qualche misura prociclico: nel corso di una recessione, la qualità del credito si deteriora e i requisiti patrimoniali si fanno più stringenti. Il contrario avviene nei periodi di boom. Tuttavia nel quadro di Basilea vi è una

quota significativa di prociclicità “eccessiva” che deve essere ridotta utilizzando vari metodi<sup>4</sup>:

- per quanto riguarda il portafoglio bancario, è importante che, come disposto dalle norme in vigore, le banche valutino efficacemente i rischi, utilizzando approcci basati su tutto il ciclo, che ridurrebbero la prociclicità dell’attuale misurazione della probabilità delle perdite e degli inadempimenti;
- più in generale, la regolamentazione dovrebbe introdurre specifiche misure anticicliche. Il principio generale dovrebbe essere quello di rallentare la tendenza innata all’accumulazione dell’assunzione di rischi e alla sovraestensione nei periodi di crescita sostenuta della domanda di credito e di espansione dei profitti delle banche. Al riguardo “l’accantonamento dinamico” introdotto dalla Banca di Spagna sembra un modo pratico di affrontare il problema: si creano cuscinetti anticiclici che aumentano nei periodi di espansione e si consente che in determinate circostanze si sgonfino in periodi di recessione. Ciò sarebbe più semplice se le autorità fiscali considerassero in maniera ragionevole le riserve costituite a fronte di perdite future attese. Un altro metodo sarebbe quello di spostare analogamente i requisiti patrimoniali in senso anticiclico;
- questo approccio è sensato da un punto di vista microprudenziale perché riduce i rischi di fallimenti bancari. Ma è anche auspicabile in una prospettiva macroprudenziale e macroeconomica. In effetti, una tale misura tenderebbe a mettere dei limiti all’espansione eccessivamente rapida del credito e a ridurre i pericoli di sovrareazioni del mercato nei periodi di recessione;
- in merito al portafoglio di negoziazione, occorre ridurre la prociclicità e innalzare i requisiti patrimoniali. Gli attuali modelli statistici VaR sono chiaramente prociclici (troppo spesso derivati da osservazioni su periodi troppo brevi per catturare tutti i movimenti dei prezzi di mercato e da altre ipotesi discutibili). Se la volatilità diminuisce un anno, i modelli assieme alle regole contabili tendono a sottostimare i rischi (spesso bassa volatilità ed espansione del credito sono segni di avversione al rischio irrazionalmente bassa e pertanto di future inversioni). Più in generale, il livello di copertura patrimoniale richiesto per il portafoglio di negoziazione è stato fin troppo basso rispetto ai rischi assunti, in un sistema in cui le banche hanno fatto troppo affidamento sulla liquidità tramite “strumenti negoziabili” che alla fine, quando la liquidità è evaporata, si sono rivelati non negoziabili. Nei casi in cui le banche compiono operazioni in conto proprio per una quota significativa delle loro attività complessive, saranno necessari requisiti di capitale più elevati.

È importante che tali raccomandazioni siano velocemente adottate a livello internazionale dal comitato di Basilea e dal FSF, che dovrebbero definire i dettagli appropriati.

61) È cruciale misurare e limitare i rischi di liquidità, ma non si può farlo unicamente tramite criteri quantitativi. In realtà il modello “*originate-and distribute*”, sviluppatosi di pari passo con la cartolarizzazione, ha introdotto una nuova dimensione alla questione della liquidità. Tale dimensione non è stata presa sufficientemente in considerazione dal vigente

---

<sup>4</sup> Cfr. Lord Turner, *The Financial Crisis and the Future of Financial Regulation, The Economist’s Inaugural City Lecture*, 21 gennaio 2009.

quadro. La valutazione da parte di istituti e di autorità di regolamentazione del “giusto” livello di liquidità è difficile perché molto dipende dalle ipotesi formulate sulla liquidità di specifiche attività e titoli complessi, nonché sul finanziamento sicuro. Pertanto le attività detenute dal sistema bancario dovrebbero essere esaminate avendo riguardo non solo al loro livello ma anche alla loro qualità (rischio di controparte, trasparenza degli strumenti complessi, ecc.) e al rischio di trasformazione delle scadenze (ad esempio dipendenza dai finanziamenti a breve termine). Queste limitazioni della liquidità dovrebbero essere valutate attentamente dalle autorità di vigilanza. In effetti, il “coefficiente di disallineamento” o l’aumento dei coefficienti di liquidità deve essere in linea con la natura delle attività e con gli orizzonti temporali della loro detenzione da parte delle banche.

In futuro il comitato di Basilea dovrebbe concentrare maggiormente l’attenzione sulla gestione del rischio di liquidità. Anche se si tratta di un compito estremamente difficile, il comitato dovrebbe presentare un insieme di norme che completino i vigenti criteri qualitativi (tali norme dovrebbero coprire la necessità di mantenere, data la natura del rischio di portafoglio, un mix appropriato di finanziamenti a lungo termine e di attività liquide).

- 62) Dovrebbero esservi norme più severe (come raccomandato dal FSF) per i veicoli fuori bilancio. Ciò significa chiarire la portata della normativa prudenziale applicabile a detti veicoli e fissare, se necessario, requisiti patrimoniali più elevati. Occorrerebbe inoltre assicurare una maggiore trasparenza.
- 63) L’UE dovrebbe convenire una definizione chiara, comune e ampia di fondi propri. Tale definizione dovrebbe in particolare chiarire se e quale strumento ibrido dovrebbe essere considerato di classe 1. La definizione dovrebbe essere confermata a livello internazionale dal comitato di Basilea e applicata a livello mondiale. Dovrebbe inoltre considerarsi anche la possibilità di limitare in futuro gli strumenti di classe 1 al capitale proprio e alle riserve.
- 64) Per assicurare che i dirigenti e i membri del consiglio di amministrazione delle banche possiedano la necessaria competenza per comprendere strumenti e metodi complessi, occorrerebbe rivedere e rafforzare i criteri di “professionalità e di onorabilità”. Inoltre dovrebbero essere attuate norme armonizzate a livello internazionale per rafforzare il mandato e le risorse delle funzioni di controllo interno e di audit delle banche. Le autorità di regolamentazione e di vigilanza dovrebbero essere meglio formate nella comprensione dei modelli di valutazione di rischi.
- 65) Il gruppo sostiene il lavoro avviato dal comitato di Basilea sulle predette questioni. Tuttavia, sarà importante che il comitato di Basilea lavori il più rapidamente possibile. Ci sono voluti 8 anni per la revisione di Basilea 1. È un periodo troppo lungo, specialmente se si considera la velocità alla quale evolve il settore bancario. Sarà importante che il comitato di Basilea trovi il modo per concordare i dettagli delle predette riforme molto più rapidamente.

***Raccomandazione 1:*** *il gruppo ritiene sia necessario un riesame approfondito delle norme di Basilea 2. Pertanto, il Comitato di Basilea sulla vigilanza bancaria dovrebbe essere invitato a modificare con urgenza le norme al fine di:*

- *aumentare gradualmente i requisiti patrimoniali minimi;*
- *ridurre la prociclicità, ad esempio incoraggiando l'accantonamento dinamico e la costituzione di stock di capitali;*
- *introdurre norme più severe in materia di voci fuori bilancio;*
- *inasprire le norme sulla gestione della liquidità, e*
- *rafforzare le norme sul controllo interno delle banche e la gestione dei rischi, in particolare rafforzando i criteri di "professionalità e onorabilità" per i dirigenti e i membri del consiglio di amministrazione.*

*Inoltre, è essenziale che le norme siano integrate da un maggiore affidamento sulla capacità di giudizio.*

***Raccomandazione 2:*** *nell'UE dovrebbe essere adottata una definizione comune di patrimonio di vigilanza, che chiarisca se e quali strumenti ibridi debbano essere considerati capitale di classe 1. La definizione dovrebbe essere confermata dal comitato di Basilea.*

## **b) Le agenzie di rating del credito**

66) Dato il ruolo cardine e quasi regolamentare che esse hanno nei mercati finanziari odierni, le agenzie di rating del credito devono essere disciplinate in maniera efficace per assicurare l'indipendenza, l'obiettività e la qualità più elevata possibile dei meriti di credito da esse formulati. Ciò è tanto più necessario data la natura oligopolistica della loro attività. La stabilità e il funzionamento dei mercati finanziari non dovrebbe dipendere dal parere di un numero esiguo di agenzie, le cui opinioni si sono spesso rivelate errate e che troppo frequentemente sono stati utilizzate come succedaneo di una rigorosa dovuta diligenza da parte delle imprese.

67) La Commissione ha presentato una proposta di regolamento sulle agenzie di rating del credito. Tuttavia il sistema di concessione delle autorizzazioni e di vigilanza contenuto nella proposta è troppo complesso. La ripartizione dei compiti tra autorità di origine e autorità ospitanti, in particolare, manca probabilmente di efficacia e di efficienza. Il gruppo ritiene che sarebbe molto più razionale affidare al comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR) il compito di concedere di autorizzare le agenzie di rating del credito nell'UE, di sorvegliarne l'attività e di imporre eventuali modifiche (secondo la proposta di nuovo quadro di vigilanza illustrata al capitolo successivo).

68) Oltre a questa proposta di regolamento, dovrebbe essere effettuato un esame approfondito del modello economico delle agenzie di rating del credito, in particolare per eliminare i conflitti di interesse che esistono attualmente. Uno degli svantaggi dell'attuale modello

consiste nel fatto che le agenzie di rating del credito sono finanziate interamente dagli emittenti e non dagli utenti, il che costituisce una fonte di conflitti di interesse. Le modalità di passaggio dall'attuale modello in cui è l'emittente a pagare ad un modello in cui sia l'acquirente a pagare dovrebbero essere discusse a livello internazionale. Inoltre, anche se in pratica potrebbe rivelarsi un compito difficile, occorre riflettere sulle modalità per separare completamente la formulazione dei meriti di credito dalla consulenza agli emittenti sulla concezione di prodotti complessi.

- 69) L'uso dei meriti di credito imposto da alcune normative in materia finanziaria pone una serie di problemi, ma è probabilmente inevitabile in questa fase. Tuttavia, con il tempo dovrebbe ridursi in misura significativa.
- 70) Le autorità di regolamentazione dovrebbero sorvegliare da vicino l'operato delle agenzie di rating del credito e dovrebbero far dipendere il riconoscimento e l'autorizzazione all'uso dei meriti di credito da esse formulati dal loro operato. Questa funzione dovrebbe essere attribuita al CESR, il quale dovrebbe autorizzare annualmente le agenzie di rating del credito i cui meriti di credito possono essere utilizzati ai fini di legge. Qualora l'operato di una data agenzia di rating fosse insufficiente, il CESR potrebbe limitarne l'attività o revocare l'autorizzazione.
- 71) Infine, il rating dei prodotti strutturati dovrebbe essere modificato con l'introduzione di un codice nuovo e distinto che avvisi gli investitori sulla complessità dello strumento.
- 72) Queste raccomandazioni dovranno naturalmente coincidere con una maggiore dovuta diligenza da parte degli acquirenti. Le autorità di vigilanza dovrebbero verificare che gli istituti finanziari abbiano le capacità di integrare l'uso dei meriti di credito esterni (sui quali non dovrebbero più dipendere in misura eccessiva) con solide valutazioni indipendenti.

***Raccomandazione 3: per quanto riguarda il regolamento sulle agenzie di rating del credito, il gruppo raccomanda che:***

- *nell'ambito dell'UE il compito di registrazione e di vigilanza delle agenzie di rating del credito venga conferito al CESR, che andrebbe rafforzato;*
- *occorrerebbe procedere ad un riesame approfondito del modello imprenditoriale delle agenzie di rating del credito, del loro finanziamento e dei margini esistenti per separare l'attività di rating da quella di consulenza;*
- *nel tempo l'uso dei meriti di credito nella normativa in materia finanziaria dovrebbe essere ridotto in misura significativa;*
- *il rating dei prodotti strutturati dovrebbe essere modificato con l'introduzione di codici distinti per tali prodotti.*

***È fondamentale che queste modifiche della normativa vadano di pari passo con l'esercizio di una maggiore dovuta diligenza e di un maggior giudizio da parte degli investitori e con un potenziamento della vigilanza.***

### c) Il principio del valore corrente di mercato

- 73) La crisi ha messo in evidenza la difficoltà di applicare il principio del valore corrente di mercato in determinate condizioni di mercato, nonché il forte impatto prociclico che il principio può avere. Il gruppo ritiene che vi sia bisogno di un'ampia riflessione sul principio del valore corrente di mercato. In generale questo principio ha senso, ma possono esservi condizioni specifiche in cui non dovrebbe applicarsi perché può trarre in inganno gli investitori e stravolgere le politiche seguite dai dirigenti.
- 74) È particolarmente importante che le banche continuino ad avere la possibilità di detenere attività, iscritte a bilancio al costo ammortizzato al valore equo storico o originario (naturalmente rettificato in caso di riduzioni future di valore), per un lungo periodo nel portafoglio bancario, il che non significa che le banche possano a propria discrezione trasferire le attività dal portafoglio bancario a quello di negoziazione. Va salutata con favore la decisione prontamente adottata dall'UE nell'ottobre 2008 di modificare lo IAS 39, introducendo in tal modo maggiore flessibilità e una maggiore convergenza verso i principi contabili statunitensi (US GAAP). È irrilevante valutare al valore corrente di mercato, su base giornaliera, attività destinate ad essere detenute e gestite a lungo termine a condizione che siano ragionevolmente coperte da finanziamenti.
- 75) Occorre anche tener conto delle differenze tra modelli imprenditoriali. Ad esempio, l'intermediazione del credito e della liquidità richiede comunicazione e trasparenza ma non necessariamente norme sul valore corrente di mercato, le quali sebbene appropriate per le attività di banca di investimento e di negoziazione, non sono appropriate per la tradizionale attività creditizia e alla politica di detenere investimenti a lungo termine. Il valore economico a lungo termine dovrebbe essere al centro di ogni metodo di valutazione: potrebbe essere basato, ad esempio, sulla valutazione dei futuri flussi di cassa derivanti dal titolo, quando vi è un periodo minimo esplicito di detenzione e se i flussi di cassa possono essere considerati sostenibili per un lungo periodo.
- 76) Un'altra materia da affrontare si riferisce alle situazioni in cui le attività non possono essere valutate al valore corrente di mercato perché non esiste più un mercato attivo per dette attività. In tali circostanze gli istituti finanziari non possono fare altro che utilizzare le procedure interne di modellizzazione. Naturalmente la qualità e l'adeguatezza di tali procedure dovrebbero essere valutate da revisori. Le metodologie utilizzate dovrebbero essere trasparenti. Inoltre le procedure interne di modellizzazione dovrebbero essere oggetto di vigilanza da parte dei comitati di livello 3, per assicurare l'uniformità ed evitare distorsioni della concorrenza.
- 77) Per assicurare la convergenza delle pratiche contabile e condizioni di parità a livello mondiale, l'*International Accounting Standard Board* (IASB) dovrebbe avere il compito di promuovere la formazione di un consenso sul dove e sul come il principio del valore corrente di mercato dovrebbe essere applicato e sul dove non dovrebbe. A tal scopo, lo IASB deve aprirsi maggiormente ai pareri delle autorità di regolamentazione e di vigilanza e alle imprese. Ciò dovrebbe andare di pari passo con lo sviluppo di una struttura di *governance* più attenta, aperta, responsabile ed equilibrata. Se un tale consenso non dovesse formarsi, spetterebbe alla comunità internazionale fissare i limiti dell'applicazione del principio del valore corrente di mercato.

78) Al centro del dibattito politico vi è ora la valutazione delle attività deteriorate. È di fondamentale importanza che la valutazione di queste attività venga effettuata sulla base di metodologie comuni a livello internazionale. Il gruppo incoraggia tutte le parti a giungere ad una soluzione che minimizzi le distorsioni della concorrenza e i costi per i contribuenti. Soluzioni ampiamente disparate non contribuiranno a ridurre l'incertezza che regna sui mercati.

79) Per quanto riguarda la questione della prociclicità, in linea di principio, il sistema contabile dovrebbe essere neutro e non si dovrebbe consentire che porti ad una modifica dei modelli imprenditoriali, che è quello che ha fatto in passato "incentivando" le banche ad operare a breve termine. Il bene pubblico della stabilità finanziaria deve essere integrato nella definizione dei principi contabili, il che sarebbe più semplice se le autorità di regolamentazione avessero un seggio permanente in seno allo IASB (cfr. il capitolo sui rimedi a livello mondiale).

***Raccomandazione 4: in merito alle norme contabili il gruppo ritiene che vi sia bisogno di una più ampia riflessione sul principio del valore corrente di mercato e in particolare raccomanda che:***

- *vengano trovate soluzioni rapide per le questioni contabili rimaste in sospeso concernenti i prodotti complessi;*
- *i principi contabili non dovrebbero favorire un modello imprenditoriale rispetto ad un altro, né promuovere comportamenti prociclici o scoraggiare investimenti a lungo termine;*
- *lo IASB e gli altri organismi di normazione in materia contabile dovrebbero chiarire e concordare una metodologia comune e trasparente per la valutazione delle attività sui mercati illiquidi, sui quali il principio del valore corrente di mercato non può essere applicato;*
- *lo IASB dovrebbe aprire maggiormente la procedura di elaborazione dei principi alle autorità di regolamentazione, di vigilanza e alle imprese;*
- *la struttura di sorveglianza e di governance dello IASB dovrebbe essere rafforzata.*

#### **d) Il settore assicurativo**

80) La crisi ha avuto origine e si è sviluppata nel settore bancario. Ma il settore assicurativo non è rimasto del tutto immune. La più grande compagnia di assicurazione del mondo ha dovuto essere salvata in ragione delle sue interconnessioni con l'intero settore finanziario, tra l'altro tramite attività nel settore dei *credit default swaps*. Inoltre, il fallimento del modello imprenditoriale degli assicuratori monolinea ha creato notevoli problemi a livello di mercati e di normativa. È pertanto importante, specialmente in un momento in cui l'Europa ha in corso la revisione del quadro normativo dell'intero settore assicurativo, trarre insegnamenti dalla crisi del settore assicurativo statunitense. Le imprese di assicurazione possono essere soggette a gravi rischi di mercato e di concentrazione. Rispetto alle banche, le imprese di assicurazione tendono a essere più sensibili all'andamento del mercato azionario (e meno al rischio di liquidità e di credito, anche se la crisi ha dimostrato che non sono immuni neanche da tali rischi).

- 81) La direttiva Solvibilità 2 costituisce un importante passo avanti negli sforzi di miglioramento della normativa in materia assicurativa, per promuovere la valutazione del rischio e razionalizzare la gestione delle grandi imprese. La direttiva Solvibilità 2 dovrebbe pertanto essere approvata con urgenza. La direttiva, specialmente se integrata da misure che traggano i dovuti insegnamenti dalla crisi, consentirebbe di porre rimedio all'attuale frammentazione delle norme nell'UE e permetterebbe una valutazione più ampia, sia qualitativa che economica, dei summenzionati rischi. La direttiva consentirebbe inoltre di facilitare la gestione e la vigilanza dei grandi gruppi assicurativi. Con la previsione dei collegi di autorità di vigilanza per tutti i gruppi transfrontalieri, la direttiva consentirebbe di rafforzare e di organizzare meglio la cooperazione in materia di vigilanza, il che è mancato finora nonostante gli sforzi del comitato delle autorità europee di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (CEIOPS). Il caso dell'AIG negli Stati Uniti ha evidenziato in termini drammatici cosa avviene in mancanza di cooperazione tra autorità di vigilanza.
- 82) Divergenze di opinione tra Stati membri "di origine" e "ospitanti" sulla gestione del regime in materia di supporto di gruppo hanno impedito finora di concludere con successo i negoziati sulla direttiva. La questione può essere risolta fornendo adeguate salvaguardie agli Stati membri ospitanti. Inoltre, il gruppo ritiene che il nuovo quadro di vigilanza proposto nel capitolo sulla vigilanza (in particolare la creazione di un meccanismo obbligatorio di mediazione tra autorità di vigilanza di origine e ospitanti) in aggiunta allo sviluppo di regimi armonizzati di garanzia delle assicurazioni potrebbero contribuire a sbloccare la situazione. Tutte le predette misure (salvaguardie, mediazione obbligatoria, regimi di garanzia delle assicurazioni) dovrebbero essere attuate contestualmente alla direttiva Solvibilità 2. Sarebbe altamente auspicabile che il predetto pacchetto venga adottato prima del maggio 2009, data di scioglimento del Parlamento europeo per le elezioni.

***Raccomandazione 5: il gruppo ritiene che la direttiva Solvibilità 2 debba essere adottata e debba includere un regime equilibrato in materia di supporto di gruppo, oltre a salvaguardie adeguate per gli Stati membri ospitanti, una procedura di mediazione obbligatoria tra autorità di vigilanza e la creazione di regimi armonizzati di garanzia delle assicurazioni.***

#### **e) Poteri di vigilanza e sanzionatori**

- 83) Un quadro solido in materia prudenziale e di condotta negli affari per il settore finanziario deve basarsi su regimi di vigilanza e sanzionatori forti. Le autorità di vigilanza devono essere dotate dei poteri necessari per intervenire quando gli istituti finanziari hanno una gestione dei rischi e meccanismi di controllo inadeguati nonché una solvibilità inadeguata delle posizioni di liquidità. Dovrebbero esservi inoltre regimi sanzionatori uniformi, severi e dissuasivi per tutti i reati finanziari, sanzioni che dovrebbero essere attuate effettivamente.

84) Non vi è niente di questo attualmente nell'UE. I regimi sanzionatori degli Stati membri sono in genere deboli ed eterogenei. Le sanzioni per l'abuso di informazioni privilegiate varia da poche migliaia di euro in uno Stato membro a milioni di euro o al carcere in un altro. Ciò può incitare all'arbitraggio regolamentare nel mercato unico. Le sanzioni dovrebbero pertanto essere urgentemente rafforzate e armonizzate. Le enormi differenze pecuniarie nei livelli delle ammende che possono essere inflitte nel settore della concorrenza e delle sanzioni per frode finanziaria sono sorprendenti. Inoltre, gli Stati membri dovrebbero riesaminare la loro capacità di individuare adeguatamente i reati finanziari commessi. Se necessario, dovrebbero essere impiegate maggiori risorse e si dovrebbe far ricorso a procedure di individuazione più sofisticate.

**Raccomandazione 6: il gruppo ritiene che:**

- *le autorità competenti di tutti gli Stati membri dovrebbero essere dotate dei necessari poteri di vigilanza, comprese le sanzioni, per assicurare il rispetto delle vigenti norme da parte degli istituti finanziari;*
- *le autorità competenti dovrebbero anche essere dotate di regimi sanzionatori forti, equivalenti e dissuasivi per contrastare ogni tipo di reato finanziario.*

## **Colmare le carenze regolamentari**

### **a) Il “sistema bancario parallelo”**

85) Oltre alle lacune individuate nell'attuale quadro normativo, e in particolare nel quadro di Basilea 2, si consiglia di analizzare le attività del “sistema bancario parallelo” (che comprende i fondi speculativi, le banche di investimento, altri fondi, varie voci fuori bilancio, gli intermediari di credito ipotecario in alcune giurisdizioni). Il gruppo ritiene che una regolamentazione appropriata debba essere estesa, in maniera proporzionale, a tutte le imprese e a tutti i soggetti che esercitano attività finanziaria che possono avere un impatto sistemico (ad esempio in forma di rischio di controparte, rischio di scadenza, rischio di tasso di interesse, ecc.) anche se non hanno contatti diretti con il grande pubblico. Ciò è tanto più importante dato che questi soggetti, non custodendo depositi, possono essere molto vulnerabili in caso di evaporazione della liquidità, con gravi conseguenze per l'economia reale.

86) Per quanto riguarda i fondi speculativi, il gruppo ritiene che essi non abbiano avuto un ruolo importante nello scoppio della crisi. Il loro ruolo si è sostanzialmente limitato ad una funzione di trasmissione, in particolare tramite le massicce vendite di azioni e tramite operazioni di vendita allo scoperto. Occorre anche riconoscere che nell'UE, diversamente da quanto avviene negli Stati Uniti, la maggior parte dei gestori dei fondi speculativi sono registrati e soggetti agli obblighi di informazione. È quanto avviene in particolare nel Regno Unito, dove i gestori dei fondi speculativi sono soggetti alla stessa normativa e allo stesso obbligo di registrazione di ogni gestore di fondo, e dove i primi 30 maggiori fondi speculativi sono soggetti a obblighi di fornire informazioni dirette in grado di offrire un quadro generale, nonché al controllo indiretto tramite le banche e i *prime brokers*).

- 87) Sarebbe auspicabile che tutti gli altri Stati membri nonché gli Stati Uniti adottino un insieme di norme analoghe. In effetti, i fondi speculativi possono incrementare la leva finanziaria del sistema e, data la scala alla quale possono operare, in caso di problema, l'aggiustamento concentrato delle loro posizioni potrebbe causare una grave dislocazione.
- 88) C'è bisogno di maggiore trasparenza dato che le banche, che sono tra i maggiori prestatori dei fondi speculativi, e le rispettive autorità di vigilanza, non sono state in grado di avere un quadro generale dei rischi che si assumono. Le autorità di vigilanza hanno almeno bisogno di sapere quali fondi speculativi sono di importanza sistemica. Ed esse dovrebbero avere una visione chiara e costante delle strategie, della struttura dei rischi e della leva finanziaria di questi fondi di importanza sistemica. La necessità di disporre di informazioni di vigilanza richiede la creazione di un'autorità formale che abbia il compito di registrare tali fondi, di valutarne le strategie, i metodi e la leva finanziaria. Ciò è necessario perché l'esercizio della sorveglianza macroprudenziale è essenziale per la stabilità finanziaria.
- 89) Negli Stati Uniti deve inoltre essere ridisegnata una normativa appropriata per le grandi banche di investimento e i *broker dealers*, quando questi non sono organizzati in società di partecipazione bancaria.
- 90) Al riguardo, particolare attenzione deve essere prestata agli istituti che svolgono attività di negoziazione per conto proprio per creare valore per i loro azionisti, ossia banche di investimento e banche commerciali che hanno effettuato dette attività (che non sono sostanzialmente diverse da alcuni fondi speculativi). Generalmente si ammetteva che principi normativi blandi bastassero in questo contesto perché gli istituti negoziavano "a loro rischio e pericolo". L'esperienza ha dimostrato che le banche di investimento, le quali erano soggette a requisiti patrimoniali molto limitati, hanno fatto un massiccio ricorso alla leva finanziaria e hanno causato gravi problemi sistemici. Inoltre, è emerso che questi istituti erano oggetto di una vigilanza molto debole da parte della *Securities and Exchange Commission* (SEC), per cui nessuno aveva un quadro preciso della loro partecipazione nei fondi speculativi e nelle società veicolo, né le autorità competenti avevano un quadro dell'entità degli investimenti per conto proprio di questi istituti, in particolare nel settore immobiliare statunitense.
- 91) Questi istituti non dovrebbero essere soggetti agli stessi controlli delle banche ordinarie, tuttavia andrebbero definiti requisiti patrimoniali adeguati in materia di negoziazione per conto proprio e di obblighi di informazione per permettere di valutare il loro grado di leva finanziaria. Inoltre, occorre modificare gli incentivi che hanno favorito l'eccessiva assunzione di rischio (in particolare a causa della struttura dei bonus).
- 92) Secondo il gruppo, la proprietà di un fondo speculativo (o di un fondo di *private equity*) da parte di una banca non dovrebbe necessariamente essere vietata. Tuttavia, esso ritiene che una tale situazione richieda requisiti patrimoniali molto rigorosi e un controllo molto attento da parte delle autorità di vigilanza.

***Raccomandazione 7: per quanto riguarda il "sistema bancario parallelo", il gruppo raccomanda:***

- ***di estendere un'adeguata normativa, in maniera proporzionale, a tutte le imprese e a tutti i soggetti che svolgono attività finanziarie di natura potenzialmente sistemica, anche se non hanno rapporti diretti con il grande pubblico;***

- *di migliorare la trasparenza di tutti i mercati finanziari, in particolare per i fondi speculativi aventi importanza sistemica, imponendo in tutti gli Stati membri dell'UE e a livello internazionale a carico dei gestori dei fondi speculativi obblighi di registrazione e di informazione in merito a strategie, metodi e leva finanziaria, anche per quanto riguarda le attività internazionali;*
- *di introdurre adeguati requisiti patrimoniali a carico delle banche che possiedono o che gestiscono fondi speculativi o che effettuano in altro modo negoziazioni per conto proprio in misura significativa e di controllarle da vicino.*

## **b) I mercati dei prodotti cartolarizzati e derivati**

93) La crisi ha messo in luce la necessità di un riesame generale del funzionamento dei mercati dei derivati. La semplificazione e la normalizzazione della maggior parte dei derivati negoziati fuori borsa, lo sviluppo di tecniche adeguate di riduzione dei rischi e l'adozione di misure per promuovere la trasparenza darebbero un importante contributo al ripristino della fiducia nel funzionamento di questi mercati. Potrebbe anche essere utile valutare gli eventuali benefici di un'estensione ai derivati delle pertinenti norme del codice di condotta europeo sulla compensazione e il regolamento riguardanti i titoli azionari.

94) Un obiettivo importante nel breve periodo dovrebbe essere quello di ridurre il rischio di controparte esistente nel sistema. A tale scopo occorrerebbe creare nell'UE almeno una stanza di compensazione centrale ben capitalizzata per i *credit-default swaps* negoziati fuori borsa, che dovrebbero essere semplificati e standardizzati. La stanza di compensazione dovrebbe essere soggetta alla vigilanza del CESR e delle pertinenti autorità monetarie, in particolare la BCE (circa l'80% del mercato dei *credit-default swaps* è denominato in euro<sup>5</sup>). Tale misura è essenziale per conseguire, per il rischio di controparte, la riduzione, sommamente necessaria, dalle posizioni lorde alle posizioni nette, in particolare in caso di inadempimento, come avvenuto con la Lehman Brothers.

95) Per ristabilire la fiducia nei mercati di prodotti cartolarizzati, è importante costringere, a livello internazionale, gli emittenti di titoli complessi a mantenere in portafoglio una quota significativa del rischio sottostante (non coperto) per tutta la durata di vita dello strumento.

***Raccomandazione 8: per quanto riguarda i mercati di prodotti cartolarizzati e dei derivati, il gruppo raccomanda:***

- *di semplificare e standardizzare i prodotti derivati negoziati fuori borsa;*
- *di creare nell'UE almeno una stanza di compensazione centrale ben capitalizzata per i credit default swaps, e imporne l'utilizzo;*
- *di fare in modo che gli emittenti di prodotti cartolarizzati mantengano in portafoglio una quota significativa del rischio sottostante (non coperto) per tutta la durata di vita dello strumento.*

<sup>5</sup> Come proposto da *Target 2 Securities*, il regolamento titoli dovrebbe avvenire tramite moneta di banca centrale.

## c) I fondi di investimento

### i) *Le emissioni dei fondi di mercato monetario*

96) Attenzione va prestata anche alla disciplina dei fondi di investimento. Un esiguo numero di fondi di investimento nell'UE ha avuto momentaneamente difficoltà a soddisfare la domanda di rimborso degli investitori a causa dell'inattesa contrazione della liquidità su mercati precedentemente molto liquidi (in particolare cambiali finanziarie garantite da attività e titoli di credito bancario a breve termine).

97) Questi casi evidenziano in particolare la necessità di una definizione comune a livello UE dei fondi di mercato monetario e di una definizione più rigorosa delle attività nelle quali questi organismi possono investire, per limitare l'esposizione ai rischi di credito, di mercato e di liquidità.

### ii) *Questioni legate al depositario*

98) Il caso Madoff ha illustrato l'importanza di un migliore controllo della qualità delle procedure e delle funzioni per quanto riguarda i fondi, i fondi di fondi e le deleghe di responsabilità. Varie misure appaiono idonee:

- la delega delle funzioni di gestione degli investimenti dovrebbe essere concessa soltanto dopo il corretto esercizio della dovuta diligenza e con il controllo continuo da parte del "delegante";
- dovrebbe essere nominato un depositario indipendente, preferibilmente un terzo;
- l'istituto depositario, in qualità di custode, continuerebbe ad essere responsabile della custodia di tutte le attività del fondo, in ogni momento, in modo da essere in grado di esercitare effettivamente le sue funzioni di controllo del rispetto delle disposizioni applicabili. pertanto la delega delle funzioni di depositario ad un terzo dovrebbe essere vietata. Tuttavia, l'istituto depositario potrebbe dover ricorrere a sub-custodi per la custodia di attività estere. I sub-custodi devono essere completamente indipendenti dal fondo e dal gestore dello stesso. Il depositario deve continuare ad assolvere effettivamente i suoi doveri, secondo gli obblighi vigenti. La qualità di questi doveri dovrebbe essere oggetto di vigilanza;
- la delega a istituti esterni all'UE non dovrebbe essere usata per aggirare la normativa UE (la direttiva sugli OICVM dispone una separazione rigorosa tra le funzioni di gestione delle attività e le funzioni di deposito/custodia. Questa separazione dovrebbe essere rispettata indipendentemente dal modello di delega usato).

***Raccomandazione 9: per quanto riguarda i fondi di investimento, il gruppo propone di sviluppare ulteriormente le norme comuni per i fondi di investimento nell'UE, in particolare per quanto riguarda le definizioni, la regolamentazione delle attività e le norme sulla delega. Questo dovrebbe essere integrato da una vigilanza più rigorosa dell'indipendenza dei depositari e dei custodi.***

#### **IV. DOTARE L'EUROPA DI UN INSIEME COERENTE DI NORME**

- 99) Mentre le soluzioni regolamentari illustrate in precedenza concernono settori che riguardano tutte le principali giurisdizioni nel mondo e dovrebbero essere previste al livello internazionale, l'Europa deve affrontare un ulteriore problema rispetto alle giurisdizioni singole: la mancanza di un insieme uniforme di norme.
- 100) Per essere efficiente, il mercato unico dovrebbe disporre di un insieme armonizzato di norme di base.
- 101) Le ragioni sono almeno quattro:
- un mercato finanziario unico, che è una delle caratteristiche principali dell'Unione, non può funzionare correttamente se le normative nazionali differiscono in misura significativa da un paese all'altro;
  - una tale diversità crea necessariamente distorsioni della concorrenza tra istituti finanziari e incita all'arbitraggio regolamentare;
  - per i gruppi transfrontalieri, la diversità normativa ostacola l'efficacia e si scontra con il normale approccio dei gruppi in materia di gestione del rischio e di allocazione dei capitali;
  - in caso di carenze istituzionali, la gestione delle crisi da parte degli istituti transfrontalieri è ancora più difficile.
- 102) Il quadro normativo in vigore in Europa manca di coesione. La causa principale di questa situazione è nella facoltà concessa agli Stati membri dell'UE di scegliere fra diverse opzioni nell'attuazione delle direttive comunitarie. Queste opzioni generano una grande diversità nel recepimento negli ordinamenti nazionali, in funzione delle tradizioni, della legislazione e delle pratiche locali.
- 103) Il problema è stato chiaramente individuato fin dall'inizio del processo di realizzazione del mercato finanziario unico. Ma le soluzioni non sono sempre state all'altezza dei problemi. La causa fondamentale di questa mancanza di armonizzazione risiede nel fatto che troppo spesso, per scelta politica, le direttive di livello 1 hanno previsto una gamma di opzioni nazionali. In tali circostanze, è irragionevole attendersi che i comitati di livello 3 riescano ad imporre una soluzione unica. Anche se non prevede opzioni nazionali, una direttiva può portare a interpretazioni diverse che, nel quadro giuridico in vigore, non possono essere corrette al livello 3.
- 104) Come è stato sottolineato in precedenza, più che la crisi, la maggior parte dei problemi riguarda l'efficienza del mercato finanziario unico. In questa sede vanno formulate tre osservazioni: in primo luogo, il mandato del presente gruppo non si limita alle raccomandazioni direttamente legate ai problemi emersi nel contesto della crisi; in secondo luogo, un certo numero di differenze importanti tra Stati membri (diverse normative in materia fallimentare, diversi obblighi di informazione, diverse definizioni di capitale economico, ecc.) hanno reso più acuti i problemi di prevenzione e di gestione della crisi; in terzo luogo, la crisi ha dimostrato che le misure di politica finanziaria adottate in un dato paese possono avere effetti pregiudizievoli in altri. Per evitare per

quanto possibile ripercussioni negative e creare la fiducia necessaria, sono necessari alcuni accordi istituzionalizzati e vincolanti.

**a) Alcuni esempi delle attuali incoerenze regolamentari**

105) Si possono menzionare alcuni esempi di eccessiva diversità:

- le differenze che riguardano la portata settoriale della vigilanza UE. Alcuni paesi UE applicano una definizione ampia di ente creditizio, mentre altri Stati membri utilizzano una definizione molto più restrittiva. Ciò è fonte di divergenze problematiche tra membri, divergenze che possono comportare una vigilanza più permissiva e all'arbitraggio regolamentare;
- gli obblighi di informazione variano fortemente nell'UE, alcuni istituti, in particolare quelli non quotati, non hanno alcun obbligo di presentazione delle informazioni contabili. Si tratta di differenze che incidono negativamente sulla trasparenza del sistema;
- la definizione di patrimonio di base varia da uno Stato membro all'altro, il che ha un'incidenza in termini di comunicazione. Alcune società non escludono l'avviamento dalla definizione di patrimonio di base;
- diverse sono le pratiche contabili relative agli accantonamenti per le pensioni. Queste differenze creano serie distorsioni nei calcoli dei fondi propri prudenziali nei diversi paesi;
- la direttiva sull'intermediazione assicurativa è stata recepita in modo molto divergente da uno Stato membro all'altro. Alcuni Stati membri hanno recepito la direttiva tale e quale, senza aggiunte nazionali, mentre altri l'hanno integrata con ampie disposizioni nazionali. Dato che la direttiva accorda un passaporto unico agli intermediari assicurativi, queste differenze nel recepimento creano distorsioni della concorrenza;
- le modalità di calcolo delle riserve tecniche da parte delle compagnie di assicurazione sono poco armonizzate, il che rende difficile il raffronto della posizione di solvibilità delle compagnie di assicurazione nella Comunità;
- la definizione di patrimonio di vigilanza in relazione agli istituti finanziari presenta differenze marcate nell'UE (ad esempio, il trattamento dei debiti subordinati come patrimonio di base di classe 1 è oggetto di vari adattamenti). È un aspetto questo da cui dipende l'efficacia e l'applicazione della direttiva sui requisiti patrimoniali;
- non esiste una metodologia unica di convalida delle valutazioni dei rischi effettuate dagli istituti finanziari;
- esistono ancora differenze sostanziali nelle modalità delle garanzie dei depositi;
- i regimi di garanzia delle assicurazioni non sono armonizzati in alcun modo.

106) Questa breve analisi, basata su esempi concreti, porta a concludere che il mantenimento delle disposizioni in vigore non costituisce la migliore soluzione nel contesto del mercato unico.

## b) La strada da seguire

107) Come rimediare ad una simile situazione?

Occorre innanzitutto osservare che l'armonizzazione non è fine a se stessa, e che non è necessario imporre norme identiche ovunque a fini di uniformità. Vi sono approcci nazionali che possono presentare vantaggi per il paese che li segue senza peraltro presentare gli svantaggi menzionati in precedenza. Occorre tener conto di questo quando si esaminano le eccezioni nazionali.

108) Inoltre, non si dovrebbe impedire ad un dato paese di adottare, in circostanze adeguate, garanzie o misure più rigorose di quelle previste dal quadro comune. Se le norme minime di base concordate vengono armonizzate e rispettate, un paese dovrebbe poter adottare provvedimenti più restrittivi se ritiene che siano adeguati a livello nazionale per salvaguardare la stabilità finanziaria, naturalmente nel rispetto dei principi del mercato interno.

109) Ciò detto, il problema delle incoerenze regolamentari deve essere risolto a due livelli diversi:

- a livello mondiale. L'UE partecipa a molti forum internazionali (comitato di Basilea, FSF, ecc.) e a molte istituzioni multilaterali (ad esempio il FMI) dove non può imporre cambiamenti unilaterali. Se e quando modifiche delle norme a livello mondiale si riveleranno necessarie, l'Europa dovrebbe "parlare con una sola voce", come diremo nel capitolo dedicato ai rimedi a livello mondiale;
- a livello europeo. Le istituzioni europee e i comitati di livello 3 dovrebbero dotare il settore finanziario dell'UE di un insieme uniforme di norme di base. La normativa futura dovrebbe essere basata, per quanto possibile, sui regolamenti (che sono direttamente applicabili). Nei casi in cui si ricorre alle direttive, il colegislatore dovrebbe cercare di ottenere il massimo di armonizzazione degli elementi essenziali. Inoltre, occorrerebbe avviare un processo per eliminare le differenze principali che derivano dalle deroghe, dalle eccezioni e dalle disposizioni vaghe contenute in alcune direttive in vigore (cfr. il capitolo sulla vigilanza).

***Raccomandazione 10: per rimediare all'assenza di un insieme veramente armonizzato di norme di base nell'UE, il gruppo raccomanda:***

- *che in futuro, gli Stati membri e il Parlamento europeo evitino di ricorrere ad atti normativi che permettono un recepimento e un'attuazione non uniformi;*
- *che la Commissione e i comitati di livello 3 individuino le eccezioni nazionali la cui eliminazione consentirebbe di migliorare il funzionamento del mercato finanziario unico, di ridurre le distorsioni della concorrenza e l'arbitraggio regolamentare o di migliorare l'efficienza dell'attività finanziaria transfrontaliera nell'UE. Tuttavia, gli Stati membri dovrebbero potere adottare misure regolamentari più rigorose, che siano adeguate sul piano nazionale per salvaguardare la stabilità finanziaria, purché vengano rispettati i principi del mercato interno e le norme minime di base concordate.*

## V. LA GOVERNANCE SOCIETARIA

- 110) Si tratta di uno dei fallimenti più palesi rivelati dalla crisi attuale.
- 111) Non si è mai parlato così tanto di *governance* societaria come nell'ultimo decennio. È innegabile che siano stati fatti progressi in materia di procedure (creazione dei comitati dei consigli di amministrazione, standard fissati dal comitato di vigilanza bancaria), ma se si guarda alle cause della crisi, è chiaro che il sistema finanziario nel suo complesso non ha svolto il suo compito con la dovuta considerazione per l'interesse a lungo termine delle parti in causa. Per lo più gli incentivi, molti dei quali sono il risultato di interventi delle autorità pubbliche, hanno spinto gli istituti finanziari a operare in una prospettiva a breve termine e a realizzare il massimo possibile di profitti a scapito della qualità del credito e della prudenza; i tassi di interesse erano bassi e il finanziamento abbondante; i nuovi principi contabili sono stati sistematicamente orientati a favore dei risultati a breve termine (in effetti i principi hanno permesso di iscrivere immediatamente a bilancio i profitti al valore corrente di mercato senza tenere conto di eventuali perdite future). Di conseguenza, la prospettiva a lungo termine, basata su tutto il ciclo, è stata trascurata.
- 112) In un tale contesto, investitori e azionisti si sono abituati a redditi sempre più elevati e a rendimenti del capitale che per molti anni hanno ampiamente superato il tasso reale di crescita dell'economia. Sono stati pochi i dirigenti rimasti immuni dall'"istinto del gregge", gli altri si sono uniti alla corsa alla competizione, anche se avrebbero potuto sospettare (o dovuto sapere) che i premi per il rischio stavano diminuendo e che la cartolarizzazione, così come era applicata, non poteva proteggere il sistema finanziario contro rischi eccessivi.
- 113) Si tratta di un quadro fosco, per il quale non esistono soluzioni facili; per lo più questi comportamenti erano radicati nella struttura degli incentivi descritta sopra.
- 114) Non bisogna illudersi che la normativa, da sola, possa risolvere tutti i problemi e trasformare le mentalità che hanno presieduto al funzionamento (e alla spirale discendente) del sistema.
- 115) Tuttavia, misure di qualità e ben mirate potrebbero contribuire a limitare o eliminare un certo numero di incentivi inadeguati; il gruppo ritiene che molte raccomandazioni formulate nella presente relazione sarebbero utili al riguardo, ossia:
- riformare il sistema contabile;
  - costituire stock di riserva in forma di accantonamento dinamico o di requisiti patrimoniali più elevati nei periodi di congiuntura favorevole;
  - colmare le carenze regolamentari (ad esempio, le operazioni fuori bilancio e la vigilanza dei fondi speculativi).
- 116) Tuttavia, il gruppo desidera sottolineare altri due aspetti della *governance* societaria che richiedono un'attenzione particolare: le remunerazioni e la gestione del rischio.

## Le questioni legate alle remunerazioni

- 117) La crisi ha suscitato un dibattito sulle remunerazioni nel settore dei servizi finanziari. Il problema presenta due aspetti: da un lato, il livello spesso eccessivo delle remunerazioni nel settore finanziario; dall'altro, la struttura delle remunerazioni, che in particolare incoraggia un'eccessiva assunzione di rischi e favorisce una prospettiva a breve termine a scapito dei risultati a lungo termine. Ultimamente, l'insoddisfazione sociale e politica ha messo l'accento, per ragioni comprensibili, sul primo aspetto. Tuttavia, è soprattutto il secondo aspetto che ha avuto un'incidenza negativa sulla gestione dei rischi, contribuendo in tal modo alla crisi. È pertanto sulla struttura della remunerazione che i responsabili politici dovrebbero concentrare le riforme future.
- 118) È estremamente importante riallineare gli incentivi retributivi agli interessi degli azionisti e alla redditività a lungo termine dell'impresa nel suo complesso. I sistemi retributivi devono diventare pienamente trasparenti. Il settore finanziario ha già elaborato diversi principi utili al riguardo. Ad esempio, i principi elaborati nel 2008 dall'*Institute of International Finance* rappresentano un primo passo.
- 119) Senza trattare delle remunerazioni negli istituti finanziari che hanno ricevuto aiuti pubblici, e senza voler violare la sfera di competenza degli istituti finanziari in questo settore, appare opportuno illustrare alcuni principi che dovrebbero orientare le politiche in materia di remunerazioni. Si tratta in particolare dei seguenti principi:
- la valutazione dei bonus dovrebbe essere definita in un quadro pluriennale. In tal modo sarebbe possibile spalmare, ad esempio su un periodo di cinque anni, il pagamento effettivo dell'importo complessivo dei bonus di ogni unità di negoziazione sulla durata del ciclo e di dedurre le eventuali perdite subite nel corso del periodo. Tale metodo sarebbe più realistico della pratica attuale e darebbe meno incentivi a pratiche a breve termine;
  - queste norme dovrebbero applicarsi non soltanto alla negoziazione per conto proprio, ma anche ai gestori di attività;
  - i bonus dovrebbero corrispondere alle prestazioni reali e non dovrebbero pertanto essere "garantiti" a priori.
- 120) Le autorità di vigilanza dovrebbero verificare l'adeguatezza delle politiche seguite dagli istituti finanziari in materia di remunerazioni. Qualora ritengano che queste politiche siano incompatibili con sane pratiche di sottoscrizione o con una gestione adeguata del rischio, o che incoraggino sistematicamente l'assunzione di rischio a breve termine, esse dovrebbero ordinarne un riesame da parte degli istituti interessati. Qualora le autorità di vigilanza ritengano che le misure adottate non siano soddisfacenti, dovrebbero ricorrere alla possibilità offerta dal pilastro 2 del quadro di Basilea e imporre agli istituti finanziari interessati di fornire capitale aggiuntivo.
- 121) Naturalmente, gli stessi principi guida dovrebbero applicarsi ad altri istituti finanziari per evitare distorsioni della concorrenza e scappatoie. Come suggerito nel capitolo dedicato ai rimedi a livello mondiale, occorre assicurare che queste misure siano attuate in modo uniforme a livello mondiale per evitare eccessi nell'assunzione di rischi.

***Raccomandazione 11: tenuto conto delle carenze nella governance societaria messe in rilievo dalla crisi finanziaria, il gruppo ritiene che gli incentivi retributivi debbano essere meglio allineati con gli interessi degli azionisti e la redditività a lungo termine dell'impresa nel suo complesso, basando i sistemi retributivi del settore finanziario sui seguenti principi:***

- *la valutazione dei bonus dovrebbe essere effettuata in un quadro pluriennale, spalmando il pagamento dei bonus lungo tutta la durata del ciclo;*
- *gli stessi principi dovrebbero applicarsi agli operatori che si occupano di negoziazione per conto proprio e ai gestori di attività*
- *i bonus dovrebbero corrispondere alle prestazioni reali e non dovrebbero essere garantiti a priori.*

***Le autorità di vigilanza dovrebbero controllare l'adeguatezza delle politiche retributive seguite dagli istituti finanziari, esigere modifiche quando una politica retributiva incita ad un'assunzione di rischi eccessiva e, se necessario, imporre requisiti patrimoniali supplementari sulla base del pilastro 2 di Basilea 2, qualora non vengano adottate misure correttive.***

## **La gestione interna dei rischi**

- 122) In molti casi, le pratiche di controllo e di gestione dei rischi seguite dagli istituti finanziari si sono rivelate drammaticamente inefficaci durante la crisi.
- 123) In futuro, la funzione di gestione dei rischi deve essere pienamente indipendente nell'ambito dell'impresa e dovrebbe effettuare prove di stress effettive e non soggette a limitazioni arbitrarie. Le imprese dovrebbero dotarsi di un'organizzazione interna in cui gli incentivi non favoriscano in misura eccessiva l'assunzione di rischio a scapito del controllo dei rischi. Per contribuirvi, il responsabile della gestione dei rischi dovrebbe avere una posizione gerarchica molto elevata (a livello di massima dirigenza, con un accesso diretto al consiglio di amministrazione). Occorrerebbe anche modificare la struttura della remunerazione: in effetti, è poco probabile che i pesi e contrappesi interni funzionino efficacemente se coloro che devono controllare i rischi sono sottopagati rispetto a coloro che invece hanno il compito di prendere rischi.
- 124) Non si vuole con ciò dispensare gli emittenti e gli investitori dalle loro responsabilità. Come spesso sottolineato nella presente relazione, gli emittenti devono descrivere in modo chiaro e trasparente le attività immesse sul mercato; a loro volta gli investitori, in particolare i gestori di attività, non devono basarsi unicamente sulle valutazioni delle agenzie di rating del credito, come è avvenuto troppo spesso in passato: devono esercitare la loro capacità di giudizio con cognizione di causa e in caso contrario le autorità di vigilanza dovrebbero applicare sanzioni. La vigilanza della gestione dei rischi dovrebbe essere considerevolmente rafforzata tramite ispezioni rigorose e frequenti.

***Raccomandazione 12: in merito alla gestione interna dei rischi, il gruppo raccomanda:***

- *che la funzione di gestione dei rischi nell'ambito degli istituti finanziari sia indipendente e venga incaricata di effettuare prove di stress effettive e indipendenti;*
- *che i responsabili della gestione del rischio abbiano una posizione gerarchica molto elevata;*
- *che la valutazione interna dei rischi e la corretta dovuta diligenza non vengano trascurate a vantaggio di un eccessivo affidamento sulle valutazioni esterne.*

***Le autorità di vigilanza sono invitate a effettuare frequenti ispezioni dei sistemi interni di gestione dei rischi degli istituti finanziari.***

## **VI. GESTIONE E SOLUZIONE DELLE CRISI**

125) In generale, è stato chiaramente dimostrato che la posta in gioco nella crisi del settore bancario è molto alta per i governi e per la società nel suo complesso perché situazioni del genere possono mettere a repentaglio la stabilità finanziaria e l'economia reale. La crisi ha anche dimostrato che gli strumenti di prevenzione, di gestione e di risoluzione delle crisi dovrebbero tutti iscriversi in un quadro normativo coerente.

126) Naturalmente, la prevenzione delle crisi dovrebbe essere la prima preoccupazione delle autorità nazionali e dell'UE (cfr. il capitolo sulla vigilanza). Le autorità di vigilanza dovrebbero intervenire quanto più rapidamente possibile per rimediare alle vulnerabilità di un dato istituto e utilizzare a tale scopo tutti i mezzi di cui dispongono (ad esempio chiedendo un contributo degli azionisti o favorendo l'acquisizione dell'istituto interessato da parte di un altro più solido). Al riguardo, il ruolo delle banche centrali, che per antonomasia sono ben piazzate per individuare i primi segni di vulnerabilità di una banca, è essenziale. Di conseguenza, nei paesi in cui la vigilanza non è di competenza della banca centrale, occorre assicurare una stretta collaborazione tra autorità di vigilanza e banca centrale. Ma di crisi ce ne saranno sempre e le esperienze recenti in materia di gestione delle crisi hanno dimostrato che il presente sistema ha bisogno di numerosi miglioramenti.

### **a) Affrontare la questione dell'azzardo morale**

127) L'"ambiguità costruttiva" in merito alla decisione se accordare o no il sostegno pubblico può essere utile per contenere l'azzardo morale. Tuttavia, il rimedio all'azzardo morale non è di mostrarsi ambigui quanto all'intervento pubblico, come tale, in occasione della gestione di una crisi. Occorre distinguere due aspetti, che richiedono risposte diverse. Da un lato, è necessario stabilire un quadro chiaro e coerente di gestione delle crisi, associato ad una trasparenza totale e alla certezza che le autorità hanno elaborato piani completi di gestione delle crisi da utilizzare nei casi in cui l'assenza di un tale sostegno pubblico rischi di creare incertezze e di mettere a repentaglio la stabilità finanziaria.

D'altra parte, l'ambiguità costruttiva e l'incertezza sono adeguate nell'applicazione di tali dispositivi a casi precisi di banche in difficoltà<sup>6</sup>.

## **b) Quadro per il trattamento delle banche in difficoltà**

- 128) Nella gestione di una crisi, la priorità dovrebbe essere sempre data alle soluzioni del settore privato (in particolare la ristrutturazione). Quando queste soluzioni appaiono insufficienti, le autorità pubbliche devono svolgere un ruolo più attivo e l'iniezione di fondi pubblici è spesso inevitabile.
- 129) Per quanto riguarda le banche la cui diffusione si limita al territorio nazionale, la crisi deve essere gestita a livello nazionale. Le autorità di vigilanza nazionali conoscono bene le banche, le autorità pubbliche dispongono di un quadro giuridico coerente e le preoccupazioni dei contribuenti possono essere affrontate nel quadro democratico di un governo eletto. Per gli istituti UE transfrontalieri, a causa della varietà di strumenti di vigilanza e di gestione e risoluzione delle crisi, nonché dei vari diritti societari e fallimentari, la situazione è molto più complessa. Vi sono divergenze tra le normative nazionali che impediscono un trattamento ordinato ed efficiente degli istituti in difficoltà.
- 130) Ad esempio, in alcuni paesi, il diritto societario proibisce il trasferimento di attività da un soggetto giuridico ad un altro di uno stesso gruppo in periodo di crisi. Il divieto impedisce il trasferimento di attività dove sono necessarie, anche se ciò è cruciale per la sopravvivenza del gruppo nel suo insieme. Un altro problema è dovuta al fatto che l'ordinamento nazionale di alcuni paesi mette maggiormente l'accento sulla protezione dell'istituto mentre quello di altri paesi dà la priorità alla tutela dei creditori. Nella fase di risoluzione delle crisi, possono apparire altri problemi: ad esempio, il novero di creditori è diverso da uno Stato membro ad un altro.
- 131) L'assenza di strumenti uniformi di gestione e di risoluzione delle crisi per tutto il mercato unico costituisce uno svantaggio per l'Europa rispetto agli Stati Uniti. Queste questioni dovrebbero essere affrontate con l'adozione di misure adeguate a livello UE.

## **c) Regimi di garanzia dei depositi**

- 132) La crisi ha dimostrato che l'organizzazione attuale dei regimi di garanzia dei depositi negli Stati membri costituiva uno dei principali punti deboli del quadro di regolamentazione bancaria dell'UE<sup>7</sup>. La recente proposta della Commissione costituisce

---

<sup>6</sup> Questo approccio è raccomandato da Charles Goodhart e Dirk Schoenmaker in *"Fiscal Burden Sharing in Cross Border Banking Crises"*, in *International Journal of Central Banking*, pubblicazione prevista per gli inizi del 2009.

<sup>7</sup> La recente proposta della Commissione costituisce un passo importante verso il miglioramento dei regimi di garanzia dei depositi, in quanto aumenta l'armonizzazione e rafforza la tutela dei depositanti. Tuttavia, la direttiva lascia ancora un ampio margine di discrezione agli Stati membri, in particolare per quanto riguarda le modalità di finanziamento, la responsabilità amministrativa e il ruolo dei regimi di garanzia dei depositi nel contesto generale della gestione delle crisi. Se queste questioni non verranno risolte a livello UE, il quadro dei regimi di garanzia dei depositi continuerà a presentare gravi debolezze, in particolare:

— *un finanziamento non sostenibile*: a causa della mancanza nel regime attuale di modalità di finanziamento perfezionate e sensibili ai rischi vi è il rischio significativo che i governi siano costretti a sostenere l'onere finanziario che dovrebbe essere sostenuto dalle banche, o, ancora peggio, che i regimi di garanzia dei depositi non siano in grado di tener fede ai loro impegni (entrambe queste situazioni sono illustrate dal caso dell'Islanda); in particolare, per quanto riguarda i 43

un passo importante per migliorare l'attuale regime, in quanto consentirà di migliorare la tutela dei depositanti.

- 133) Un elemento essenziale della proposta è l'obbligo a carico di tutti gli Stati membri di applicare lo stesso importo di copertura per ogni depositante. In effetti, l'UE non può continuare a basarsi sul principio di una copertura minima che può essere completata da una copertura supplementare a livello nazionale. Questo principio presenta due gravi difetti: in primo luogo, in una situazione in cui il settore bancario nazionale dovesse essere percepito come fragile, vi è il rischio che i depositi vengano trasferiti verso i paesi con il regime più protettivo (indebolendo pertanto ulteriormente le banche del primo paese); in secondo luogo, ciò significherebbe che in uno stesso Stato membro i clienti di una banca locale e i clienti di una succursale di una banca di un paese terzo beneficerebbero di livelli di copertura diversi. Come la crisi ha dimostrato, una simile situazione è incompatibile con la nozione di buon funzionamento del mercato unico.
- 134) Un altro elemento importante da prendere in considerazione sono le modalità di finanziamento dei regimi di garanzia dei depositi. Al riguardo, il gruppo ritiene che occorra privilegiare i regimi prefinanziati dal settore finanziario. Tali regimi sono più idonei per accrescere la fiducia e prevenire gli effetti prociclici derivanti dall'obbligo a carico delle banche di contribuire al regime nei momenti in cui sono già in difficoltà.
- 135) Normalmente, i regimi di garanzia dei depositi prefinanziati dovrebbero, in futuro, coprire le perdite subite dai depositanti. Tuttavia, è probabile che per i grandi istituti finanziari transfrontalieri, i meccanismi di prefinanziamento non offrano una copertura sufficiente per queste garanzie. Per mantenere la fiducia nel regime, dovrebbe essere chiarito che in tali casi i regimi prefinanziati sarebbero integrati da un contributo dello Stato.
- 136) L'idea di un fondo UE comune, composto dai fondi nazionali di garanzia dei depositi è stata discussa dal gruppo, ma non è stata accolta. La creazione e la gestione di un tale fondo creerebbe molti problemi politici e pratici. Inoltre, non si scorge il valore aggiunto che un tale fondo avrebbe rispetto a fondi nazionali funzionanti secondo norme ben armonizzate (in particolare per quanto riguarda i livelli di copertura e le condizioni di intervento).

L'armonizzazione a livello UE non dovrebbe neanche spingersi fino alla definizione di norme sul possibile utilizzo dei regimi di garanzia nella gestione delle crisi. Non dovrebbe impedire che questi regimi possano essere utilizzati a fini diversi da un intervento a posteriori, nella fase di risoluzione della crisi, consistente in un rimborso

---

istituti finanziari europei di maggiori dimensioni (i cosiddetti *Large and Complex Financial Institutions*, LCFI), nessun regime esistente può ritenersi in grado di effettuare rimborsi senza l'intervento pubblico;

- *uso limitato nella gestione delle crisi*: anche se i regimi di garanzia dei depositi avessero una tale capacità di rimborso, è improbabile che vengano mai utilizzati per gli istituti finanziari di maggiori dimensioni a causa delle importanti esternalità associate al fallimento di tali istituti;
- *effetti negativi sulla stabilità finanziaria*: il ricorso a finanziamenti a posteriori e l'assenza di sensibilità al rischio dei premi indeboliscono la disciplina di mercato (azzardo morale), falsa l'allocazione efficiente dei depositi e può anche essere una fonte di prociclicità;
- *ostacolo alla gestione efficiente delle crisi*: dovuto all'incompatibilità dei regimi (momenti di intervento, poteri di intervento preventivo, ecc.) e a incentivi divergenti tra Stati membri.

dell'importo garantito ai depositanti della banca in difficoltà. La maggior parte degli Stati membri limitano i rispettivi i regimi di garanzia dei depositi a questa funzione. Alcuni paesi, tuttavia, estendono l'attività attribuendo ai regimi di garanzia dei depositi anche funzioni di salvataggio. Al riguardo, il gruppo non ritiene vi sia una necessità di armonizzazione a livello UE.

- 137) Vi è un caso specifico (di tipo islandese) da menzionare: quando un'autorità di vigilanza consente ad alcune delle sue banche di sviluppare succursali importanti in altri paesi dell'UE mentre lo Stato membro di origine non è in grado di onorare gli impegni che ne derivano per il regime di garanzia dei depositi, che è inadeguato per tali esposizioni. In tale caso, la responsabilità per la garanzia ricade di fatto sul paese ospitante. Una simile situazione non è accettabile, e dovrebbe essere affrontata, ad esempio, almeno come segue: lo Stato membro ospitante dovrebbe avere il diritto di verificare che i fondi del regime di garanzia dei depositi dello Stato membro di origine siano in effetti sufficienti per proteggere integralmente tutti i depositanti nello Stato membro ospitante. Se lo Stato membro ospitante non ottenesse sufficienti garanzie al riguardo, il solo mezzo per rimediare a questa situazione sarebbe quello di conferire alle autorità di vigilanza del paese ospitante i necessari poteri per adottare misure per contenere fin dall'inizio le tendenze espansionistiche constatate.
- 138) Il gruppo non ha esaminato in dettaglio le questioni della protezione degli assicurati e degli investitori. Esso ritiene tuttavia che i summenzionati principi generali, in particolare quello di una protezione identica di tutti i clienti nel mercato unico, dovrebbero anche applicarsi ai settori dell'assicurazione e dell'investimento.

#### **d) Ripartizione degli oneri**

- 139) La questione della ripartizione degli oneri nella soluzione delle crisi è estremamente complessa, per due ragioni. In primo luogo, i casi in cui sono necessari sia il sostegno finanziario del settore pubblico che quello del settore privato per raggiungere una soluzione accettabile sono più complessi di quelli in cui l'aiuto finanziario è o privato, o pubblico. In secondo luogo, è più difficile raggiungere un accordo a posteriori, al momento dell'operazione di salvataggio, che quando ci si può basare su un accordo anteriore predefinito.
- 140) Come osservato sopra, l'attuale mancanza di un meccanismo paneuropeo per la risoluzione delle crisi che colpiscono gruppi transfrontalieri, significa che la crisi non può essere risolta che a livello nazionale del singolo istituto, o improvvisando soluzioni transfrontaliere ad hoc. La mancanza di meccanismi di finanziamento che facilitino la risoluzione di crisi che colpiscono gruppi transfrontalieri complica ulteriormente la situazione.
- 141) Sulla base dell'esperienza acquisita in seguito alla crisi, il gruppo ritiene che gli Stati membri dovrebbero potere attuare una gestione delle crisi secondo modalità più adeguate di quanto sia oggi possibile. A tale scopo, sarebbe utile elaborare criteri di ripartizione più precisi dei principi fissati nel vigente protocollo di intesa, il quale limita la ripartizione dell'onere di bilancio a due principi principali: l'impatto economico della crisi sullo Stato membro interessato (principio di equità) e la ripartizione dei poteri di vigilanza tra Stato membro di origine e Stato membro ospitante (principio di responsabilità).

142) Gli accordi di ripartizione degli oneri potrebbero inoltre contenere uno o più dei seguenti criteri:

- i depositi dell'istituto;
- le attività (o al valore contabile, o al valore di mercato, o al valore ponderato per il rischio) dell'istituto;
- i flussi di entrate dell'istituto;
- la quota dell'istituto dei flussi del sistema di pagamento;
- la ripartizione dei compiti di vigilanza: la parte responsabile del lavoro, dell'analisi e delle decisioni in materia di vigilanza dovrebbe sostenere anche una quota conseguentemente maggiore dei costi.

143) Questi criteri verrebbero preferibilmente attuati modificando il protocollo di intesa del 2008. Se necessario, potrebbero essere concordati criteri aggiuntivi.

***Raccomandazione 13: il gruppo invita ad attuare nell'UE un quadro normativo uniforme e funzionale di gestione delle crisi:***

- *senza pregiudicare interventi futuri a favore di singoli istituti finanziari in difficoltà, occorrerebbe creare un quadro chiaro e trasparente per la gestione delle crisi;*
- *tutte le autorità dell'UE interessate dovrebbero essere dotate di strumenti adeguati ed equivalenti di prevenzione delle crisi e di intervento in caso di crisi;*
- *gli ostacoli giuridici che impediscono il ricorso a questi strumenti in un contesto transfrontaliero dovrebbero essere eliminati, tramite misure adeguate adottate a livello UE.*

***Raccomandazione 14: i regimi di garanzia dei depositi dovrebbero essere armonizzati nell'UE e, preferibilmente, essere prefinanziati dal settore privato (in casi eccezionali con un contributo integrativo dello Stato). Dovrebbero offrire a tutti i clienti delle banche, in tutta l'UE, un livello di tutela elevato e uniforme.***

*Il principio di una tutela elevata e uniforme di tutti i clienti dovrebbe anche essere applicato nei settori assicurativo e degli investimenti.*

*Il gruppo riconosce che le norme in vigore in materia di tutela degli interessi dei depositanti nei paesi ospitanti non sono risultate sempre solide, e raccomanda di riesaminare i poteri di cui i paesi ospitanti dispongono in rapporto alle succursali per porre fine ai problemi che sono sorti in questo contesto.*

***Raccomandazione 15: vista l'assenza a livello UE di meccanismi per il finanziamento degli sforzi di risoluzione delle crisi transfrontaliere, gli Stati membri dovrebbero decidere criteri di ripartizione degli oneri più precisi rispetto a quelli contenuti nel vigente protocollo di intesa e modificare conformemente il protocollo.***

## CAPITOLO III: RIMEDI A LIVELLO DI VIGILANZA UE

### I. INTRODUZIONE

144) Il capitolo precedente ha proposto alcune modifiche alla regolamentazione europea dei servizi finanziari. Questo capitolo esamina le politiche e le prassi di vigilanza dei servizi finanziari all'interno dell'UE e propone cambiamenti a breve e a lungo termine. La regolamentazione e la vigilanza sono due aspetti interdipendenti: una vigilanza competente non può risolvere le carenze della politica di regolamentazione finanziaria ma senza un'attività di vigilanza competente e ben congegnata anche le buone politiche di regolamentazione rischiano di essere inefficaci. In entrambi i casi è dunque richiesto un livello di qualità elevato.

#### **Vigilanza macro- e microprudenziale**

145) L'esperienza degli ultimi anni ha portato alla ribalta l'importante distinzione tra vigilanza microprudenziale e vigilanza macroprudenziale. Le due sono evidentemente interconnesse, sia nella sostanza sia in termini operativi, oltre che necessarie, e saranno oggetto del presente capitolo.

146) Tradizionalmente la vigilanza microprudenziale è stata al centro dell'attenzione delle autorità di vigilanza di tutto il mondo. Il suo obiettivo principale è quello di vigilare e limitare le difficoltà dei singoli istituti finanziari, tutelando in tal modo i loro clienti. Non sempre si tiene pienamente conto del fatto che il sistema finanziario nel suo complesso può essere esposto a rischi comuni; tuttavia, impedendo il fallimento di singoli istituti finanziari, la vigilanza microprudenziale tenta di prevenire (o perlomeno di attenuare) il rischio di contagio e le conseguenti esternalità negative sotto il profilo della fiducia riposta nel sistema finanziario nella sua globalità.

147) La vigilanza macroprudenziale è invece finalizzata a limitare le difficoltà del sistema finanziario nel suo complesso per tutelare l'economia in generale contro perdite significative in termini di prodotto reale. Se da un lato i rischi per il sistema finanziario possono, in teoria, essere determinati dal fallimento di un unico istituto finanziario, se questo è sufficientemente grande rispetto al paese interessato e/o se possiede varie succursali/controllate in altri paesi, d'altro canto il rischio sistemico mondiale, molto più rilevante, deriva da un'esposizione comune di molti istituti finanziari agli stessi fattori di rischio. L'analisi macroprudenziale deve pertanto prestare particolare attenzione agli shock comuni o correlati e agli shock che interessano parti del sistema finanziario che scatenano effetti contagiosi di trascinamento o di *feedback*.

148) La vigilanza macroprudenziale non ha senso se non riesce a incidere in qualche modo sulla vigilanza al microlivello, mentre la vigilanza microprudenziale non può salvaguardare efficacemente la stabilità finanziaria se non tiene in debito conto gli sviluppi al macrolivello.

## **Obiettivo della vigilanza**

- 149) L'obiettivo primario della vigilanza è garantire la corretta attuazione delle regole applicabili al settore finanziario, al fine di preservare la stabilità finanziaria e, dunque, di garantire la fiducia nel sistema finanziario nel suo complesso e una tutela sufficiente per i clienti dei servizi finanziari. Tra le responsabilità delle autorità di vigilanza vi è quella di rilevare i problemi in una fase precoce per impedire la crisi. È tuttavia inevitabile che, di tanto in tanto, si registrino carenze e le disposizioni in materia di vigilanza devono essere considerate tenendo presente questa realtà. Una volta scoppiata la crisi, però, le autorità di vigilanza svolgono un ruolo cruciale (assieme alle banche centrali e ai ministeri delle finanze) per gestire la crisi al meglio, limitando i danni all'economia in senso lato e alla società nel suo complesso.
- 150) La vigilanza deve garantire che tutti i soggetti sottoposti a vigilanza siano disciplinati da un insieme minimo rigoroso di norme fondamentali. Nello svolgimento dei propri compiti le autorità di vigilanza non devono favorire un istituto o un tipo di istituto in particolare a discapito di altri. Occorre evitare le distorsioni della concorrenza e l'arbitraggio regolamentare che derivano dall'applicazione di prassi di vigilanza diverse, perché ciò può mettere in pericolo la stabilità finanziaria, ad esempio incentivando il trasferimento dell'attività finanziaria verso paesi con una vigilanza meno rigorosa. Il sistema di vigilanza deve essere visto come giusto ed equilibrato. Inoltre, la parità di condizioni è essenziale per la credibilità delle modalità di vigilanza, per la loro accettazione da parte degli operatori del mercato, grandi e piccoli, e per la creazione di una cooperazione ottimale tra autorità di vigilanza e istituti finanziari. Tutto ciò è particolarmente importante nell'ambito del mercato unico che si fonda, tra l'altro, sui principi di una concorrenza non distorta, della libertà di stabilimento e della libera circolazione dei capitali. Se tutti gli Stati membri adotteranno approcci comuni vi sarà maggiore fiducia all'interno dell'Unione europea.
- 151) L'obiettivo di mantenere la stabilità finanziaria deve tener conto di un importante limite, cioè il fatto di permettere alle imprese finanziarie di svolgere la propria funzione economica allocativa all'insegna della massima efficienza e di contribuire pertanto ad una crescita economica sostenibile. La vigilanza dovrebbe puntare a incoraggiare il funzionamento armonioso dei mercati e lo sviluppo di imprese competitive. Una scarsa organizzazione della vigilanza o regole e prassi eccessivamente intrusive si tradurranno in costi per il settore finanziario e, a ruota, per i clienti, i contribuenti e l'economia in senso lato. Per questo motivo occorre svolgere la vigilanza nella maniera più efficace possibile e al minimo costo possibile: anche questo è un elemento cruciale affinché i clienti e le imprese possano sfruttare tutti i benefici del mercato unico.

## **II. GLI INSEGNAMENTI DELLA CRISI: CHE COSA NON HA FUNZIONATO?**

- 152) Il capitolo 1 ha esaminato approfonditamente le cause della crisi, che sono molteplici e spesso di dimensione mondiale. Le modalità di vigilanza del settore finanziario nell'UE non sono state tra le cause principali della crisi, ma bisogna ammettere che ci sono state carenze reali e importanti a livello di vigilanza, sia dal punto di vista macroprudenziale che microprudenziale. Sono emersi i seguenti problemi, di rilevante importanza.

#### **a) Mancanza di un'adeguata vigilanza macroprudenziale**

153) Le attuali modalità di vigilanza dell'UE attribuiscono eccessiva importanza alla vigilanza di singole imprese e troppo poca alla vigilanza macroprudenziale. Il fatto che questa carenza si ritrovi in altre parti del mondo la rende un problema maggiore, non minore. Il gruppo ritiene che, ai fini dell'efficacia, la vigilanza macroprudenziale deve comprendere tutti i settori della finanza, e non limitarsi alle sole banche, e il più ampio contesto macroeconomico. Questa supervisione dovrebbe considerare anche gli aspetti di dimensione globale. Oltre ai giudizi dei singoli Stati membri, la vigilanza macroprudenziale richiede un giudizio a livello di UE. Secondo il gruppo, questo compito dovrebbe essere affidato a un'istituzione dell'UE; in particolare, si raccomanda che la BCE/SEBC<sup>8</sup> siano espressamente e ufficialmente incaricati di svolgere questo ruolo nell'Unione europea.

#### **b) Meccanismi inefficaci di allarme preventivo**

154) Nella misura in cui sono stati individuati dei rischi macroprudenziali (e non mancavano certo le indicazioni sui preoccupanti sviluppi sia a livello di disequilibri macroeconomici sia di diminuzione del costo del rischio, ad esempio), non c'erano meccanismi volti a garantire che tale valutazione del rischio si traducesse in un intervento concreto. Secondo il gruppo, la responsabilità che propone di affidare alla BCE/SEBC potrà dare risultati solo in presenza di un meccanismo efficace e applicabile che consenta di verificare che i rischi individuati dall'analisi macroprudenziale siano stati affrontati con azioni specifiche da parte delle autorità europee che verranno create (cfr. *infra*) e dalle autorità nazionali di vigilanza. Il gruppo raccomanda pertanto di istituire un processo formale per dare consistenza a tale meccanismo.

#### **c) Problemi di competenze**

155) In un numero rilevante di casi si sono registrati vari tipi di carenze nella vigilanza di particolari istituti da parte delle autorità nazionali di vigilanza, cioè in termini di compiti di vigilanza che le autorità deputate non hanno assolto secondo standard adeguati. Uno dei casi in questione – la vigilanza della Northern Rock da parte dell'autorità incaricata dei servizi finanziari del Regno Unito – è stato analizzato approfonditamente, ma altri esempi, documentati meno dettagliatamente, abbondano (si pensi al caso dell'IKB o della Fortis). Il gruppo ritiene che sia importante analizzare e rendere pubbliche le situazioni che hanno prodotto tali carenze in modo da trarne gli insegnamenti opportuni e migliorare i comportamenti di vigilanza in futuro. Anche se il gruppo ritiene che nessun sistema possa evitare errori di giudizio, l'esperienza di vigilanza nel caso della crisi mette in evidenza la necessità che le autorità di vigilanza dispongano delle risorse umane necessarie, esperte e ben formate in tutti gli Stati membri; il gruppo presenta pertanto raccomandazioni al fine di raggiungere questo obiettivo.

#### **d) Le prassi di vigilanza non sono messe in discussione a livello transfrontaliero**

156) I processi e le prassi attualmente in vigore per contestare le decisioni di un'autorità nazionale di vigilanza si sono rivelati inadeguati; per citare un esempio, i meccanismi, ancora embrionali, di esame *inter pares* (*peer review*) che sono in corso di definizione

---

<sup>8</sup> SEBC = sistema europeo delle banche centrali, comprendente tutte le banche centrali nazionali dell'UE.

nell'ambito dei comitati di livello 3 si sono rivelati inefficaci. Per il momento (e finché non ci sarà un accordo di principio e l'applicazione concreta di eventuali modalità pratiche di vigilanza a livello di UE), ci si deve e ci si dovrà affidare ai giudizi e alle decisioni dell'autorità di vigilanza del paese di origine dell'istituto interessato. Ciò è particolarmente importante nel caso in cui un istituto finanziario svolga le proprie attività anche al di fuori del paese di origine tramite succursali. Questa situazione può creare, come nel caso delle banche islandesi, seri rischi in paesi diversi da quelli dell'autorità di regolamentazione di origine; va tuttavia osservato che i paesi ospitanti interessati, pur avendo la possibilità di contestare le decisioni di tale autorità, non hanno riconosciuto a sufficienza tali rischi.

157) Il gruppo ritiene necessario uno strumento efficace per mettere in questione le decisioni dell'autorità di regolamentazione del paese di origine e formula pertanto raccomandazioni intese sia a modificare la velocità e l'efficacia delle modalità attualmente applicate in materia di esame *inter pares* (che si trovano ancora in una fase molto iniziale di sviluppo) sia a dare consistenza ad una decisione concordata (se mai verrà raggiunta) sul fatto che un'autorità di regolamentazione nazionale non ha raggiunto gli standard di vigilanza necessari. Il gruppo ritiene che sia necessario un meccanismo di mediazione obbligatorio per affrontare questi problemi transfrontalieri; senza tale meccanismo efficace e vincolante aumenterà la pressione e in futuro alcuni Stati membri potrebbero tentare di limitare l'apertura di succursali di imprese soggette alla vigilanza di un'autorità ritenuta non conforme agli standard. Una frammentazione di questo tipo sarebbe un notevole passo indietro per il mercato unico.

158) Analogamente, il gruppo ritiene che serva un meccanismo efficace che consenta alle autorità di vigilanza del paese di origine di contestare le decisioni delle autorità di vigilanza del paese ospitante.

**e) Mancanza di franchezza e di cooperazione tra autorità di vigilanza**

159) Quando la crisi si è sviluppata in troppi casi le autorità di vigilanza degli Stati membri non erano preparate a discutere con la dovuta franchezza e con tempestività dei punti vulnerabili degli istituti finanziari che erano incaricate di vigilare. Il flusso di informazioni tra le autorità di vigilanza è stato tutt'altro che ottimale, soprattutto nella fase in cui la crisi ha cominciato ad aggravarsi. Questo ha intaccato la fiducia reciproca tra le autorità di vigilanza. Pur riconoscendo gli aspetti della riservatezza delle informazioni commerciali e dei vincoli giuridici che impediscono una discussione onesta, il gruppo ritiene tuttavia che sia necessaria una maggiore franchezza negli scambi di informazioni e formula pertanto raccomandazioni al riguardo.

**f) Mancanza di uniformità dei poteri di vigilanza fra i vari Stati membri**

160) Alle autorità di vigilanza nazionali dei vari Stati membri sono attribuiti poteri notevolmente diversi, sia per quanto riguarda ciò che possono fare in termini di vigilanza sia per le azioni volte ad imporre il rispetto delle regole (comprese le sanzioni) che possono intraprendere qualora un'impresa violi i propri obblighi. Il gruppo raccomanda di esaminare con urgenza le divergenze a livello di poteri e di intervenire successivamente per far sì che tutte le autorità di vigilanza raggiungano uno standard minimo elevato. Ciò comporterà un deciso aumento dei poteri attribuiti a varie autorità di vigilanza degli Stati membri.

### **g) Mancanza di risorse dei comitati di livello 3**

161) Le scarse risorse messe a disposizione dei comitati di livello 3 ne hanno fortemente condizionato le attività e la rapidità di intervento. Questo fatto, unito al pesante carico di lavoro connesso all'attuazione del piano d'azione sui servizi finanziari, ha fatto sì che non sono riusciti a fare molto né a livello di esame *inter pares* né per individuare gli aspetti di rischio di tutto il settore. Il gruppo ritiene pertanto che sia necessario incrementare sensibilmente le risorse messe a disposizione dei tre comitati e formula raccomandazioni a tal fine.

### **h) Le autorità di vigilanza non hanno strumenti per adottare decisioni comuni**

162) Sono varie le ragioni alla base dell'incapacità dei comitati di livello 3 di dare un contributo alla gestione efficace della crisi, ed in particolare della loro incapacità di decidere con urgenza. Per esempio, non sono stati in grado di approvare e attuare decisioni comuni in materia di fondi comuni monetari o di vendite allo scoperto. Il motivo principale di questa situazione è che i comitati non hanno il potere giuridico di prendere decisioni. È dunque comprensibile che non siano riusciti a sviluppare l'atteggiamento né le procedure necessarie per rispondere rapidamente alla crisi emergente. Ampliando tali poteri sarà necessario apportare cambiamenti a questi due livelli.

163) Ovviamente è facile fare la diagnosi appena illustrata a posteriori. Il gruppo non intende accusare la comunità di vigilanza dell'UE di una crisi dovuta all'interazione di una serie di fattori complessi e di carattere globale, molti dei quali (gli squilibri a livello mondiale, l'eccesso di liquidità, i tassi d'interesse troppo bassi e altro ancora) andavano oltre il raggio d'azione delle autorità di vigilanza microprudenziale. Dobbiamo inoltre riconoscere che alcune regolamentazioni applicate dalle autorità di vigilanza hanno svolto un ruolo negativo nell'alimentare la crisi. Nel capitolo precedente abbiamo sottolineato che alcune regolamentazioni "pubbliche" possono addirittura avere aggravato la situazione, producendo effetti perversi e contribuendo ad un'eccessiva cartolarizzazione. In alcuni casi, inoltre, alcune regole poco chiare (come il secondo pilastro di Basilea) hanno indotto una certa passività delle autorità di vigilanza, che non sono intervenute in maniera proattiva.

164) Rimane comunque il fatto che tutti i dati indicano chiaramente che la funzione preventiva nei confronti della crisi che le autorità di vigilanza dell'UE avrebbero dovuto svolgere non si è rivelata all'altezza e non è adatta allo scopo<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Questa affermazione generale non rispecchia il fatto che alcune banche dell'UE hanno avuto risultati migliori di altre. Ci si può chiedere se tale situazione sia dovuta a una diversa vigilanza a livello nazionale. Potrebbe darsi che alcune autorità di vigilanza del settore bancario abbiano mantenuto un approccio più "prudente" di altre (si pensi, ad esempio, all'approccio spagnolo alle operazioni fuori bilancio, che è stato il più rigoroso, oppure all'obbligo di accantonamento dinamico da esse imposto che ha avuto una funzione cuscinetto allo scoppio della crisi). Un'altra ragione potrebbe essere il fatto che alcuni istituti finanziari abbiano sviluppato, per tradizione, dei controlli interni migliori e una gestione dei rischi più accurata che potrebbe aver determinato, ad esempio, un comportamento più cauto nei confronti della cartolarizzazione rispetto ad altri (il modello statunitense di banca di investimento non è stato altrettanto usato nelle banche dell'UE). Le banche europee rimaste fedeli al modello di banca universale si sono trovate, in certa misura, più protette anche se alcune di esse, nelle attività di investimento, si sono ritrovate ad acquistare titoli tossici.

Tutto questo dimostra la complessità del contesto in cui si è sviluppata la crisi e la mancanza di un'unica spiegazione.

- 165) In questo capitolo non entreremo nei dettagli delle recenti tendenze che hanno determinato un mercato finanziario europeo sempre più integrato (cfr. allegato 3) né descriveremo le attuali modalità di vigilanza (cfr. allegato 4).
- 166) In questa sede proponiamo fundamentalmente una nuova struttura in grado di rendere la vigilanza europea più efficace e aumentare così la stabilità finanziaria in tutti i paesi membri dell'UE. In questo si ravvisano due elementi: rafforzare la qualità della vigilanza a livello nazionale e rafforzarla a livello europeo. Dai dati forniti al gruppo dai comitati di livello 3 è emerso chiaramente che, nell'ambito del presente mandato di comitati consultivi della Commissione e visti i metodi di lavoro attuali, la loro capacità di sviluppare ulteriormente le loro attività sarà notevolmente limitata.

### **III. COSA FARE: CREARE UN SISTEMA EUROPEO DI VIGILANZA E GESTIONE DELLE CRISI**

#### **a) Il ruolo della BCE**

- 167) Alcuni, compresi rappresentanti della BCE, hanno proposto che, nell'ambito di un nuovo sistema europeo di vigilanza questa potrebbe svolgere un ruolo di primo piano a due livelli: a livello di vigilanza macroprudenziale e a quello di vigilanza microprudenziale.
- 168) Per quanto riguarda la vigilanza macroprudenziale, la BCE potrebbe occuparsi dell'analisi della stabilità finanziaria, dello sviluppo di sistemi di allarme preventivo per segnalare la comparsa di rischi e gli elementi vulnerabili del sistema finanziario, delle prove di macrostress per verificare il grado di resilienza del settore finanziario a shock specifici e dei meccanismi di propagazione di portata transfrontaliera e settoriale e infine della formulazione di obblighi in materia di rendicontazione e divulgazione delle informazioni utili dal punto di vista macroprudenziale.
- 169) Per la vigilanza microprudenziale, al gruppo è stato indicato che la BCE potrebbe occuparsi della vigilanza diretta delle banche transfrontaliere nell'UE o solo nell'area dell'euro. Tale attività potrebbe comprendere tutte le banche transfrontaliere o solo quelle più importanti dal punto di vista sistemico. In questo scenario, le competenze, che attualmente spettano alle autorità nazionali di vigilanza, sarebbero trasferite alla BCE che dovrebbe, tra l'altro, rilasciare autorizzazioni agli istituti interessati, far applicare i requisiti patrimoniali e svolgere ispezioni in loco.
- 170) In alternativa, la BCE potrebbe essere incaricata di svolgere una funzione di capofila per la supervisione e il coordinamento nell'ambito della vigilanza microprudenziale delle banche transfrontaliere nell'UE. I collegi composti dalle autorità nazionali di vigilanza dovrebbero continuare ad occuparsi della vigilanza transfrontaliera diretta delle banche, mentre la BCE potrebbe svolgere un ruolo di mediazione vincolante per risolvere i conflitti tra le autorità nazionali di vigilanza, definire le prassi e le modalità della vigilanza per incentivare la convergenza di queste attività e occuparsi della regolamentazione di alcuni aspetti, ad esempio la prociclicità, la leva finanziaria, la concentrazione del rischio o il rischio di liquidità.

171) Il gruppo ha valutato attentamente tutte queste proposte e se da un lato è favorevole ad attribuire un ruolo maggiore alla BCE in materia di supervisione macroprudenziale (cfr. *infra*), dall'altro non condivide che la BCE intervenga a livello microprudenziale. Tale posizione è motivata dalle seguenti considerazioni:

- la BCE ha il compito primario di vigilare sulla stabilità monetaria; il fatto di attribuirle anche compiti di vigilanza microprudenziale potrebbe essere deleterio per il mandato fondamentale che le è stato conferito;
- in caso di crisi, l'autorità di vigilanza sarà pesantemente coinvolta con chi fornisce il sostegno finanziario (in genere, i ministeri delle finanze) visto che è molto probabile che si faccia ricorso al denaro dei contribuenti. Tutto ciò potrebbe causare interferenze e pressioni politiche, a discapito dell'indipendenza della BCE;
- sarebbe estremamente complicato attribuire alla BCE un ruolo di vigilanza microprudenziale visto che, in caso di crisi, la BCE dovrebbe trattare con una molteplicità di ministeri delle finanze e di autorità di vigilanza degli Stati membri;
- sarebbe particolarmente difficile conferire incarichi di vigilanza microprudenziale alla BCE, visto che alcuni membri della BCE/SEBC non hanno alcuna competenza in materia di vigilanza;
- l'attribuzione di responsabilità a BCE/SEBC che non sono responsabili della politica monetaria di un certo numero di paesi europei non risolverebbe la questione della necessità di disporre di un sistema di vigilanza globale e integrato;
- infine, il trattato non conferisce alla BCE il compito di occuparsi delle compagnie di assicurazione. In un settore finanziario in cui le operazioni nelle attività bancarie e assicurative possono avere effetti economici estremamente comparabili, un sistema di vigilanza microprudenziale che non tenesse conto delle attività assicurative correrebbe il serio rischio di frammentare la vigilanza.

172) Per tutti questi motivi il gruppo ritiene che la BCE non dovrebbe occuparsi della vigilanza microprudenziale degli istituti finanziari; ritiene invece che debba esserle affidato il compito di garantire un'adeguata vigilanza macroprudenziale nell'UE.

#### **b) Vigilanza macroprudenziale: perché serve una riforma**

173) Uno degli insegnamenti più importanti che si possono trarre dalla crisi è, come si è già spiegato, l'urgente necessità di aggiornare la vigilanza prudenziale nell'UE per tutte le attività finanziarie.

174) Le banche centrali possono svolgere un ruolo chiave in un valido sistema macroprudenziale. Tuttavia, le banche centrali, ed in particolare la BCE/SEBC, possono svolgere interamente il loro ruolo al fine di preservare la stabilità finanziaria solo se viene loro attribuito esplicitamente un mandato ufficiale per valutare i rischi macrofinanziari di alto livello per il sistema e per lanciare eventualmente l'allarme.

175) All'interno dell'UE, la BCE, elemento cardine del SEBC, si trova nella posizione ideale per assolvere questo compito, cioè individuare i rischi macroprudenziali di cui tutte le autorità nazionali di vigilanza devono tener conto. La BCE/SEBC dovrebbero pertanto

poter chiedere alle autorità nazionali di vigilanza tutte le informazioni necessarie per svolgere tale compito.

- 176) Tenuto conto della presenza di un mercato finanziario integrato nell'UE e della distribuzione geografica delle attività finanziarie, è fondamentale che, all'interno del SEBC, tutte le banche centrali nazionali, e non solo quelle dei paesi dell'area dell'euro, siano associate a questo processo.
- 177) Tale obiettivo potrebbe essere raggiunto come descritto di seguito. Sarebbe opportuno istituire un nuovo gruppo, in sostituzione dell'attuale comitato per la vigilanza bancaria del sistema europeo delle banche centrali, denominato Consiglio europeo per i rischi sistemici (*European Systemic Risk Council*, ESRC); tale gruppo dovrebbe operare sotto l'egida e con il supporto logistico della BCE. Questo organismo dovrebbe formulare pareri e presentare raccomandazioni sulla politica macroprudenziale, segnalare la comparsa di rischi, comparare osservazioni sugli sviluppi macroeconomici e prudenziali e dare indicazioni su questi temi.
- 178) In questo contesto si propone di attribuire la responsabilità di svolgere la vigilanza macroprudenziale alla BCE/SEBC e pertanto è logico che l'ESRC sia composto delle banche centrali che fanno parte del sistema europeo delle banche centrali. L'ESRC dovrebbe pertanto essere formato dai membri del Consiglio generale BCE/SEBC (presidente della BCE, vicepresidente della BCE e i governatori delle 27 banche centrali) e dai presidenti di CEBS, CEIOPS ed ESRC e da un rappresentante della Commissione europea. Il presidente della BCE dovrebbe presiedere l'ESRC; l'attività di segreteria dovrebbe essere assicurata dalla BCE.
- 179) Considerato, tuttavia, che è importante che questo gruppo interagisca strettamente con le autorità di vigilanza che non fanno parte delle banche centrali, occorre precisare chiaramente che, ogniqualvolta il tema in discussione giustifichi una presenza più ampia di autorità di vigilanza del settore assicurativo e dei valori mobiliari (e di autorità di vigilanza del settore bancario per i paesi nei quali tale vigilanza viene svolta al di fuori della banca centrale), tale presenza deve essere assicurata. In tal caso, un governatore potrebbe decidere di essere rappresentato dal responsabile dell'autorità nazionale di vigilanza del caso.
- 180) Affinché il nuovo sistema di vigilanza macroprudenziale possa funzionare efficacemente devono essere rispettate due condizioni:
- deve essere obbligatorio garantire un flusso adeguato di informazioni tra autorità nazionali di vigilanza e BCE/SEBC. Sarà necessario istituire procedure adeguate per garantire la trasmissione alla BCE/SEBC di tutte le informazioni utili, nel rispetto della riservatezza. A tal fine, il personale di BCE/SEBC potrebbe essere invitato alle riunioni tra le autorità di vigilanza e i gruppi finanziari più importanti a livello sistemico e intervenire durante le stesse, per poter ricevere informazioni utili di prima mano. Il personale di BCE/SEBC potrebbe anche partecipare ai pertinenti collegi di autorità di vigilanza microprudenziale, anche se BCE/SEBC non sarebbero incaricati di tale vigilanza;
  - sarà importante disporre di un meccanismo efficace di allarme preventivo che entri in gioco non appena vengano rilevati segnali di debolezza nel sistema finanziario, oltre che di un quadro di allarme progressivo per la segnalazione dei rischi al fine di

garantire che, in futuro, all'individuazione dei rischi faccia seguito un intervento opportuno.

181) In funzione della natura dei rischi rilevati, le autorità competenti dell'UE devono adottare le azioni adeguate. Tra i vari tipi di interventi richiesti si citano i seguenti:

- se l'espansione del credito dovesse essere eccessiva in uno o più paesi, l'ESRC dovrebbe mettersi in contatto con la banca centrale interessata (e/o con l'autorità di vigilanza bancaria) e consigliare le misure più opportune da adottare (ad esempio l'introduzione di accantonamenti dinamici). Le banche centrali dovrebbero tener conto dei risultati ottenuti dall'ESRC. Se questo lancia un allarme di rischio specifico che richiede una risposta da parte delle autorità nazionali di vigilanza, l'ESRC dovrebbe esaminare le risposte ed eventualmente indicare se sia necessario un intervento ulteriore e quale, riferendo al comitato economico e finanziario (CEF), sulla base descritta di seguito;
- se il tema riguarda piuttosto una disfunzione del sistema a livello mondiale (ad esempio la trasformazione delle scadenze troppo intensa, un abuso delle operazioni fuori bilancio, un abuso dell'arbitraggio regolamentare da parte di istituti diversi dalle banche), l'ESRC dovrebbe avvertire il sistema di vigilanza mondiale (cfr. il capitolo 4 sugli interventi a livello mondiale) per definire interventi appropriati e coerenti sia in ambito UE che mondiale; se i problemi riguardano tematiche prudenziali all'interno dell'UE, sarebbe opportuno che queste fossero affrontate dai comitati di livello 3;
- se, infine, si trattasse di aspetti fiscali (ad esempio disavanzi eccessivi o accumulo del debito), l'ESRC dovrebbe riferire immediatamente al CEF.

182) Non appena si dovesse rilevare che i rischi individuati potrebbero avere gravi ripercussioni negative sul settore finanziario o sull'economia nel suo complesso, l'ESRC dovrebbe informare il presidente del CEF. In tal caso quest'ultimo, di concerto con la Commissione, potrebbe avere un ruolo essenziale e formulare una strategia orientata all'azione per affrontare i rischi più gravi che impongono un intervento politico o legislativo. A tutti devono essere chiari i soggetti che devono intervenire e i tempi di tali interventi. Occorre inoltre istituire una procedura per valutare periodicamente l'efficacia degli interventi di vigilanza/regolamentazione che sono stati concordati e decidere sulla necessità di altre azioni. Sarebbe inoltre opportuno fissare una clausola di revisione a tempo per verificare che le azioni adottate abbiano effettivamente ottenuto i risultati previsti. Sarebbe compito del presidente del CEF decidere se e quando tale comitato (nella sua formazione completa, cioè comprese le banche centrali) e/o il Consiglio ECOFIN debbano essere informati o coinvolti nelle decisioni. Il CEF dovrebbe proporre anche le modalità di rendicontazione al Parlamento europeo e stabilire se le informazioni devono essere rese pubbliche, cosa che in alcuni casi può essere utile.

***Raccomandazione 16:*** sarebbe opportuno istituire un nuovo organismo denominato Consiglio europeo per i rischi sistemici (ESRC, presieduto dal presidente della BCE) sotto gli auspici della BCE, che dovrebbe assicurarne anche il supporto logistico.

- *L'ESRC dovrebbe essere composto dai membri del Consiglio direttivo della BCE, dai presidenti di CEBS, CEIOPS e CESR e da un rappresentante della Commissione europea. Se il tema in discussione giustifica la presenza di autorità di vigilanza del settore assicurativo e dei valori mobiliari un governatore potrebbe decidere di essere rappresentato dal responsabile della pertinenti autorità nazionale di vigilanza.*
- *L'ESRC dovrebbe raccogliere e analizzare tutte le informazioni utili ai fini della stabilità finanziaria, attinenti alle condizioni macroeconomiche e agli sviluppi macroprudenziali in tutti i settori finanziari.*
- *Occorre garantire un adeguato flusso di informazioni tra l'ESRC e le autorità di vigilanza microprudenziale.*

***Raccomandazione 17:*** deve essere istituito un sistema efficace di allarme per i rischi sotto gli auspici dell'ESRC e del comitato economico e finanziario (CEF).

- *L'ESRC dovrebbe indicare le priorità e lanciare allarmi sui rischi macroprudenziali: occorre dare obbligatoriamente un seguito a tali allarmi e, se necessario, le autorità competenti dell'UE devono adottare le azioni opportune.*
- *Non appena si dovesse rilevare che i rischi individuati sono seri e potrebbero avere ripercussioni potenzialmente negative sul settore finanziario o sull'economia nel suo complesso, l'ESRC deve informare il presidente del CEF. Il CEF, di concerto con la Commissione, provvederà successivamente a mettere in atto una strategia finalizzata a garantire che i rischi vengano gestiti con efficacia.*
- *Se i rischi individuati riguardano una disfunzione mondiale del sistema monetario e finanziario, l'ESRC ne informerà l'FMI, l'FSF e il BIS per definire le azioni più opportune da adottare in ambito UE e mondiale.*
- *Se l'ESRC ritiene che la risposta di un'autorità nazionale di vigilanza ad un allarme prioritario di rischio non sia adeguata, dopo averne discusso con la suddetta autorità ne informa il presidente del CEF al fine di intervenire ulteriormente nei confronti di detta autorità.*

### **c) Microvigilanza: verso un sistema europeo di vigilanza finanziaria (ESFS)**

183) Dopo aver esaminato le disposizioni in vigore, in particolare la cooperazione all'interno dei comitati di livello 3, il gruppo ritiene che la struttura e il ruolo attribuiti ai comitati esistenti non siano sufficienti a garantire la stabilità finanziaria nell'UE e in tutti gli Stati membri. Pur avendo contribuito notevolmente al processo di integrazione finanziaria europea, i comitati di livello 3 presentano molte inefficienze che non possono più essere affrontate nell'ambito dell'attuale struttura giuridica (cioè nella loro veste di organi consultivi della Commissione).

Per questo motivo il gruppo propone di istituire un sistema europeo di vigilanza finanziaria (*European System of Financial Supervision, ESFS*).

- 184) L'ESFS dovrebbe rappresentare una rete integrata di autorità europee di vigilanza finanziaria che opera con comitati di livello 3 potenziati ("autorità"). L'ESFS sarebbe pertanto una struttura fortemente decentrata, che rispetta appieno i principi della proporzionalità e della sussidiarietà sanciti dal trattato. In tal modo, le autorità nazionali di vigilanza esistenti, più vicine ai mercati e agli istituti che vigilano, potrebbero continuare a svolgere la vigilanza quotidiana, conservando la maggior parte delle competenze attuali (cfr. allegato 3).
- 185) Tuttavia, per poter vigilare efficacemente un mercato finanziario dell'UE sempre più integrato e consolidato (in particolare i grandi istituti transfrontalieri che pongono dei rischi sistemici), le autorità svolgeranno un determinato numero di funzioni che è preferibile assolvere a livello dell'UE. L'autorità di vigilanza dello Stato membro di origine continuerà ad essere il primo punto di contatto per l'impresa, mentre il centro europeo dovrebbe coordinare l'applicazione di norme di vigilanza comuni, di livello elevato, garantire una solida collaborazione con le altre autorità di vigilanza e, elemento altrettanto importante, garantire l'adeguata tutela degli interessi delle autorità di vigilanza del paese ospitante.
- 186) Per quanto riguarda gli istituti transfrontalieri, l'ESFS dovrebbe continuare ad affidarsi notevolmente ai collegi di autorità di vigilanza che dovrebbero essere introdotti dalla direttiva modificata sui requisiti patrimoniali e dalla direttiva Solvibilità 2. Tuttavia, questi collegi dovrebbero essere rafforzati con la partecipazione di rappresentanti del segretariato dei comitati di livello 3 e di osservatori BCE/SEBC.
- 187) L'ESFS deve essere indipendente da ogni eventuale influenza del mondo politico e industriale, sia a livello di UE sia a livello nazionale. Ciò significa che le autorità di vigilanza dovrebbero avere un mandato e dei compiti chiari e sufficienti risorse e poteri. Per rafforzare la legittimità e come contropartita dell'indipendenza, occorre garantire che esse rispondano adeguatamente nei confronti delle autorità politiche dell'UE e nazionali. In sintesi, l'attività di vigilanza deve essere indipendente dalle autorità politiche, ma chi la svolge deve renderne conto<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Sulla base di varie norme e codici riconosciuti a livello internazionale (cioè i principi fondamentali di Basilea del G10 per un'efficace vigilanza nel settore bancario, i principi fondamentali per la vigilanza nel settore assicurativo dell'IAIS e gli obiettivi e principi della regolamentazione dei valori mobiliari dell'IOSCO), l'indipendenza nel settore della vigilanza può essere definita come la situazione in cui chi vigila può esprimere il proprio giudizio ed esercitare i propri poteri autonomamente rispetto all'applicazione di regole prudenziali e/o di conduzione delle imprese, cioè senza essere impropriamente influenzato o ignorato dalle parti oggetto della vigilanza, dal governo, dal Parlamento o da altri terzi interessati. In questo senso l'autorità di vigilanza deve essere autorizzata ed essere in grado di formulare dei giudizi indipendenti (ad esempio in materia di autorizzazioni, ispezioni in loco, monitoraggio non in loco, sanzioni e loro applicazione), senza che altre autorità o le imprese abbiano il diritto o la possibilità di intervenire. Inoltre, l'autorità di vigilanza medesima deve basare le proprie decisioni unicamente su elementi oggettivi e non discriminatori. L'indipendenza nel settore della vigilanza è tuttavia diversa da quella delle banche centrali (cioè nell'ambito della politica monetaria), nel senso che il governo (in genere il ministero delle finanze) rimane politicamente responsabile del mantenimento della stabilità del sistema finanziario e le carenze di uno o più istituti finanziari, mercati o infrastrutture può avere gravi implicazioni per l'economia e il denaro del contribuente. Per questo l'autorità di vigilanza dovrebbe operare nell'ambito di alcune responsabilità e in base ad una delega esplicita di poteri sotto forma di atti legislativi adottati.

Il Parlamento e il governo non dovrebbero esercitare poteri immediati sull'autorità di vigilanza né interferire con le sue attività quotidiane. L'indipendenza dovrebbe essere bilanciata e rafforzata da adeguate disposizioni in materia di responsabilità e di trasparenza del processo di regolamentazione e vigilanza, conformemente agli obblighi di riservatezza. Le autorità nazionali dovrebbero, tuttavia, rinunciare a determinati meccanismi di controllo, come la presenza di rappresentanti del governo, la presidenza o la partecipazione attiva al comitato di gestione dell'autorità di vigilanza o la possibilità di dare al governo il diritto di intervenire nelle attività quotidiane dell'autorità di vigilanza. La loro influenza dovrebbe limitarsi alla possibilità di modificare il quadro giuridico, imporre obiettivi strategici di lungo periodo e monitorare le prestazioni, a condizione che queste attività siano svolte all'insegna dell'apertura e della trasparenza.

188) L'ESFS deve operare con una serie comune di regole di base armonizzate e affidarsi a informazioni coerenti e di qualità elevata. Ciò significa che tutte le autorità di vigilanza devono scambiarsi adeguatamente e tempestivamente informazioni primarie che permettano di svolgere una valutazione completa, dall'ambito nazionale, a quello europeo a quello mondiale.

189) Infine l'ESFS dovrebbe essere neutro rispetto alle strutture di vigilanza nazionali: queste ultime sono state scelte per varie ragioni e non sarebbe pratico cercare di armonizzarle, anche se potrebbe accadere che l'attuale tendenza continui e porti alla comparsa di un sistema duplice (banche, assicurazioni e altri istituti finanziari trattati dalla stessa autorità e mercati/correttezza negli affari da un'altra autorità).

***Raccomandazione 18: occorre istituire un sistema europeo di vigilanza finanziaria (ESFS), che dovrebbe presentarsi come una rete decentrata in cui:***

- *le autorità nazionali di vigilanza dovrebbero continuare a svolgere la vigilanza quotidiana;*
- *verrebbero istituite tre nuove autorità europee in sostituzione di CEBS, CEIOPS e CESR, incaricate di coordinare l'applicazione di norme di vigilanza e garantire una solida cooperazione tra le autorità nazionali di vigilanza;*
- *verrebbero istituiti collegi di autorità di vigilanza per tutti i principali istituti transfrontalieri.*

*L'ESFS dovrà essere indipendente dalle autorità politiche ma dovrà rispondere di fronte ad esse.*

*Infine, dovrebbe fondarsi su una serie comune di regole di base armonizzate e poter accedere a informazioni di elevata qualità.*

#### **IV. IL PROCESSO CHE PORTA ALLA CREAZIONE DI UN SISTEMA EUROPEO DI VIGILANZA FINANZIARIA**

190) L'obiettivo illustrato in precedenza è ambizioso e richiederà importanti cambiamenti a livello istituzionale, legislativo e operativo. Sarà inoltre necessario giungere al più ampio consenso politico possibile sulla necessità di andare in questa direzione e sui passi da fare a tal fine. Il gruppo si auspica che tutti gli Stati membri aspirino a realizzare tali cambiamenti. In caso contrario potrebbe essere necessario optare per un approccio a geometria variabile fondato sui meccanismi della cooperazione rafforzata o su un accordo intergovernativo come stabilisce il trattato.

191) Il gruppo propone un processo in due fasi volto a rafforzare la vigilanza del settore finanziario europeo e, dunque, a ricreare fiducia nel mercato. Il processo dovrebbe essere rapido pur lasciando a tutti gli interessati tempo sufficiente per convergere verso l'obiettivo di un sistema rafforzato e maggiormente integrato.

- 192) Pur consapevole che tale processo è imperniato sulla trasformazione delle attuali modalità di vigilanza nell'UE, il gruppo ritiene che non sia possibile considerare i miglioramenti a livello di organizzazione della vigilanza separatamente rispetto alle regole di vigilanza che le autorità di vigilanza devono applicare e alle modalità di gestione e risoluzione della crisi che devono attuare (di concerto con i ministeri delle finanze), se necessario. Le modalità di regolamentazione, vigilanza e gestione/risoluzione delle crisi sono intrinsecamente correlate e formano un continuum. Non ha senso far convergere le prassi di vigilanza se le regolamentazioni finanziarie di base rimangono frammentate. Sarà inoltre impossibile riorganizzare la vigilanza europea se non c'è chiarezza sulle modalità di gestione e risoluzione di un'eventuale crisi da parte delle autorità competenti.
- 193) Il processo in due fasi proposto di seguito riunisce la regolamentazione, la vigilanza e la gestione/risoluzione delle crisi.

## **A) Fase 1 (2009-2010): Prepararsi in vista di un sistema europeo di vigilanza finanziaria**

### **a) Preparare la trasformazione dei comitati di livello 3 in autorità europee**

- 194) La Commissione, il Consiglio e il Parlamento dovrebbero avviare immediatamente i lavori legislativi necessari per raggiungere il consenso sulla trasformazione dei comitati di livello 3 in tre autorità europee: un'autorità europea per il settore bancario, un'autorità europea per il settore assicurativo e un'autorità europea per il settore dei valori mobiliari. La trasformazione effettiva dovrebbe concludersi all'inizio della seconda fase (cfr. *infra*).

In contemporanea, sarebbe opportuno cominciare a lavorare sui seguenti settori:

### **b) Migliorare la qualità della vigilanza**

- 195) Gli Stati membri e i comitati di livello 3 dovrebbero trovare con urgenza le modalità pratiche per rafforzare le autorità nazionali di vigilanza. A livello nazionale occorrerebbe tener conto dei seguenti elementi: allineamento delle competenze e dei poteri delle autorità di vigilanza al sistema più completo esistente nell'UE; aumento della remunerazione degli addetti alla vigilanza; promozione degli scambi di personale tra il settore privato e le autorità di vigilanza; garanzia che tutte le suddette autorità attuino una politica del personale moderna e in grado di attirare interessati. In ambito europeo i comitati di livello 3 dovrebbero intensificare gli sforzi nel campo della formazione e degli scambi di personale, al fine di creare una forte cultura europea della vigilanza.
- 196) La Commissione, in collaborazione con i comitati di livello 3, dovrebbe esaminare il livello di indipendenza di tutte le autorità nazionali di vigilanza. L'esame dovrebbe portare alla formulazione di raccomandazioni concrete finalizzate a migliorare l'indipendenza, in particolare riguardo alle modalità di finanziamento delle autorità stesse.

197) I comitati di livello 3 dovrebbero predisporre, con il SEBC, le modalità per istituire meccanismi giuridicamente vincolanti, ad esempio per la trasmissione delle informazioni, nell'ambito dei quali l'individuazione dei rischi da parte del SEBC si traduca in un esame tempestivo della politica regolamentare, di vigilanza o monetaria a livello europeo.

***Raccomandazione 19: nella prima fase (2009-2010) le autorità nazionali di vigilanza dovrebbero essere rafforzate al fine di migliorare la qualità della vigilanza nell'UE.***

- *Gli Stati membri dovrebbero prendere in esame le seguenti riforme: allineamento delle competenze e dei poteri delle autorità di vigilanza al sistema più completo esistente nell'UE; aumento della remunerazione degli addetti alla vigilanza; promozione degli scambi di personale tra il settore privato e le autorità di vigilanza; garanzia che tutte le suddette autorità attuino un politica del personale moderna e in grado di attirare interessati.*
- *I comitati di livello 3 dovrebbero intensificare gli sforzi nel campo della formazione e degli scambi di personale e dovrebbero anche attivarsi per creare una forte cultura europea della vigilanza.*
- *La Commissione, in collaborazione con i comitati di livello 3, dovrebbe esaminare il livello di indipendenza di tutte le autorità nazionali di vigilanza. Ciò dovrebbe portare alla formulazione di raccomandazioni concrete, ad esempio sul finanziamento delle autorità nazionali.*

***In questa prima fase la Commissione europea dovrebbe iniziare immediatamente le attività finalizzate a preparare le proposte giuridiche necessarie per istituire le nuove autorità.***

### **c) Verso l'armonizzazione delle regole, dei poteri e delle sanzioni**

198) Le istituzioni europee e i comitati di livello 3 dovrebbero avviare un lavoro determinato e concertato per dotare il settore finanziario dell'UE di una serie coerente di regole di base entro l'inizio del 2013. Occorre definire un processo volto a individuare ed eliminare le principali divergenze nella legislazione nazionale.

199) Tali divergenze, dovute a eccezioni, deroghe o aggiunte fatte a livello nazionale<sup>11</sup> o ad ambiguità contenute in direttive che hanno un impatto materiale sul mercato, al fatto che alcune normative possono essere meno rigorose rispetto alle norme minime di base o possono indurre distorsioni della concorrenza o arbitraggio regolamentare, devono pertanto essere individuate ed eliminate. A tal fine, la Commissione europea dovrebbe concentrarsi innanzitutto sui problemi principali.

200) Un tale processo potrebbe non portare sempre all'adozione di regole identiche, ma dovrebbe far sì che le regole di base armonizzate siano abbastanza complete. A tal fine, i comitati di livello 3 esamineranno le differenze esistenti e proporranno alla Commissione di formulare nuove regole di livello 1 o 2 (ad esempio l'armonizzazione dei regimi sanzionatori, la definizione di regole sul patrimonio di base, l'armonizzazione

---

<sup>11</sup> Pratica a volte conosciuta con il termine *goldplating*.

dei settori delle vendite allo scoperto o dei controlli dei sistemi di regolamento titoli (*security settlement systems*, SSS)) o di sviluppare quelle esistenti.

201) Le istituzioni europee dovrebbero inoltre avviare un processo in grado di dar vita a sistemi sanzionatori più uniformi all'interno del mercato unico. L'attività di vigilanza non può risultare efficace se esistono sistemi sanzionatori deboli e notevolmente variabili. È fondamentale che, all'interno dell'UE e non solo, tutte le autorità di vigilanza siano in grado di applicare sistemi sanzionatori sufficientemente convergenti, rigorosi e con effetti deterrenti, situazione ben diversa da quella attuale. Lo stesso esercizio dovrebbe essere avviato con i poteri di vigilanza, anch'essi estremamente divergenti da uno Stato membro all'altro<sup>12</sup>. Tutto ciò non può determinare una vigilanza coerente ed efficace all'interno del mercato unico.

***Raccomandazione 20: nella prima fase l'UE dovrebbe anche sviluppare una serie di regolamenti finanziari, poteri di vigilanza e sistemi sanzionatori più armonizzati.***

- *Le istituzioni europee e i comitati di livello 3 dovrebbero iniziare con determinazione a dotare l'UE di una serie più coerente di regole entro l'inizio del 2013. Le principali divergenze a livello di legislazioni nazionali derivanti da eccezioni, deroghe o aggiunte fatte a livello nazionale o da ambiguità contenute nelle attuali direttive dovrebbero essere individuate ed eliminate in modo che nell'UE si possa definire e applicare una serie di norme di base armonizzate.*
- *Le istituzioni europee dovrebbero avviare un processo che sfoci in regimi di vigilanza e sanzionatori ben più rigorosi e uniformi negli Stati membri.*

#### **d) Potenziare nell'immediato i comitati di livello 3**

202) Occorre apportare dei cambiamenti ai comitati di livello 3, da realizzare in tempi brevi:

- i) potenziamento delle risorse messe a disposizione dei comitati che devono poter assumere più personale e disporre di bilanci più elevati;
- ii) sviluppo dei processi di esame *inter pares* all'interno di ciascun comitato, che attualmente sono ancora in fase embrionale, al fine di trasformarli in processi di mediazione vincolanti;
- iii) ridefinizione delle attività e delle priorità dei comitati che devono diventare maggiormente proattivi nel definire i problemi e proporre le soluzioni. Sarebbe opportuno mettere in pratica il voto a maggioranza qualificata;
- iv) ulteriore rafforzamento della cooperazione tra i comitati di livello 3, che va codificata.

---

<sup>12</sup> Attualmente, ad esempio, solo dieci autorità di vigilanza del settore assicurativo hanno la facoltà di approvare modelli di rischio interni; solo 6 di questi possono aumentare i requisiti patrimoniali all'interno delle imprese e 2 non sono autorizzati a rilasciare autorizzazioni.

## e) Collegi di vigilanza

203) Sarebbe opportuno ampliare da subito il ricorso ai collegi di vigilanza, che attualmente è relativamente limitato. Il gruppo ritiene che entro la fine del 2009 dovrebbero essere istituiti collegi per tutte le principali imprese transfrontaliere stabilite nell'UE<sup>13</sup>. Entro la metà del 2009 i comitati di livello 3 dovrebbero presentare proposte affinché tutte le principali imprese finanziarie transfrontaliere all'interno dell'UE abbiano un collegio di vigilanza e dovrebbero definire norme di vigilanza chiare per quest'ultimo.

***Raccomandazione 21: il gruppo raccomanda un cambiamento immediato del funzionamento dei comitati di livello 3, che può essere avviato da subito. Tali comitati dovrebbero pertanto:***

- *beneficiare, nell'ambito del bilancio comunitario, di un notevole aumento delle proprie risorse;*
- *migliorare la qualità e l'impatto dei processi di esame inter pares;*
- *preparare il terreno, eventualmente anche adottando norme adeguate in materia di vigilanza, per l'istituzione, entro la fine del 2009, di collegi di vigilanza per tutte le principali imprese finanziarie transfrontaliere all'interno dell'UE.*

## f) Gestione e risoluzione delle crisi

204) Affinché l'UE possa affrontare eventuali crisi future in maniera più efficace ed economicamente efficiente la Commissione dovrebbe proporre al più presto modifiche alla legislazione, in particolare per quanto riguarda gli aspetti del diritto societario e fallimentare (ad esempio liquidazione, trasferibilità delle attività, bancarotta) (cfr. capitolo 2, sezione VI).

## B) Fase 2 (2011-2012): Istituire il sistema europeo di vigilanza finanziaria

### a) Ruolo delle nuove autorità europee

205) Quanto prima possibile nel corso di questa seconda fase sarebbe opportuno trasformare, sotto il profilo giuridico, i comitati di livello 3 nelle tre autorità già citate.

206) Tali autorità dovrebbero continuare a svolgere tutte le attuali funzioni dei comitati di livello 3 (consulenza alla Commissione su aspetti di regolamentazione e di altro genere definizione delle politiche generali di vigilanza, convergenza delle regole e delle pratiche di vigilanza, monitoraggio della stabilità finanziaria, supervisione dei collegi).

207) Le autorità nazionali dovrebbero continuare ad occuparsi della vigilanza degli istituti nazionali. Gli istituti transfrontalieri dovrebbero continuare ad essere soggetti alla vigilanza delle autorità del paese di origine e del paese ospitante. L'autorità competente dovrebbe dirimere le eventuali controversie tra le autorità di vigilanza del paese di origine e del paese ospitante.

---

<sup>13</sup> Per dare un ordine di grandezza, si intendono compresi almeno 50 istituti finanziari che detengono una quota di mercato significativa in un altro Stato membro.

208) Oltre a ciò, le nuove autorità dovrebbero svolgere anche una serie di nuovi compiti specifici che, nel pieno rispetto del principio di sussidiarietà, il gruppo ritiene siano svolti con maggiore efficacia a livello europeo. Segue una descrizione dei suddetti compiti.

**i) Compiti nei confronti degli istituti transfrontalieri:**

- ruolo giuridicamente vincolante di mediazione, che consenta alle nuove autorità di dirimere le controversie tra le autorità di vigilanza nazionali. In caso di mancato accordo tra le autorità di vigilanza di un istituto transfrontaliero, le nuove autorità dovrebbero essere in grado di adottare determinate decisioni di vigilanza che siano direttamente applicabili all'istituto interessato (ad esempio, approvazione di modelli interni di rischio, maggiorazioni di capitale, revoca delle autorizzazioni, risoluzione di controversie in merito a diverse interpretazioni giuridiche in materia di obblighi di vigilanza e altro);
- designazione di autorità di vigilanza dei gruppi finanziari (qualora la procedura prevista nelle pertinenti direttive non abbia permesso di giungere ad un accordo su questo punto);
- aggregazione di tutte le informazioni utili provenienti dalle autorità nazionali di vigilanza e riguardanti gli istituti transfrontalieri;
- possibilità per il personale delle nuove autorità di partecipare alle ispezioni in loco svolte dalle autorità nazionali di vigilanza;
- garanzia di una vera parità di condizioni per tutti gli istituti transfrontalieri e agevolazione del monitoraggio delle minacce sistemiche che questi rappresentano;
- garanzia della coerenza della vigilanza prudenziale per tutti i soggetti (ed in particolare tra istituti transfrontalieri e di dimensioni più ridotte) onde evitare il rischio di creare una concorrenza sleale tra gli organismi oggetto della vigilanza. A tal fine, ogni istituto finanziario (compresi quelli che operano su un mercato puramente nazionale) dovrebbe poter rivolgersi alla nuova autorità se ritiene di essere discriminato nei confronti di un istituto transfrontaliero la cui autorità di vigilanza del paese di origine si trova in un altro Stato membro;
- valutazione prudenziale delle fusioni e acquisizioni su scala UE (abbinata alla valutazione degli Stati membri interessati).

**ii) Compiti nei confronti di istituti specifici in ambito UE:**

- l'autorità interessata sarebbe competente per il rilascio delle autorizzazioni e per la vigilanza diretta di alcuni istituti specifici di portata UE, come le agenzie di rating del credito e le infrastrutture di post-negoiazione.

**iii) Compiti nel campo della regolamentazione:**

- le nuove autorità dovrebbero svolgere un ruolo decisivo nell'interpretazione tecnica di livello 3 delle misure di livello 1 e 2 e nello sviluppo di norme tecniche di livello 3. Occorre istituire un meccanismo giuridico per garantire che,

dopo che l'autorità avrà deciso in merito ad una determinata interpretazione (attraverso orientamenti, raccomandazioni e altro), tale interpretazione sia giuridicamente valida in tutta l'UE.

iv) **Compiti in materia di norme e pratiche di vigilanza:**

- le autorità dovrebbero avere il compito di definire pratiche e modalità comuni di vigilanza per il funzionamento dei collegi di autorità di vigilanza;
- le autorità dovrebbero valutare l'organizzazione, i processi, le competenze e l'indipendenza delle autorità nazionali di vigilanza attraverso valutazioni reciproche; al termine di tali valutazioni, che dovrebbero essere frequenti e senza remore, dovrebbero essere formulate raccomandazioni concrete al fine di conseguire dei miglioramenti;
- le autorità dovrebbero svolgere una nuova e importante funzione, cioè quella di garantire che tutte le autorità nazionali di vigilanza rispettino necessari standard; a tal fine devono poter contestare le prestazioni di qualsiasi autorità nazionale di vigilanza per quanto riguarda le funzioni di vigilanza, sia per le imprese nazionali che transfrontaliere, e formulare decisioni che permettano alle autorità nazionali di vigilanza di correggere i punti deboli individuati. Se l'autorità nazionale di vigilanza non ottempera alla decisione, dovrebbe essere possibile applicare una serie di sanzioni progressive, ad esempio ammende, e la Commissione potrebbe avviare procedimenti di infrazione. In casi eccezionali, quando sono in gioco aspetti importanti della stabilità finanziaria, le nuove autorità dovrebbero poter svolgere, su base temporanea, i compiti che l'autorità nazionale di vigilanza non è in grado di assolvere.

v) **Compiti riguardo agli aspetti macroprudenziali:**

- le autorità dovrebbero disporre di procedure vincolanti di cooperazione e condivisione delle informazioni con l'ESRC, affinché quest'ultimo possa svolgere il proprio compito di vigilanza macroprudenziale;
- le autorità dovrebbero creare ed essere a capo di gruppi di autorità nazionali di vigilanza al fine di trattare eventi specifici che interessano vari Stati membri (ad esempio la bancarotta di un gruppo sistemico di un paese terzo).

vi) **Compiti nel campo della gestione delle crisi:**

- nelle situazioni di crisi le nuove autorità dovrebbe svolgere un forte ruolo di coordinamento: dovrebbero agevolare la collaborazione e lo scambio di informazioni tra le autorità competenti, fungere da mediatori ove risulti necessario, verificare l'affidabilità delle informazioni di cui tutte le parti dovrebbero disporre e assistere le pertinenti autorità a definire e dare attuazione alle decisioni più opportune;
- l'allegato 5 del presente capitolo mostra come si potrebbero condividere le competenze di vigilanza tra le autorità di vigilanza nazionali e le nuove autorità.

### **vii) Compiti riguardanti questioni internazionali:**

- le autorità dovrebbero preparare (e in alcuni casi potrebbero anche adottare) decisioni in materia di equivalenza rispetto a regimi di vigilanza di paesi terzi;
- esse dovrebbero rappresentare gli interessi dell'UE negli incontri bilaterali e multilaterali con i paesi terzi in materia di vigilanza.

#### **b) Governance e bilancio delle nuove autorità**

- 209) Per quanto riguarda la *governance*, il consiglio di amministrazione di ciascuna autorità dovrebbe essere composto da rappresentanti di massimo livello delle autorità nazionali. I presidenti e i direttori generali dovrebbero essere professionisti indipendenti impiegati a tempo pieno, selezionati e nominati dal consiglio di amministrazione. Ciò non dovrebbe escludere la possibilità di impiegare una personalità esterna indipendente di calibro elevato. La nomina dei presidenti, che dovrebbero restare in carica per 8 anni, dovrebbe essere confermata dalla Commissione, dal Consiglio dei ministri e dal Parlamento europeo.
- 210) Le autorità dovrebbero adottare le decisioni collettivamente, a maggioranza qualificata del consiglio di amministrazione che, a tal fine, è costituito dai capi delle autorità nazionali di vigilanza. Nei casi di mediazione vincolante, tuttavia, potrebbe essere opportuno considerare altre modalità (ad esempio, l'adozione di decisioni da parte dei presidenti e dei direttori generali). È opportuno che le autorità dispongano di un bilancio autonomo, eventualmente finanziato dalle imprese e/o con i contributi del settore pubblico, compreso il bilancio UE. Tali bilanci dovrebbero essere commisurati alle funzioni delle autorità.
- 211) Le autorità dovrebbero essere il più indipendenti possibile dalle istituzioni europee, che non dovrebbero interferire nei loro processi interni e nelle loro decisioni, ma rimarrebbero responsabili di fronte al Consiglio, al Parlamento europeo e alla Commissione. Esse dovrebbero riferire formalmente e periodicamente a queste tre istituzioni.

#### **c) Gestione e risoluzione delle crisi**

- 212) In questa seconda fase, le modifiche legislative suggerite nel capitolo precedente dovrebbero entrare in vigore quanto prima. Occorre garantire uno stesso livello elevato di protezione a tutti i titolari di depositi, investitori e detentori di polizze, evitando distorsioni della concorrenza tra istituti e tra settori.
- 213) Le modifiche raccomandate in precedenza sono ambiziose e anche difficili da attuare. Ciononostante sarà fondamentale farlo, in particolare per affrontare con serietà l'aspetto della fiducia che attualmente incide sul rapporto tra paesi di origine e paesi ospitanti. I recenti sviluppi della crisi attuale hanno acuito questa mancanza di fiducia. Nella maggior parte dei paesi è aumentato il timore che le rispettive autorità di vigilanza non siano in grado di prevenire le crisi e di arrestare il prelievo, da parte delle società madri, delle liquidità depositate nelle controllate o succursali locali. Il gruppo ritiene che le riforme descritte in precedenza potrebbero servire molto a ridurre tale diffidenza e offrire invece dei meccanismi efficaci, pratici e giuridicamente vincolanti per dirimere le controversie. In questa fase, questo è probabilmente l'unico modo per conciliare, da un

lato, l'efficienza e le esigenze di vasti gruppi e, dall'altro, le necessarie tutele per il paese ospitante.

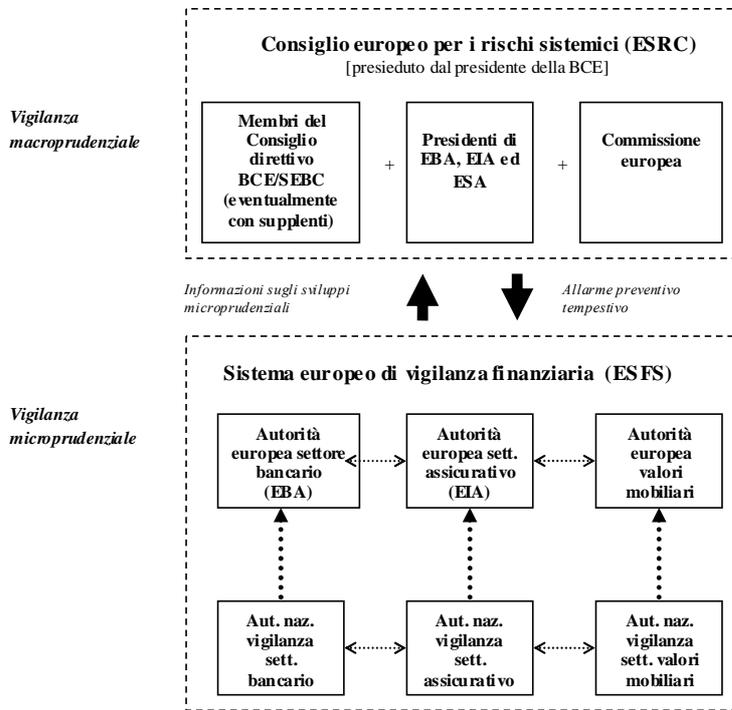
**Raccomandazione 22:** *nella seconda fase (2011-2012), l'UE dovrebbe istituire un sistema integrato europeo di vigilanza finanziaria (ESFS).*

- *I comitati di livello 3 dovrebbe diventare tre autorità europee: un'autorità europea per il settore bancario, un'autorità europea per il settore assicurativo e un'autorità europea per il settore dei valori mobiliari.*
- *Le autorità dovrebbero essere amministrate da un consiglio di amministrazione composto dai presidenti delle autorità nazionali di vigilanza. I presidenti e i direttori generali delle autorità dovrebbero essere professionisti indipendenti impiegati a tempo pieno, la cui nomina, per un periodo di 8 anni, dovrebbe essere confermata dalla Commissione, dal Consiglio dei ministri e dal Parlamento europeo.*
- *Le autorità dovrebbero disporre di un bilancio autonomo, commisurato alle rispettive funzioni.*
- *Oltre alle competenze attualmente assunte dai comitati di livello 3, le autorità dovrebbero avere anche i seguenti incarichi:*
  - i) *mediazione giuridicamente vincolante tra le autorità nazionali di vigilanza;*
  - ii) *adozione di norme di vigilanza vincolanti;*
  - iii) *adozione di decisioni tecniche vincolanti applicabili ai singoli istituti finanziari;*
  - iv) *supervisione e coordinamento dei collegi di autorità di vigilanza;*
  - v) *eventuale designazione di autorità di vigilanza dei gruppi finanziari;*
  - vi) *autorizzazione e vigilanza di istituti specifici di portata UE, come le agenzie di rating del credito e le infrastrutture di post-negoziazione;*
  - vii) *collaborazione obbligatoria con l'ESRC per garantire un'adeguata vigilanza macroprudenziale.*
- *Le autorità nazionali di vigilanza dovrebbero continuare ad occuparsi interamente della vigilanza corrente delle imprese.*

**Raccomandazione 23:** *il gruppo raccomanda che l'attività di pianificazione delle due fasi del nuovo sistema abbia inizio immediatamente. A tal fine, entro la fine del 2009 un gruppo composto da rappresentanti ad alto livello dei ministeri delle Finanze, del Parlamento europeo, dei comitati di livello 3 e della BCE e presieduto dalla Commissione dovrebbe presentare un piano di attuazione dettagliato.*

214) Lo schema seguente illustra le interazioni tra l'ESRC e l'ESFS.

# Un nuovo quadro europeo per salvaguardare la stabilità finanziaria



**Compiti principali del Consiglio europeo per i rischi sistemici:** decidere la politica macroprudenziale, dare l'allarme preventivo alle autorità di vigilanza UE, raffrontare le osservazioni sugli sviluppi macroeconomici e prudenziali e fornire indicazioni su questi temi.

**Compiti principali delle nuove autorità:** Oltre alle competenze attualmente assunte dai comitati di livello 3, le autorità dovrebbero avere anche i seguenti incarichi: i) mediazione giuridicamente vincolante tra le autorità nazionali di vigilanza, ii) adozione di norme di vigilanza vincolanti, iii) adozione di decisioni tecniche vincolanti applicabili ai singoli istituti finanziari, iv) vigilanza e coordinamento dei collegi di autorità di vigilanza, v) autorizzazione e vigilanza di istituti specifici di portata UE come le agenzie di rating del credito e le infrastrutture di post-negoziazione, vi) collaborazione obbligatoria con l'ESRC per garantire un'adeguata vigilanza macroprudenziale e vii) forte ruolo di coordinamento in situazioni di crisi.

**Compiti principali delle autorità di vigilanza nazionali:** continuare ad occuparsi interamente della vigilanza quotidiana delle imprese.

## V. RIESAME ED EVENTUALE POTENZIAMENTO DEL SISTEMA EUROPEO DI VIGILANZA FINANZIARIA (ESFS)

- 215) L'applicazione delle modalità descritte in precedenza dovrà essere monitorata per valutarne approfonditamente l'efficacia. Al massimo entro tre anni dall'entrata in vigore della fase 2 sarà opportuno procedere ad un riesame completo. Pur essendo prematuro, in questa fase, formulare raccomandazioni dettagliate sul possibile potenziamento dell'ESFS dopo la fase 2 qualora questa si rivelasse insufficiente, è comunque possibile osservare quanto segue.
- 216) Potrebbe essere opportuno, nel tempo, puntare ad un sistema fondato soltanto su due autorità: la prima incaricata del settore bancario e assicurativo e di qualsiasi altro aspetto connesso alla stabilità finanziaria (ad esempio *fondi speculativi* o infrastrutture finanziarie importanti dal punto di vista sistemico); la seconda responsabile delle questioni legate alla condotta negli affari e al mercato nei tre principali settori finanziari. La possibilità di concentrare la vigilanza del settore bancario e assicurativo in un'unica autorità potrebbe migliorare la vigilanza dei conglomerati finanziari e contribuire a semplificare un quadro istituzionale che per il momento è estremamente complesso.

- 217) Inoltre, se si considera la rapidità di evoluzione dei mercati finanziari, è importante mantenere una serie coerente di regole tecniche applicabili a tutte le imprese finanziarie. Se, dopo il riesame citato in precedenza, dovesse risultare evidente la necessità di disporre di poteri di regolamentazione più ampi in termini di applicazione orizzontale, sarebbe opportuno prevedere un rafforzamento in tal senso delle autorità.
- 218) Per quanto riguarda l'idea ricorrente di unificare tutte le attività di vigilanza degli istituti transfrontalieri a livello UE, il gruppo ritiene che debba essere presa in esame solo se ci fossero elementi inconfutabili a favore di tale proposta. La complessità e i costi di tale soluzione (che darebbe origine ad un sistema di vigilanza a due livelli – uno per gli istituti transfrontalieri e uno per gli istituti nazionali), le implicazioni politiche e la difficoltà di risolvere il problema della condivisione degli oneri transfrontalieri sono tali che il gruppo esprime dubbi sulla possibilità che questa possa trovare applicazione nella congiuntura attuale. Questo scenario potrebbe naturalmente diventare più percorribile se l'UE decidesse di andare verso una maggiore integrazione politica.

***Raccomandazione 24: il funzionamento dell'ESFS andrebbe riesaminato entro tre anni dalla sua entrata in vigore. Sulla base del riesame potrebbe essere opportuno considerare le seguenti riforme aggiuntive:***

- *passare ad un sistema fondato su due sole autorità: la prima incaricata della vigilanza prudenziale del settore bancario e assicurativo e di qualsiasi altro aspetto connesso alla stabilità finanziaria e la seconda responsabile della conduzione delle imprese e del mercato;*
- *attribuire alle autorità più ampi poteri di regolamentazione dell'applicazione orizzontale;*
- *esaminare l'opportunità di funzioni di vigilanza più ampie a livello di UE.*

## CAPITOLO IV: RIMEDI A LIVELLO MONDIALE

### I. PROMUOVERE LA STABILITÀ FINANZIARIA A LIVELLO MONDIALE

- 219) Anche se l'Europa non è stata all'origine dell'attuale crisi finanziaria, vi ha in ogni caso contribuito e ne è stata anche gravemente colpita. L'integrazione economica e finanziaria a livello mondiale è ormai tale che i paesi e le regioni non possono più isolarsi dagli sviluppi che interessano altre parti del mondo. È pertanto necessaria una risposta politica coordinata a livello mondiale non soltanto nel settore della regolamentazione e della vigilanza in materia finanziaria ma anche in quello della macroeconomia e della gestione delle crisi.
- 220) Da quando la crisi finanziaria è iniziata, l'UE ha svolto un ruolo proattivo a livello internazionale, cercando di contenerne le ripercussioni e di riformare l'architettura finanziaria internazionale. L'UE ha promosso il processo del G20 avviato al vertice di Washington nel novembre 2008 e contribuisce agli orientamenti politici concordati in quell'occasione. Tuttavia, prima di gestire l'attuale crisi occorre trarre le lezioni necessarie dai punti deboli dell'attuale architettura finanziaria internazionale, messi in evidenza dai recenti eventi.
- 221) Attualmente una serie di istituzioni internazionali e di gruppi informali sta affrontando le questioni riguardanti la regolamentazione e la vigilanza in materia finanziaria, spesso in modo frammentario nonostante le interazioni e i trasferimenti di rischi fra parti diverse del sistema finanziario<sup>14</sup>. È tuttavia evidente che manca attualmente un quadro coerente per elaborare e attuare standard minimi di regolamentazione, individuare i rischi per la stabilità finanziaria e coordinare le politiche di vigilanza a livello mondiale. Inoltre, sostanzialmente non esistono disposizioni per gestire crisi finanziarie transfrontaliere a livello mondiale e per imporre il rispetto delle regole. Ora è necessario un sistema internazionale di regolamentazione e vigilanza in materia finanziaria rafforzato, più coerente e razionalizzato, fondato su un uso migliore delle istituzioni finanziarie esistenti.
- 222) Il vertice del G20, tenutosi a Washington il 15 novembre 2008, ha iniziato ad affrontare i punti deboli dell'attuale architettura finanziaria internazionale. Concordando un piano d'azione basato sulla necessità di rafforzare la trasparenza, migliorare la regolamentazione, promuovere l'integrità dei mercati finanziari e rafforzare la cooperazione internazionale, i leader del G20 hanno definito le priorità principali per i mesi e gli anni a venire. Tuttavia, la cooperazione internazionale non funzionerà se i

---

<sup>14</sup> Sono inclusi il comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, altri comitati con sede a Basilea, quali il *Committee on the Global Financial System* (comitato sul sistema finanziario mondiale) e il *Committee on Payment and Settlement Systems* (comitato sui sistemi di pagamento e regolamento), la Banca dei regolamenti internazionali (BRI), il *Financial Stability Forum* (forum per la stabilità finanziaria - FSF) e altri organismi quali *International Organization of Securities Commissions* (organizzazione internazionale delle commissioni di vigilanza sulla borsa - IOSCO), l'*International Accounting Standards Board* (comitato per i principi contabili internazionali - IASB) e l'*International Association of Insurance Supervisors* (associazione internazionale delle autorità di vigilanza sulle assicurazioni - IAIS).

principali protagonisti e le economie di mercato emergenti non sono adeguatamente rappresentati in ogni organizzazione o organismo internazionale.

223) L'UE ha chiaramente tutto l'interesse a cercare di guidare la riforma dell'architettura finanziaria internazionale. L'UE dovrebbe assumere la guida migliorando il proprio sistema di regolamentazione e vigilanza che, oltre a essere necessario in quanto tale, è anche indispensabile per la convergenza internazionale. In altri termini, la convergenza e l'accordo a livello internazionale su standard ambiziosi hanno bisogno di forti istituzioni europee che ne garantiscano una rigorosa attuazione nell'UE. Dopo tutto, l'UE rappresenta una percentuale elevata dei mercati mondiali dei capitali. Lo sviluppo della politica dell'UE dovrebbe intrecciarsi con gli sviluppi internazionali. Inoltre, la convergenza degli standard internazionali in materia di regolamentazione e vigilanza assicurerebbe la parità di condizioni per il settore fortemente competitivo dei servizi finanziari integrati a livello mondiale.

## II. COERENZA DELLA REGOLAMENTAZIONE

224) Il capitolo 2 della presente relazione ha illustrato le raccomandazioni del gruppo per la riforma della regolamentazione. Se da un lato alcuni miglioramenti necessari si riferiscono in modo specifico al quadro legislativo nell'UE, la maggior parte delle riforme raccomandate riguarda le norme vigenti concordate a livello internazionale (Basilea 2; principi contabili internazionali) oppure nuove iniziative che dovrebbero essere attuate preferibilmente a livello internazionale (per es. la regolamentazione delle agenzie di rating del credito, il rafforzamento delle norme per i mercati dei prodotti derivati o norme in materia di *governance* societaria). L'UE ha chiaramente interesse a promuovere la coerenza degli standard di regolamentazione a livello mondiale verso criteri di riferimento ambiziosi.

225) Questi sforzi per uniformare a livello internazionale gli standard in materia di regolamentazione permetteranno anche di evitare casi inaccettabili di carenze normative e arbitraggio regolamentare che potrebbero compromettere la stabilità finanziaria. Inoltre ridurrebbero gli oneri di messa in conformità associati all'attività economica transfrontaliera ed eviterebbero le distorsioni della concorrenza. Infine, dal punto di vista delle autorità pubbliche, la maggiore convergenza della regolamentazione consentirebbe di evitare i rischi di frizioni tra le giurisdizioni e agevolerebbe la vigilanza delle imprese attive a livello mondiale.

226) Per incoraggiare la convergenza della regolamentazione a livello internazionale verso regole coerenti si potrebbero seguire due strade parallele. In primo luogo, si potrebbe rafforzare e ampliare il dialogo bilaterale in materia di regolamentazione fra i principali centri finanziari. In secondo luogo, si potrebbe assegnare un mandato chiaro, comprendente obiettivi e un calendario precisi, agli organismi internazionali di normazione, come attualmente discussi nel contesto del G20.

227) Chi deve essere incaricato di coordinare il processo internazionale di definizione degli standard? Tenuto conto dell'esperienza e dei precedenti in qualità di organismo di normazione nel settore bancario, il comitato di Basilea sembrerebbe adatto a svolgere un ruolo importante per sviluppare standard adeguati in alcuni dei settori summenzionati. Tuttavia, visto che la regolamentazione dei diversi aspetti dell'attività finanziaria

interessa anche altri organismi internazionali di normazione diversi dalle banche centrali, il gruppo ritiene che, visto il novero più ampio dei suoi partecipanti e le sue maggiori competenze, un FSF riformato sarebbe il più adatto a coordinare il lavoro dei vari organismi internazionali di normazione con l'obiettivo di conseguire la coerenza auspicata a livello di regolamentazione internazionale.

- 228) Tuttavia, nella sua attuale forma l'FSF non riuscirebbe a svolgere questo compito. Si propone pertanto di rafforzarlo dotandolo di maggiori risorse e di una struttura di *governance* più forte, prevedendo anche un presidente a tempo pieno. Inoltre, per una sua maggiore responsabilizzazione, l'FSF dovrebbe essere chiamato a rendere conto all'FMI e, come altri organismi internazionali di normazione (per es. il Comitato di Basilea) dovrebbe ampliarsi rapidamente fino a includere tutti i paesi che rivestono un'importanza sistemica. È chiaro che tutti gli organismi internazionali di normazione dovranno al contempo garantire l'indipendenza da interferenze politiche e la responsabilizzazione politica. Inoltre, sarà essenziale preparare gli standard finanziari internazionali all'insegna della trasparenza e della stretta collaborazione con gli operatori del mercato per garantire una vicinanza sufficiente alle realtà del mercato.
- 229) Sarebbe altresì importante informare periodicamente (almeno una volta o due volte all'anno) l'International Monetary and Finance Committee (comitato monetario e finanziario internazionale - IMFC) dell'FMI per mantenere vivo l'impulso politico e garantire la responsabilizzazione. Vista la situazione, sarebbe consigliabile attivare lo statuto dell'FMI per trasformare l'IMFC in un consiglio dotato di poteri decisionali.
- 230) A medio termine si può pensare di creare un'autorità di normazione internazionale autonoma, istituita sulla base di un trattato. L'obiettivo dovrebbe essere quello di dare vita a un processo di normazione internazionale, vincolante per le giurisdizioni, che assicuri l'attuazione e il controllo dell'applicazione degli standard internazionali. Sarebbe opportuno integrare queste misure affidando all'FMI il compito di sorveglianza dell'applicazione degli standard in questione (nel contesto delle revisioni dell'articolo IV).

***Raccomandazione 25: il gruppo raccomanda che, sulla base di obiettivi e di un calendario definiti con precisione, il Financial Stability Forum (FSF), in cooperazione con gli organismi internazionali di normazione quali il comitato di Basilea sulla vigilanza bancaria, sia incaricato di promuovere la convergenza della regolamentazione finanziaria a livello internazionale secondo i criteri di riferimento più ambiziosi.***

***Tenuto conto del ruolo rafforzato proposto per l'FSF nella presente relazione, è importante che l'FSF sia ampliato per includere tutti i paesi che rivestono un'importanza sistemica e la Commissione europea. Dovrebbe disporre di maggiori risorse e sarebbe opportuno riformarne il sistema di responsabilità e di governance rafforzandone i legami con l'FMI.***

***L'FSF dovrebbe informare periodicamente l'International Monetary and Financial Committee (IMFC) dell'FMI circa i progressi compiuti nella riforma della regolamentazione mettendo in pratica le lezioni tratte dall'attuale crisi finanziaria.***

***L'IMFC dovrebbe essere trasformato in un consiglio dotato di poteri decisionali, conformemente allo statuto dell'FMI.***

### III. RAFFORZARE LA COOPERAZIONE FRA LE AUTORITÀ DI VIGILANZA

- 231) Per affrontare le gravi carenze a livello di vigilanza riscontrate in passato, è di fondamentale importanza rafforzare la collaborazione internazionale in materia di vigilanza sui grandi gruppi finanziari transfrontalieri a struttura complessa. A tal fine sarebbe opportuno istituire collegi internazionali di autorità di vigilanza prima dell'estate 2009 per tutti i maggiori istituti finanziari sulla base degli orientamenti elaborati dall'FSF. Occorre trovare soluzioni pragmatiche per la partecipazione delle autorità di vigilanza del paese ospitante, ricercando il giusto equilibrio fra efficienza da un lato e rappresentazione e informazioni adeguate dall'altro. Come concordato al vertice del G20, le principali banche mondiali dovrebbero riunirsi periodicamente e almeno una volta all'anno con il loro collegio di autorità di vigilanza per discussioni approfondite sulla valutazione dei loro rischi.
- 232) Per assicurare la coerenza e identificare i potenziali rischi sistemici, in aggiunta alla partecipazione delle autorità macroprudenziali e microprudenziali, sarebbe particolarmente auspicabile prevedere la partecipazione a questi gruppi di un funzionario di un organismo internazionale quale il comitato di Basilea. Sarebbe così possibile individuare e promuovere le migliori pratiche assicurando una maggiore coerenza.
- 233) Negli ultimi anni sono emersi conglomerati finanziari di dimensioni notevoli e attivi in molti settori di attività diversi (compresa la negoziazione per conto proprio) in tutto il mondo: questa situazione rappresenta una sfida particolare in materia di vigilanza. Esiste il rischio che questa tendenza si intensifichi per effetto della crisi (per es. le fusioni fra banche commerciali e banche di investimento), visto che gli istituti in difficoltà vengono acquisiti da altri istituti. Se il sistema non evolve verso una netta separazione fra l'attività di mera banca commerciale (e alcune attività di investimento svolte per la clientela) e le banche che operano essenzialmente come fondi di investimento, allora il mondo si dirigerà verso una situazione più complessa in cui entrambe le attività saranno mischiate.
- 234) Questi istituti complessi, così come i conglomerati che uniscono attività bancarie e assicurative, pongono in effetti problemi specifici sia per i dirigenti che per le autorità di vigilanza: molto spesso, l'aumento delle dimensioni è accompagnato da un aumento della complessità e dell'attività transfrontaliera. Questi giganti della finanza sono così vasti e complessi che risulta estremamente difficile valutare adeguatamente i rischi ai quali sono esposti o i rischi che essi possono rappresentare per l'economia nel suo complesso. Considerando le dimensioni e la funzione strutturale che rappresentano per il sistema finanziario nel suo complesso, in una certa misura sono *“troppo grandi da gestire”* e *“troppo grandi per fallire”* – questo significa che possono esporre il resto della società a costi notevoli e sono esposti a un forte azzardo morale; in alcuni casi questi istituti possono anche essere *“troppo grandi da salvare”*, per esempio quando la sede centrale si trova in un paese relativamente piccolo o quando l'organizzazione di un pacchetto di salvataggio è semplicemente troppo complessa da attuare. Tuttavia, è poco probabile che grandi istituti finanziari siano suddivisi in elementi costitutivi di minore

entità, anche se questa sarebbe una soluzione auspicabile in casi di dominanza eccessiva del mercato nel quadro della legislazione antitrust.

- 235) Tenendo conto di tutti questi elementi, è necessario attuare una vigilanza particolarmente rigorosa su questi istituti. Le autorità di vigilanza dovrebbero prestare particolare attenzione al riguardo, intensificare la cooperazione internazionale per assicurare il miglior controllo possibile e svolgere valutazioni dei rischi complete e approfondite. Nello specifico, è opportuno verificare in permanenza in che misura questi istituti utilizzano la leva finanziaria e in che modo sono finanziati. Le modalità di allocazione e di valutazione del capitale al loro interno sono di fondamentale importanza per la gestione del rischio. Anche le autorità antitrust dovranno potenziare la vigilanza nei confronti di questi istituti ed essere pronte ad adottare le misure opportune.
- 236) Gli errori commessi nella gestione del rischio hanno svolto un ruolo decisivo nel periodo precedente all'attuale crisi. Le autorità di vigilanza delle società che operano a livello internazionale dovrebbero pertanto seguire con maggiore attenzione le pratiche interne di gestione del rischio delle banche e insistere sull'adozione di prove di stress adeguate.
- 237) Alla luce dei punti deboli della *governance* societaria emersi negli ultimi anni, le autorità di vigilanza dovranno anche prestare maggiore attenzione agli effetti di incentivo dei regimi di remunerazione delle società. Anche in questo caso sarebbe auspicabile adottare un approccio comune a livello mondiale per evitare l'arbitraggio regolamentare. Le autorità di vigilanza dovrebbero quindi concordare una valutazione comune dell'allineamento degli incentivi negli istituti finanziari e applicare questi criteri comuni nell'ambito del secondo pilastro di Basilea 2.
- 238) L'FMI dovrebbe svolgere un ruolo significativo nel verificare (nell'ambito delle valutazioni ai sensi dell'articolo IV) l'attuazione degli standard internazionali da parte dei paesi membri.

***Raccomandazione 26: in assenza di un cambiamento radicale dei metodi operativi delle banche, il gruppo raccomanda che i collegi di autorità di vigilanza dei grandi gruppi finanziari internazionali transfrontalieri, dalla struttura complessa, attualmente in corso di costituzione a livello internazionale, dovrebbero svolgere valutazioni dei rischi complete e approfondite, seguire con maggiore attenzione le pratiche interne di gestione del rischio delle banche e concordare un approccio comune per promuovere l'allineamento degli incentivi nei regimi di remunerazione del settore privato mediante il secondo pilastro di Basilea 2.***

***Il Forum per la stabilità finanziaria (FSF), in stretta collaborazione con altri organismi internazionali rilevanti, dovrebbe assicurare la coerenza globale delle pratiche di vigilanza fra i vari collegi e promuovere le migliori pratiche.***

#### **IV. VIGILANZA MACROECONOMICA E PREVENZIONE DELLE CRISI**

- 239) Come illustra il capitolo 1 della presente relazione, gli sviluppi macroeconomici internazionali e gli squilibri mondiali hanno contribuito in misura determinante all'attuale crisi. Se da un lato molti hanno notato la comparsa almeno di una parte dei fenomeni e degli squilibri descritti, soltanto pochi hanno dato l'allarme. Anche se bisogna ammettere che la mancanza di dati aggregati pertinenti e affidabili ha inciso sulla precisione e quindi sull'efficacia degli avvertimenti, questa non è una scusa per il fatto che le azioni correttive in risposta alle preoccupazioni espresse sono state totalmente inadeguate. La vigilanza macroeconomica deve pertanto essere fortemente migliorata e resa più incisiva.
- 240) L'esperienza degli ultimi anni ha sottolineato l'importanza di istituire un quadro macroeconomico più solido per l'economia mondiale. A tal fine, la vigilanza sulle politiche macroeconomiche, sui tassi di cambio e sugli squilibri globali deve essere rafforzata. Le banche centrali, da parte loro, dovrebbero controllare con maggiore attenzione la crescita degli aggregati monetari e creditizi.
- 241) Oltre a rafforzare gli attuali meccanismi di vigilanza macroeconomica dell'FMI, una delle priorità ai fini della prevenzione delle crisi dovrebbe essere il rafforzamento dei meccanismi internazionali di allarme preventivo basati sulla rapida individuazione delle vulnerabilità sistemiche. Un sistema completo di allarme preventivo, gestito congiuntamente dall'FMI e dall'FSF, potrebbe essere fondato sull'attuale quadro analitico per la vigilanza macroeconomica bilaterale e multilaterale, ma dovrebbe riconoscere maggiore importanza alle preoccupazioni macroprudenziali. Le attuali analisi della situazione finanziaria non sono concepite per fornire una valutazione dei rischi macroprudenziali o delle vulnerabilità che possono anticipare le crisi. Traendo lezioni dal passato, sarà inoltre importante assicurare che, per essere efficaci, i sistemi di allarme preventivo siano in grado di inviare messaggi chiari e inequivocabili ai responsabili politici e raccomandino risposte politiche preventive. In passato l'errore fondamentale non è stato tanto la mancanza di vigilanza, anche se i messaggi provenienti dalla vigilanza avrebbero potuto essere più forti, quanto la mancanza di un'azione politica. Per questo motivo è opportuno rafforzare notevolmente il seguito dato a tali valutazioni del sistema finanziario.
- 242) Un sistema completo di allarme preventivo potrebbe altresì trovare un'utile integrazione nella creazione di una mappa internazionale dei rischi e di un registro internazionale dei crediti. La mappa dei rischi dovrebbe costituire una banca dati comune contenente le informazioni pertinenti sull'esposizione ai rischi degli istituti e dei mercati finanziari, a livello sia nazionale che internazionale. La mappa dovrebbe riportare tutte le informazioni necessarie per identificare i rischi sistemici su scala mondiale. Ovviamente, per essere efficace non dovrebbe limitarsi al settore bancario ma includere gli altri principali istituti finanziari, quali le compagnie di assicurazione e i fondi speculativi. Dovrebbe comprendere anche tutti i principali prodotti finanziari. A condizione che siano applicate regole adeguate per tutelare la riservatezza dei dati a livello delle imprese, una mappa dei rischi colmerebbe la mancanza di informazioni rivelata dall'attuale crisi e potrebbe diventare uno strumento essenziale per tutti gli interessati alla valutazione dei rischi per la stabilità finanziaria.

- 243) Un registro internazionale dei crediti potrebbe essere utile per elaborare, a intervalli regolari, una mappa mondiale dei rischi finanziari. Il registro dei crediti, che dovrebbe essere istituito dalla BRI in collaborazione con altri organismi pertinenti quali le banche centrali nazionali e l’FMI, consisterebbe in una banca dati in cui è raccolto un insieme coerente di dati sui crediti interbancari e sui crediti alla clientela (al di sopra di una determinata soglia e raccolti a intervalli regolari) per i principali creditori. In questo modo sarebbe possibile valutare meglio l’esposizione al rischio dei principali operatori finanziari. Un registro internazionale dei crediti, che andrebbe a integrare i registri nazionali e sarebbe accompagnato da un registro simile per i titoli, sarebbe un utile strumento per tutti gli organismi interessati alla valutazione dei rischi per la stabilità finanziaria, a condizione che lo si possa realizzare senza una burocrazia eccessiva.
- 244) In linea generale, il Fondo monetario internazionale (FMI) è il più adatto per svolgere un ruolo preminente nell’assicurare una vigilanza macroeconomica e macroprudenziale di elevata qualità, anche se potrebbe dover approfondire ulteriormente la sua analisi degli sviluppi sui mercati finanziari. L’FMI, in collaborazione con l’FSF, ha già compiuto un lavoro sostanziale per istituire un sistema di allarme preventivo (compreso un eventuale elenco di allarmi preventivi) e procedure per un futuro esercizio di allarme preventivo (*Early Warning Exercise*, EWE). L’EWE avrebbe il compito di aumentare la pressione reciproca per avviare tempestivamente un’azione correttiva. L’FMI, in collaborazione con le banche centrali, sembra inoltre l’istituzione internazionale più adatta per elaborare una mappa mondiale dei rischi.
- 245) Inoltre, in futuro i programmi di valutazione del settore finanziario (*Financial Sector Assessment Programmes*, FSAP), istituiti dall’FMI e dalla Banca mondiale, dovrebbero diventare obbligatori per tutti i paesi membri dell’FMI, sulla base di un calendario fisso, soprattutto per i paesi che rivestono una notevole importanza sistemica. Dovrebbero situarsi allo stesso livello della vigilanza macroeconomica ed essere completamente integrati nel processo di consultazione di cui all’articolo IV. I risultati dello FSAP dovrebbero essere pubblicati e i paesi dovrebbero essere obbligati a indicare le ragioni per cui non seguono le raccomandazioni dell’FMI, analogamente alla procedura “*comply or explain*” (conformarsi o spiegare) attualmente utilizzata nei comitati di livello 3 dell’UE.
- 246) Per rafforzare i meccanismi mondiali di allarme preventivo riguardanti i rischi per la stabilità finanziaria, sarà necessario garantire una stretta collaborazione fra l’FMI, con la sua esperienza in questioni macroprudenziali, l’FSF e la BRI/comitato di Basilea, con le loro competenze in materia di vigilanza microprudenziale. Come suggerito in precedenza, i vari incarichi e allarmi dovrebbero essere comunicati periodicamente all’IMFC o al consiglio dell’FMI. Inoltre, gli operatori del mercato e i regolatori nazionali dovranno partecipare all’elaborazione di una mappa internazionale dei rischi di credito e di un registro internazionale dei crediti.
- 247) Tuttavia, per consentire all’FMI di svolgere pienamente il suo ruolo nell’affrontare gli squilibri macroeconomici e nel promuovere la stabilità finanziaria sarà necessaria una forte volontà politica di accettarne i pareri professionali indipendenti. In passato i (grandi) paesi membri interessati hanno impedito troppo spesso all’FMI di eseguire l’analisi necessaria (per es. il programma di valutazione del settore finanziario (*Financial Sector Assessment Programme* – FSAP)) o di esprimere apertamente le proprie preoccupazioni. È pertanto particolarmente importante che l’FMI rafforzi la sorveglianza sui paesi che rivestono un’importanza sistemica seguendo criteri di

imparzialità e che i paesi membri rafforzino l'impegno a favore dell'attuazione delle raccomandazioni politiche specifiche dell'FMI. Pur riconoscendo la possibilità che sussistano sempre legittimi disaccordi di matrice intellettuale, l'obiettivo deve consistere nel correggere efficacemente le politiche interne nei paesi membri dell'FMI che rivestono un'importanza sistemica quando esse rappresentano un grave rischio per la stabilità del sistema economico e finanziario internazionale. Le raccomandazioni dell'FMI, esaminate e approvate dall'IMFC, dovrebbero quindi diventare obiettivi della politica macroeconomica condivisi a livello internazionale. Visto il contesto, l'FMI potrebbe anche riavviare utilmente le consultazioni multilaterali con i principali paesi membri.

- 248) L'esperienza maturata negli ultimi anni ha dimostrato che l'analisi, da sola, non è sufficiente. È necessaria anche un'azione correttiva. Un impegno politico a priori ad alto livello a favore dell'attuazione delle raccomandazioni dell'FMI avrebbe una sua utilità, ma servono misure più ambiziose. In particolare, in occasione delle discussioni sul sistema di allarme preventivo sarebbe opportuno prendere in considerazione la possibilità di identificare determinate "zone di pericolo" per le variabili fondamentali: in presenza di queste zone, si attiverebbe il presupposto della necessità di intervento, invertendo così il principio dell'"onere della prova".

***Raccomandazione 27: il gruppo raccomanda che l'FMI, in stretta collaborazione con altri organismi interessati, in particolare l'FSF, la BRI, le banche centrali e il consiglio europeo per i rischi sistemici (European Systemic Risk Council, ESRC), sia incaricato di sviluppare e gestire un sistema di allarme preventivo per la stabilità finanziaria, accompagnato da una mappa internazionale dei rischi e da un registro internazionale dei crediti.***

***Il sistema di allarme preventivo dovrebbe inviare messaggi chiari ai responsabili politici e raccomandare risposte programmatiche preventive, eventualmente sulla base di "zone di pericolo" predefinite.***

***Tutti i paesi membri dell'FMI dovrebbero impegnarsi a sostenere l'FMI nella realizzazione della sua analisi indipendente (compreso il programma di valutazione del settore finanziario). I paesi membri dovrebbero illustrare pubblicamente le ragioni per cui non seguono tali raccomandazioni.***

***L'IMFC o il consiglio dell'FMI dovrebbero ricevere una o due volte all'anno una relazione in materia.***

- 249) Si può temere che gli sforzi compiuti per ridurre i rischi per la stabilità finanziaria possano essere compromessi se le giurisdizioni che rivestono un'importanza sistemica si rifiutano di utilizzare gli standard concordati a livello internazionale. La comunità internazionale deve pertanto affrontare la questione delle giurisdizioni che hanno standard di regolamentazione e di *governance* insoddisfacenti, mostrano una trasparenza carente o non cooperano ai fini dello scambio di informazioni, come alcuni centri finanziari off-shore. Tralasciando le questioni del riciclaggio del denaro e quelle di natura fiscale e concentrando l'attenzione esclusivamente sulla regolamentazione finanziaria, i centri finanziari off-shore possono rappresentare un rischio per la stabilità finanziaria e costituire anche un grave problema per la parità delle condizioni di concorrenza: la registrazione degli istituti finanziari può essere scarsa, i requisiti in

materia di capitale iniziale (per i servizi ai non residenti) sono deboli e la vigilanza è inferiore agli standard richiesti o addirittura inesistente.

- 250) Per correggere i rischi associati per il sistema finanziario mondiale sono state proposte diverse misure, che vanno dall'adozione di regole supplementari per quanto riguarda la divulgazione dei bilanci finanziari (obbligo di divulgazione di informazioni sulle strutture fuori bilancio per ogni giurisdizione in un allegato separato al bilancio annuale, accompagnato da una dichiarazione dei rischi per le attività detenute in centri finanziari regolamentati in modo insufficiente e, talvolta, "non cooperativi") a regole di più ampia portata che proibiscono agli istituti finanziari regolamentati di effettuare transazioni con soggetti con sede in queste giurisdizioni.
- 251) Senza entrare nel merito di queste proposte, che dovrebbero essere esaminate con maggiore attenzione, il gruppo ritiene che già oggi le autorità di vigilanza dei gruppi hanno la possibilità di rafforzare i requisiti patrimoniali degli istituti finanziari che si assumono rischi maggiori detenendo attività in centri finanziari regolamentati in misura insufficiente o dove le autorità di vigilanza incontrano ostacoli a ottenere informazioni pertinenti. Ove necessario, le possibilità esistenti dovrebbero essere sfruttate pienamente.
- 252) L'efficacia di queste disposizioni dovrebbe essere controllata su base periodica sotto gli auspici dell'FMI. Più in generale, per valutare periodicamente il quadro di regolamentazione nei centri finanziari off-shore e di altro tipo e pubblicare i relativi risultati, l'FMI e l'FSF, in collaborazione con la Banca mondiale, il gruppo di azione finanziaria internazionale (GAFI) e l'OCSE, devono elaborare un processo trasparente di valutazione e di riferimento.

***Raccomandazione 28: il gruppo raccomanda di intensificare gli sforzi coordinati per incoraggiare le giurisdizioni che attualmente hanno una regolamentazione insufficiente o che "non sono cooperative" ad adottare gli standard internazionali più elevati e a scambiare informazioni fra le autorità di vigilanza.***

***In ogni caso, per tenere conto dei rischi accresciuti, le autorità di vigilanza dei gruppi finanziari dovrebbero rafforzare i requisiti in materia di capitali per gli istituti finanziari che investono o operano su centri finanziari con regolamentazione o vigilanza insufficiente, quando non sono soddisfatte della dovuta diligenza dimostrata o quando non riescono a ottenere o a scambiare informazioni pertinenti con le autorità di vigilanza delle giurisdizioni off-shore in questione.***

***L'FMI e l'FSF, in collaborazione con altri organismi internazionali pertinenti, dovrebbero valutare gli standard esistenti in materia di regolamentazione nei centri finanziari, controllare l'efficacia dei meccanismi esistenti di attuazione degli standard internazionali e raccomandare misure più restrittive nei casi in cui gli standard attualmente applicati siano considerati insufficienti.***

## V. GESTIONE E RISOLUZIONE DELLE CRISI

- 253) Anche migliorando la prevenzione, le crisi non potranno essere completamente evitate. Tuttavia, l'attuale crisi ha rivelato una mancanza di un quadro efficiente di gestione delle crisi e di coordinamento a livello internazionale. Non esistono meccanismi multilaterali chiari per coordinare le risposte nazionali alle crisi finanziarie. Inoltre, le difficoltà incontrate nel separare le crisi di liquidità dalle crisi di solvibilità si sono di nuovo manifestate.
- 254) Le esperienze degli ultimi dodici mesi hanno posto in evidenza la necessità di un più stretto coordinamento fra autorità di vigilanza, monetarie e fiscali. Uno scambio efficiente di informazioni e una stretta collaborazione sono indispensabili non solo per gestire efficacemente le crisi ma anche per evitare ripercussioni negative, distorsioni della concorrenza e l'arbitraggio regolamentare.
- 255) In questo contesto, è fondamentale rafforzare la capacità dell'FMI di fornire sostegno ai paesi con problemi di bilancia dei pagamenti in una crisi finanziaria. Attualmente il Fondo non dispone di risorse sufficienti per assistere i suoi membri. Gli Stati membri dell'UE dovrebbero pertanto mostrarsi disponibili a fornire un contributo per incrementare le risorse dell'FMI.

***Raccomandazione 29: il gruppo raccomanda che gli Stati membri dell'UE mostrino il loro sostegno a favore del rafforzamento del ruolo dell'FMI nella vigilanza macroeconomica e che contribuiscano a incrementare le risorse dell'FMI per rafforzare la capacità di sostegno da parte del Fondo a favore dei paesi membri con gravi problemi finanziari o di bilancia dei pagamenti.***

## VI. LA GOVERNANCE EUROPEA A LIVELLO INTERNAZIONALE

- 256) Se da un lato l'Unione europea è uno dei principali protagonisti a livello internazionale, nelle organizzazioni internazionali e in altri organismi internazionali è rappresentata in misura frammentata, senza coerenza e continuità. In alcuni casi, è rappresentata in modo incompleto (per es. in seno all'FSF o al G20 a livello ministeriale), mentre in altri casi l'UE nel suo complesso (compresi gli Stati membri) è percepita come sovrarappresentata, a scapito delle economie di mercato emergenti. Questa situazione indebolisce la possibilità dell'UE di parlare con un'unica voce ed è sempre più criticata dai partner internazionali dell'UE. È pertanto essenziale garantire che l'UE sia rappresentata in modo coerente nella nuova architettura economica e finanziaria mondiale. Nell'ambito di una più ambiziosa riforma istituzionale (e di una riforma delle quote) dell'FMI, si potrebbe riorganizzare le circoscrizioni e ridurre a non più di due il numero dei membri dell'UE in seno al consiglio di amministrazione. Un analogo consolidamento della rappresentanza dell'UE dovrebbe essere attuato anche in altre sedi multilaterali.

***Raccomandazione 30: il gruppo raccomanda l'organizzazione di una rappresentanza coerente dell'UE nell'ambito della nuova architettura economica e finanziaria globale.***

***Nel contesto di una riforma istituzionale più ambiziosa, questo obiettivo potrebbe essere realizzato garantendo un consolidamento della rappresentanza dell'UE nell'ambito dell'FMI e di altri sedi multilaterali.***

## **VII. APPROFONDIRE LE RELAZIONI FINANZIARIE BILATERALI DELL'UE**

257) L'UE ha tutto l'interesse a guidare e sviluppare le sue relazioni con le principali potenze finanziarie del mondo. Negli ultimi anni sono stati svolti lavori tecnici soddisfacenti con gli Stati Uniti su questioni complesse concernenti la regolamentazione e la vigilanza: questi sforzi dovrebbero essere intensificati con la nuova amministrazione USA per ampliare e approfondire i punti in comune. Analogamente, l'UE dovrebbe collaborare con il Giappone, la Cina, il Brasile, l'India, la Russia, l'Arabia Saudita e altri paesi emergenti per sviluppare una visione comune sulle riforme finanziarie globali che sono necessarie. L'UE ha l'opportunità straordinaria di rafforzare la sua influenza globale e di diffondere le sue idee e i suoi metodi. Tuttavia, per conseguire questo obiettivo il modello di gestione e di regolamentazione proprio dell'UE deve non solo essere adatto a esigenze specifiche ma anche costituire un esempio globale di efficacia, utilità, equità, cooperazione, coerenza e solidarietà.

***Raccomandazione 31: nelle relazioni bilaterali l'UE dovrebbe intensificare il dialogo in materia di regolamentazione finanziaria con i principali partner.***

\*\*\*

La presente relazione illustra le riforme in materia di regolamentazione e vigilanza e su scala mondiale che il gruppo considera necessarie.

I lavori devono iniziare immediatamente.

## **ALLEGATO I - Mandato del gruppo di esperti ad alto livello sulla vigilanza finanziaria nell'UE**

La crisi finanziaria in corso ha messo in luce le debolezze del quadro di vigilanza dell'UE che è tuttora frammentato tra i vari orientamenti nazionali, malgrado i progressi significativi conseguiti nell'integrazione del mercato finanziario e l'importanza crescente dei soggetti transfrontalieri. Affinché l'integrazione finanziaria possa essere efficace in termini di tutela della stabilità sistemica, di costi ridotti e di maggiore concorrenza, è indispensabile accelerare la riforma in corso della vigilanza.

Finora questa riforma si è fondata su un approccio di tipo evolutivo, nell'ambito del quale i cosiddetti comitati di livello 3 nell'ambito della procedura Lamfalussy devono far convergere chiaramente le pratiche e le procedure di vigilanza dei vari Stati membri. Malgrado i progressi conseguiti in questo senso, ciò non ha consentito all'UE di individuare le cause della crisi finanziaria attuale né di farvi fronte. L'organizzazione attuale, su base nazionale, della vigilanza nell'UE soffre dell'assenza di un quadro di riferimento per la realizzazione della convergenza in materia di vigilanza e limita le possibilità di una sorveglianza macroprudenziale efficace basata su una visione globale dell'evoluzione degli istituti e dei mercati finanziari.

Il gruppo è stato pertanto invitato a formulare delle proposte destinate al rafforzamento delle disposizioni di vigilanza europee concernenti tutti i settori finanziari al fine di istituire un sistema di vigilanza europeo più efficace, meglio integrato e più sostenibile.

In particolare il gruppo dovrebbe esaminare:

- come organizzare al meglio la vigilanza degli istituti e dei mercati finanziari europei, al fine di garantire la solidità prudenziale degli istituti, il regolare funzionamento dei mercati e, pertanto, la tutela dei depositanti, degli assicurati e degli investitori;
- come rafforzare la cooperazione europea in materia di sorveglianza della stabilità finanziaria, meccanismi di allarme tempestivo e gestione delle crisi, ivi compresa la gestione dei rischi transfrontalieri e transsettoriali;
- il modo con cui le autorità di vigilanza, in seno alle autorità competenti dell'UE, dovrebbero cooperare con altre importanti giurisdizioni per contribuire a tutelare la stabilità finanziaria a livello mondiale.

Il gruppo esaminerà la ripartizione dei compiti e le ripartizioni tra il livello nazionale e il livello europeo.

Dovrebbe inoltre presentare una relazione alla Commissione in vista del Consiglio di primavera 2009.

Infine organizzerà, in funzione delle esigenze, delle audizioni e una consultazione.

## ALLEGATO II: Riunioni del gruppo e audizioni nel 2008 e 2009

Il gruppo ha avviato i suoi lavori a metà novembre e ha organizzato 11 riunioni della durata di una giornata intera. Ha ricevuto contributi orali dalle personalità e dai rappresentanti delle associazioni europee di servizi finanziari e delle istituzioni internazionali elencate qui di seguito:

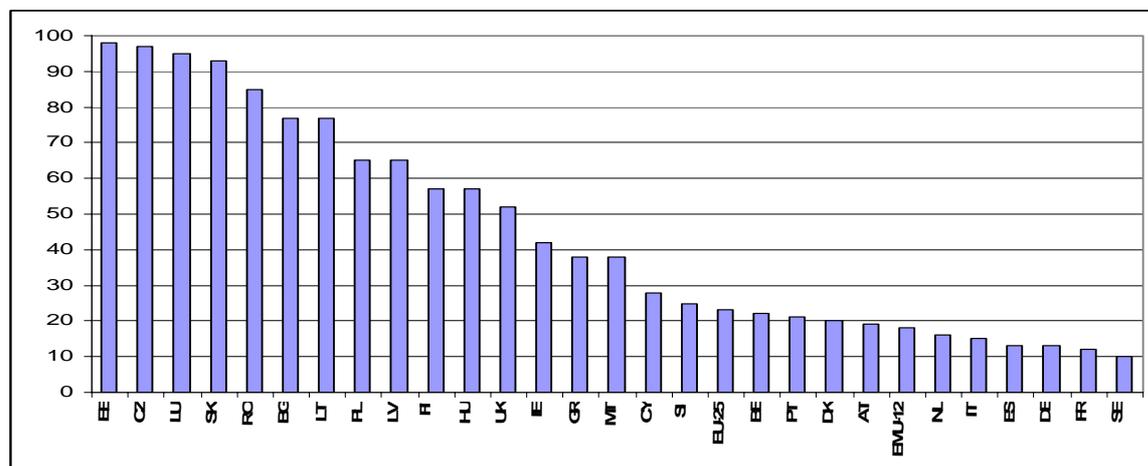
- i presidenti dei 3 comitati di livello 3 (CEBS, CEIOPS, CESR);
- i Commissari europei Charlie McCreevy e Joaquin Almunia;
- il dott. A.H.E.M. Wellink, presidente del comitato di Basilea e presidente della Banca centrale dei Paesi Bassi;
- Jean-Claude Trichet, presidente della BCE;
- Mario Draghi, presidente del Forum sulla stabilità finanziaria e governatore della Banca d'Italia;
- Marek Belka, direttore del dipartimento europeo del Fondo monetario internazionale;
- Xavier Musca, presidente del comitato economico e finanziario;
- Peter Praet, presidente del comitato di sorveglianza della BCE e direttore generale della Banca nazionale del Belgio;
- il barone Alexander Lamfalussy;
- il CEA (*Comité Européen des Assurances*) e l'AMICE (*Association of Mutual Insurers and Insurance Cooperatives in Europe*);
- l'EBF (*European Banking Federation*), l'ESBG (*European Savings Banks Group*) e l'EACB (*European Association of Co-operative Banks*);
- la *Federation of European Securities Exchanges* (FESE), l'ICMA (*International Capital Market Association*), l'EFAMA (*European Fund and Asset Managers Association*), l'ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*), FOA (*Future and Options Association*), l'AMAFI (l'associazione francese dei mercati finanziari), la LIBA (*London Investment Banking Association*), emittenti europee e l'ISCS (*Investicni společnost Ceske sporitelny*);
- rappresentanti di importanti società di assicurazione (AXA, Munich Reinsurance Company, Aegon e AVIVA plc.).

## ALLEGATO III: Un mercato finanziario europeo unico sempre più integrato

In futuro occorrerà garantire che il modo in cui è organizzata la vigilanza nel mercato unico consenta alle autorità di vigilanza di preservare la stabilità finanziaria (in condizioni normali e in caso di crisi), permettendo nel contempo, nella massima misura possibile, agli istituti finanziari e ai loro clienti di beneficiare dei vantaggi del mercato unico, a norma del trattato.

L'integrazione dei mercati finanziari dell'Unione europea, in particolare dei mercati all'ingrosso, è in costante aumento. I mercati bancari e assicurativi sono dominati da gruppi paneuropei le cui funzioni di gestione dei rischi sono centralizzate nelle sedi centrali dei gruppi. Dal 2003 il valore delle operazioni transfrontaliere di fusione/acquisizione è aumentato. Questa tendenza è stata particolarmente forte nel 2005 con la realizzazione di varie operazioni di ingente valore che rappresentavano oltre il 50% del valore totale delle operazioni di fusione/acquisizione realizzate nel sistema bancario dell'area dell'euro. Le banche dell'UE non sono mai state così presenti sulla scena internazionale, sviluppando le loro attività sui mercati esteri in Europa e nel resto del mondo. Attualmente circa 70% delle attività bancarie sono detenute da 43 gruppi bancari che svolgono una considerevole attività transfrontaliera. Il settore bancario, soprattutto nei paesi d'Europa centrale e orientale, sono dominati da gruppi finanziari esteri (perlopiù d'Europa occidentale) (cfr. figura 1). L'attuale crisi determinerà probabilmente un ulteriore consolidamento a livello transfrontaliero, ma il rallentamento economico dovrebbe limitarne l'ampiezza a breve/medio termine.

**Figura 1. Quota di mercato delle banche di proprietà estera (in % del totale delle attività)**



Per quanto riguarda i mercati finanziari, i dati disponibili indicano che l'integrazione ha registrato notevoli progressi, anche se varia in funzione del segmento di mercato, ed è in ampia misura legata al livello di integrazione delle infrastrutture finanziarie di base. La tabella 1 fornisce una panoramica del livello di integrazione dei vari segmenti. Occorre rilevare che l'intenso consolidamento transfrontaliero delle borse favorisce la concentrazione delle infrastrutture di base (la quota di mercato delle cinque principali borse in Europa ha superato il 90% nel 2006).

**Tabella 1. Integrazione dei vari segmenti di mercato**

| <b>Segmento di mercato</b>   | <b>Grado di integrazione</b>                                    |
|--|---|
| Mercato monetario  | Grado elevato   |
| Mercati obbligazionari <ul style="list-style-type: none"><li>• obbligazioni pubbliche</li><li>• obbligazioni societarie</li></ul>  | Grado considerevole<br>Grado considerevole                      |
| Mercati di capitali  | Integrazione crescente  |
| Mercati bancari <ul style="list-style-type: none"><li>• attività interbancarie/all'ingrosso</li><li>• attività legate al mercato dei capitali</li><li>• attività bancarie al dettaglio</li></ul> | Integrazione crescente<br>Integrazione crescente<br>Frammentato |

Questa evoluzione verso grandi gruppi transfrontalieri non pregiudica affatto i vantaggi o i potenziali inconvenienti di questo fenomeno (l'ultimo capitolo sui rimedi a livello mondiale, affronterà la questione degli istituti "*troppo grandi per fallire*"). Tuttavia la riflessione sul quadro di vigilanza dell'Unione europea deve tenere conto di questa tendenza.

L'emergere nell'Unione europea di un mercato finanziario sempre più integrato indubbiamente costituisce, per la vigilanza finanziaria, una sfida importante che è al centro dell'obiettivo di vigilanza; l'integrazione aumenta i rischi di contagio, e pertanto mette a repentaglio la stabilità finanziaria; in questo contesto è più difficile garantire condizioni eque se le regole e le pratiche in materia di vigilanza differiscono; l'integrazione determina lo sviluppo di grandi gruppi transfrontalieri che richiedono un'organizzazione della vigilanza più semplice ed efficace sotto il profilo dei costi.

Attualmente, le imprese dell'Unione europea sono per lo più ancora soggette al regime di vigilanza del paese d'origine – anche se le controllate costituite da imprese transfrontaliere a norma del diritto del paese ospitante sono soggette alla normativa di quest'ultimo. Le succursali transfrontaliere sono disciplinate dal diritto del paese di origine, ma il diritto comunitario conferisce alle autorità di vigilanza del paese ospitante il diritto di intervenire, ad esempio in situazioni di emergenza al fine di tutelare i depositanti (articolo 33 della direttiva sui requisiti patrimoniali). Nel caso dei servizi di investimento, le autorità di vigilanza del paese ospitante esercitano il loro controllo in settori importanti – godono anche del diritto di esaminare le modalità di stabilimento delle succursali (articolo 32 della direttiva MIFID). Controllano inoltre la liquidità delle succursali e si dovrebbe fornire loro qualsiasi informazione utile concernente il gruppo (articolo 42 della direttiva sui requisiti patrimoniali e il suo recente rafforzamento).

Si tratta di un'organizzazione estremamente complessa che determina numerosi rapporti di dipendenza tra le autorità di vigilanza e le entità soggette alla vigilanza e meccanismi di cooperazione complessi tra le autorità di vigilanza del paese di origine e quelle del paese

ospitante. Alcuni sostengono che il dispositivo vigente dovrebbe essere mantenuto in quanto, in alcuni casi, sarebbe più indicato per gestire istituti finanziari complessi con autorità di vigilanza diverse con pareri divergenti su una serie di questioni. Questa convinzione dovrebbe comunque essere supportata da un'analisi rigorosa e convincente. In ogni caso questa strategia potrebbe generare rischi a livello transfrontaliero e settoriale e suscitare diffidenza tra le autorità di vigilanza.

Ad ogni modo è innegabile che la frammentazione del sistema di vigilanza è fonte di gravi pericoli. Il caso dell'AIG negli Stati Uniti è emblematico. Nessuno, negli USA o altrove, contesta che il crollo di questo grande gruppo sia stato provocato dalle carenze del sistema di regolamentazione del settore delle assicurazioni di ciascun Stato e dall'assenza di un'autorità di vigilanza unica a livello federale. In termini più generali, è probabile che le autorità americane ristruttureranno il sistema di vigilanza che molti ritengono troppo frammentato. Ovviamente, l'Unione europea deve evitare di cadere in questa trappola.

Alcuni ritengono che i meccanismi esistenti per una cooperazione reale ed efficace tra le autorità di vigilanza del paese di origine e di quello ospitante siano insufficienti:

- le autorità di vigilanza del paese ospitante non hanno i mezzi per contestare la vigilanza da parte delle autorità del paese d'origine di un gruppo che ha delle succursali nel loro territorio;
- per le banche, le imprese di assicurazione o le imprese di investimento non esiste un meccanismo obbligatorio di mediazione che dirima le controversie tra autorità di vigilanza del paese d'origine e del paese ospitante;
- se un'autorità di vigilanza nazionale non adotta una misura necessaria, non esiste un meccanismo veloce che consenta di adottare in collaborazione una decisione in materia, ad esempio, di posizione di liquidità o solvibilità di un gruppo;
- Non esistono dispositivi transfrontalieri efficaci di gestione delle crisi, come illustrato nella tabella di seguito.

#### **1. Istituti transfrontalieri operanti con una struttura articolata in succursali**

Le responsabilità, le informazioni e gli strumenti sono asimmetricamente distribuiti e concentrati nel paese d'origine. In caso di crisi, *se l'istituto riveste un'importanza sistemica nel paese di origine e nel paese ospitante*, le autorità hanno tutto l'interesse a trovare una soluzione in quanto una succursale non può fallire o essere ricostruita in modo indipendente. Possono tuttavia sorgere dei problemi se entrambe le autorità fanno affidamento sulla volontà dell'altra per contribuire all'individuazione di una soluzione per il gruppo. Anche se la ricerca di una soluzione riveste un chiaro interesse economico per il paese ospitante, questo può tentare di evitare o limitare il suo contributo alla ripartizione degli oneri facendo leva sulla responsabilità del paese di origine in materia di informazione e vigilanza. Analogamente il paese di origine può cercare di far pesare quanto più possibile l'onere sul paese ospitante e sostenere che la crisi non è stata causata da carenze in materia di regolamentazione e/o che l'azione delle sue autorità di vigilanza indipendenti non comporta una responsabilità fiscale.

Se l'istituto riveste *un'importanza sistemica solo nel paese di origine*, il paese ospite non sarà disposto a partecipare alla gestione della crisi se ciò comporta un

onere finanziario. Le autorità del paese di origine hanno interesse a trovare una soluzione e, a tal fine, dispongono degli strumenti e dell'accesso alle informazioni. *L'Islanda* costituisce un esempio concreto.

Qualora invece *l'istituto rivesta un'importanza sistemica unicamente nel paese ospitante* possono sorgere gravi conflitti di interesse. Le autorità del paese ospitante non dispongono delle informazioni e degli strumenti necessari per intervenire (tranne nel caso estremo in cui un paese ospitante interviene per salvare l'insieme del gruppo). Inoltre, il fallimento di un gruppo che possiede una grande succursale rischierebbe di far gravare un onere molto pesante sul regime nazionale di garanzia dei depositi.

## **2. Istituti transfrontalieri operanti con una struttura articolata in controllate**

Le responsabilità, le informazioni e gli strumenti sono ripartiti tra i paesi in cui l'istituto esercita le sue attività. Le autorità di vigilanza del paese di origine e del paese ospitante dovrebbero avere accesso alle informazioni e agli strumenti che potrebbero eventualmente utilizzare in caso di crisi. Se un istituto riveste *un'importanza sistemica sia nel paese di origine che nel paese ospitante*, entrambe le autorità hanno interesse a trovare una soluzione. Teoricamente i problemi possono essere risolti separatamente o congiuntamente. Tuttavia, in alcuni casi, le autorità del paese ospitante possono avere interesse a "isolare" la controllata (e quasi tutti gli Stati membri sarebbero giuridicamente tenuti a farlo) mentre le autorità del paese d'origine avrebbero interesse a centralizzare la gestione delle attività di una banca e a decentralizzare la gestione delle passività. La struttura funzionale, manageriale e operativa del gruppo e la ripartizione squilibrata delle attività e delle passività potrebbero ostacolare il rilancio dell'attività della controllata in modo indipendente e, più generalmente, la ristrutturazione del gruppo. Entrambe le autorità potrebbero dover dipendere dall'interesse e dalla volontà dell'altra autorità – a cui spesso la legge non concede la necessaria flessibilità - in quanto le autorità del paese di origine e del paese ospitante non sono responsabili una nei confronti dell'altra in caso di insolvibilità. La gestione del *gruppo Fortis* è un esempio emblematico di questa situazione.

Come per le succursali, per un istituto che riveste *un'importanza sistemica solo nel paese di origine*, il paese ospitante non sarà disposto a partecipare alla gestione della crisi se ciò comporta un onere finanziario.

Se la controllata *riveste un'importanza sistemica solo nel paese ospitante* le autorità di quest'ultimo dispongono in linea di principio degli strumenti adeguati e di informazioni sufficienti per agire in totale indipendenza in una situazione di crisi, ma in pratica possono avere difficoltà a rilanciare l'attività della controllata in modo indipendente per via dell'assetto proprietario della banca.

Occorre rilevare che le strutture e gli obblighi giuridici dei gruppi consolidati differiscono da uno Stato membro all'altro. A livello dell'Unione europea mancano inoltre strumenti di intervento rapido, procedure di liquidazione comuni, regole sulla trasferibilità delle attività e strategie comuni in materia di fallimento.

Di conseguenza, il regime di vigilanza attuale non consente di garantire un livello ottimale di stabilità finanziaria nel mercato unico. Gli Stati membri ospitanti, in particolare, dipendono in larga misura dall'efficacia della vigilanza esercitata dagli Stati membri di origine. Un errore di vigilanza può comportare conseguenze gravi per l'insieme del mercato unico.

Il regime attuale è carente anche dal punto di vista dell'efficienza. Attualmente, gli istituti finanziari operanti in più mercati devono far fronte a regole e pratiche nazionali di vigilanza diverse. Devono mobilitare risorse significative per trattare con varie autorità di vigilanza e requisiti di vigilanza diversi, ad esempio nel settore della rendicontazione. Questa situazione determina costi amministrativi che non hanno alcun valore aggiunto<sup>15</sup>.

Infine è legittimo chiedersi se il regime attuale garantisce condizioni di concorrenza eque agli istituti finanziari. Gli istituti transfrontalieri devono fare riferimento ad autorità di vigilanza nazionali diverse, in funzione dello Stato membro in cui è stabilita la sede centrale. Queste autorità possono avere pareri diversi su questioni fondamentali legate alla vigilanza, come ad esempio sulla convalida dei modelli interni di valutazione dei rischi. I collegi di autorità di vigilanza possono anche formulare pareri diversi in situazioni identiche, determinando regimi di vigilanza diversi per gruppi che sono in concorrenza fra loro.

---

<sup>15</sup> Gli attuali costi di conformità in percentuale delle spese operative per le grandi banche e i grossi conglomerati finanziari ammontano a circa 1%. I grandi istituti paneuropei potrebbero risparmiare vari milioni di euro l'anno se potessero beneficiare di una struttura di vigilanza semplificata.

## **ALLEGATO IV: Tentativi recenti di rafforzamento della vigilanza nell'UE**

In questi ultimi anni si è tentato a più riprese di garantire una maggiore coerenza tra la realtà di un mercato integrato e l'organizzazione della vigilanza. L'UE ha cercato di rafforzare la cooperazione e il coordinamento tra le autorità di vigilanza nazionali, anche in materia di gestione delle crisi. Questi sforzi riguardano in particolare l'attuazione del processo Lamfalussy nei settori bancario, dei valori mobiliari e assicurativo, e il recente protocollo di intesa concernente la gestione della crisi.

L'obiettivo principale del rapporto Lamfalussy nel 2000 era l'accelerazione dell'adozione di una normativa comunitaria nel settore dei servizi finanziari - fornendo un quadro ed un meccanismo per l'adozione in tempo utile di decisioni sulla base della competenza tecnica dei comitati di livello 3, di procedure di consultazione aperte, della trasparenza e della responsabilizzazione politica. In questo ambito sono stati conseguiti dei buoni risultati. Il processo Lamfalussy non riguardava il rafforzamento della vigilanza prudenziale ma il rapporto conteneva l'avvertimento seguente: *“Pur essendo fermamente convinto che la creazione di un mercato finanziario ampio, innovativo, dotato di profondità e liquidità determinerà incrementi di efficienza considerevoli e apporterà pertanto vantaggi ai cittadini europei, il Comitato è anche del parere che una maggiore efficienza non necessariamente va di pari passo con una maggiore stabilità”*.

Un altro obiettivo del metodo Lamfalussy è la convergenza delle pratiche di vigilanza e la definizione di interpretazioni e modalità di applicazione comuni della regolamentazione comunitaria, rafforzando la fiducia tra le autorità di vigilanza. Questi compiti si sono rivelati estremamente onerosi.

I comitati di livello 3, privi fino a pochissimo tempo fa della possibilità di decidere a maggioranza qualificata nonché privi di poteri giuridici, non sono stati in grado di far convergere le loro attività in misura sufficiente. Ciò è in parte dovuto al fatto che alcune direttive adottate ai livelli 1 e 2 del processo Lamfalussy consentivano la partecipazione facoltativa e l'aggiunta di regole supplementari (il cosiddetto *gold plating*): al livello 3 pertanto non si riuscivano a risolvere i problemi rimasti irrisolti ai livelli 1 e 2. In altri casi, tuttavia, le autorità di vigilanza nazionali non hanno cooperato in misura sufficiente per far convergere le loro pratiche di vigilanza nazionali e le loro interpretazioni, e ciò al fine di proteggere un fiore all'occhiello dell'economia nazionale, limitare la concorrenza, preservare una pratica nazionale considerata come un vantaggio concorrenziale sul piano della vigilanza o della regolamentazione, o semplicemente per pura inerzia burocratica.

### **Esempi recenti di difficoltà incontrate sul piano della vigilanza nell'ambito del metodo Lamfalussy<sup>16</sup>**

- Non sono stati concordati formati comuni per la trasmissione delle informazioni finanziarie e probabilmente ciò non avverrà prima del 2012;

<sup>16</sup> Nel capitolo sulla regolamentazione sono riportati numerosi esempi di divergenze in materia di regolamentazione.

- si sono verificati dei blocchi delle procedure che hanno impedito di giungere ad un accordo su alcune norme SEBC-CESR in materia di compensazione e regolamento;
- la registrazione e la vigilanza unificate delle agenzie di rating del credito a livello dell'UE non possono essere affidate al CESR in quanto questi non ha la competenza giuridica necessaria; la Commissione propone pertanto un sistema complesso di registrazione a livello nazionale accompagnato da un coordinamento non vincolante da parte del CESR.

Nell'ultimo decennio, la Commissione, coadiuvata dai comitati di livello 3, si è prodigata per rafforzare ulteriormente la cooperazione in materia di vigilanza nell'UE. Il suo ultimo intervento in tal senso sono le proposte di revisione della direttiva sui requisiti patrimoniali e la proposta destinata ad instaurare, nell'ambito della direttiva Solvibilità 2, un regime in materia di supporto di gruppo in base al paese di origine. In entrambi casi la finalità era rafforzare la vigilanza di gruppo.

Per la direttiva sui requisiti patrimoniali, la Commissione ha proposto di:

- istituire collegi di autorità di vigilanza per i grandi gruppi transfrontalieri e garantire un processo decisionale efficace in seno ai collegi;
- rafforzare il controllo esercitato dal paese di origine per quanto riguarda le maggiorazioni di capitale nelle filiali in altri Stati membri;
- potenziare la vigilanza delle succursali da parte del paese ospitante grazie a maggiori informazioni.

Per quanto riguarda la direttiva Solvibilità II, il regime in materia di supporto di gruppo proposto dalla Commissione consisterebbe, tra altro,

- nell'istituzione di collegi di autorità di vigilanza per i grandi gruppi transfrontalieri e nel garantire un processo decisionale efficace in seno ai collegi;
- nel consentire all'impresa stabilita nel paese di origine di ripartire il suo capitale in seno al gruppo in modo efficace, grazie a dispositivi di salvaguardia per preservare la solidità finanziaria di tutti i soggetti giuridici che fanno parte del gruppo.

In entrambi i casi un numero importante di paesi – tra cui tutti i nuovi Stati membri per quanto riguarda la direttiva Solvibilità II e l'insieme degli Stati membri nel caso della direttiva sui requisiti patrimoniali – hanno rifiutato di modificare l'equilibrio esistente tra la regolamentazione esercitata dallo Stato di origine e quella esercitata dallo Stato ospitante.

Tre importanti problemi possono spiegare questo atteggiamento:

- i) una carenza percepita di procedure e garanzie adeguate in caso di deterioramento della situazione, per i depositanti del paese ospitante e per gli assicurati che hanno rapporti commerciali con succursali e controllate di imprese estere; ciò è dovuto al fatto che tutte le autorità di vigilanza sono tenute, a norma delle disposizioni locali, in primis a proteggere gli interessi locali e ad applicare le leggi locali;
- ii) assenza, a livello dell'UE, di un accordo quadro sufficientemente chiaro sui principi di ripartizione degli oneri nelle operazioni di salvataggio di carattere transfrontaliero;
- iii) la mancanza di fiducia tra le autorità di vigilanza nell'UE, ulteriormente diminuita a seguito degli eventi recenti.

La maggioranza degli Stati membri non è convinta che, qualora si verificasse una crisi transfrontaliera, questa sarebbe gestita in modo ottimale per i loro cittadini. E indubbiamente alcuni esempi recenti, posti in evidenza nel corso di audizioni organizzate dal gruppo, indicano che la ripartizione delle responsabilità tra autorità di vigilanza del paese di origine e quelle del paese ospitante è lungi dall'essere soddisfacente, il che rende la gestione delle crisi ancora più difficile. Per questi motivi molti Stati membri sono contrari ad una modifica sostanziale della ripartizione dei compiti tra autorità del paese di origine e autorità del paese ospitante. In particolare non intendono accettare che il livello dei requisiti patrimoniali obbligatori applicabili alle controllate stabilite nel loro territorio sia fissato dall'autorità competente di un altro Stato membro.

L'assenza di un quadro solido per la gestione e la risoluzione delle crisi (che comporti principi sufficientemente chiari in materia di ripartizione degli oneri, protezione dei consumatori, trasferibilità delle attività e liquidazione) complica l'introduzione di un sistema di vigilanza efficiente ed efficace destinato a prevenire le crisi finanziarie. Qualsiasi proposta destinata a modificare l'organizzazione della vigilanza nell'UE deve pertanto essere accompagnata dall'istituzione di un quadro di gestione delle crisi più convincente nell'UE.

Inoltre, in alcuni casi, gli Stati membri potrebbero disapprovare le scelte di politica monetaria effettuate altrove nell'UE, considerandole troppo flessibili e suscettibili di mettere a repentaglio la stabilità del sistema finanziario. Considerate le conseguenze di un'espansione eccessiva del credito, soprattutto in alcuni paesi ospitante, si potrebbe giustificare l'adozione di misure di salvaguardia per questi paesi. Se un'autorità di vigilanza di un paese ospitante rileva deviazioni di questo tipo, potrebbe reagire rendendo più rigorose le condizioni di credito o rafforzando le prescrizioni in materia di riserve. Occorrerebbe considerare le misure di salvaguardia elencate qui di seguito:

- in caso di discordanze gravi in materia di prestiti in valuta straniera, l'autorità di vigilanza del paese ospitante dovrebbe poter ridurre queste asimmetrie di valuta per via regolamentare, nelle controllate e nelle succursali;
- occorre prestare particolare attenzione al mantenimento di un grado adeguato di liquidità delle succursali e delle controllate nei paesi ospitanti.

Qualora l'attuazione di queste misure creasse dei problemi con l'autorità di vigilanza del gruppo, l'autorità di vigilanza del paese ospitante dovrebbe poter deferire la questione ad un organismo indipendente di arbitraggio e decisione.

La proposta della Commissione destinata ad istituire obbligatoriamente dei collegi di autorità di vigilanza per le imprese transfrontaliere è stata accolta meglio a livello politico, anche se non esistono procedure decisionali chiare in caso di disaccordo tra autorità di vigilanza in seno al collegio, né meccanismi di risoluzione delle controversie. D'altra parte, secondo alcune stime, saranno necessari 123 collegi il che renderà l'applicazione di pratiche di vigilanza coerenti essenziale, ma difficile da realizzare.

In questo contesto, il Gruppo ritiene fondamentale che in futuro le autorità di vigilanza nell'UE esercitino le loro competenze in modo più efficace, collaborativo e coordinato di quanto non facciano adesso. I comitati di livello 3 esistenti hanno chiaramente raggiunto i loro limiti per quanto riguarda i metodi di cooperazione informale.

Il fatto che le disposizioni di vigilanza nell'UE non siano state una delle cause principali della crisi e che i sistemi di vigilanza di alcuni paesi terzi non abbiano fatto meglio, non giustifica l'inazione. Nel contesto di un mercato UE sempre più integrato, le disposizioni UE in materia di vigilanza, viste la loro complessità e la loro frammentazione, potrebbero rivelarsi inadeguate di fronte ad una crisi futura.

Solo il futuro potrà dirci se questa affermazione è veritiera in quanto non la si può dimostrare.

Sembra tuttavia ragionevole che l'Europa si organizzi per limitare il danno in caso di nuova crisi. La formulazione di raccomandazioni per agevolare questa preparazione costituisce l'essenza stessa del mandato assegnato al gruppo. L'aspirazione a favore di una convergenza mondiale voluta dal G20, per quanto importante, non può realizzarsi senza una vigilanza efficace nel più grande mercato dei capitali del mondo, ossia l'Unione europea.

Il gruppo ritiene che oggi sia urgente istituire un sistema di vigilanza più efficace nell'Unione, un sistema che consegnerà in modo più adeguato l'obiettivo della stabilità finanziaria, che instaurerà condizioni di parità della concorrenza, che sarà efficace sotto il profilo dei costi e fungerà da base per una vera integrazione del mercato europeo dei capitali.

## ALLEGATO V: Ripartizione indicativa delle competenze tra le autorità nazionali di vigilanza e le autorità dell'ESFS

### VIGILANZA NEL SETTORE BANCARIO

#### Fase 1

| COMPITI DI VIGILANZA   | LIVELLO NAZIONALE | LIVELLO UE                |
|--|-------------------|---------------------------|
| Concessione di licenze alle banche, ad es. verifica del criterio di “professionalità ed onorabilità”, piano aziendale e capitale minimo.                 | <b>X</b>          |                           |
| Rispetto dei requisiti patrimoniali minimi stabiliti dalla direttiva sui requisiti patrimoniali (pilastro 1)   | <b>X</b>          |                           |
| Riesame dei processi di valutazione interna dell'adeguatezza patrimoniale e di controllo prudenziale delle banche (pilastro 2)                           | <b>X</b>          |                           |
| Ispezioni in loco  | <b>X</b>          |                           |
| Riesame del quadro di riferimento per l'informativa al pubblico delle banche (pilastro 3)  | <b>X</b>          |                           |
| Controllo del rispetto delle regole e sanzioni   | <b>X</b>          |                           |
| <i>Governance</i> /controllo interni   | <b>X</b>          |                           |
| Valutazioni prudenziali delle fusioni e acquisizioni   | <b>X</b>          |                           |
| Fondi ibridi, ad esempio conformità ai requisiti di ammissibilità  | <b>X</b>          |                           |
| Norme sui grandi fidi  | <b>X</b>          |                           |
| Partecipazioni qualificate   | <b>X</b>          |                           |
| Rendicontazione  | <b>X</b>          |                           |
| Obbligo di informarsi sui propri clienti   | <b>X</b>          |                           |
| Politica in materia di accantonamenti  | <b>X</b>          |                           |
| Norme antiriciclaggio  | <b>X</b>          |                           |
| Imposizione di un curatore ed eventuale revoca delle licenze   | <b>X</b>          |                           |
| Denunce  | <b>X</b>          |                           |
| Elaborazione ed attuazione di regole e requisiti tecnici prudenziali armonizzati a livello di UE, comprendenti il ruolo di consulente per la Commissione | <b>X</b>          | <b>X</b> (cfr. punto 206) |
| Definizione di politiche globali di vigilanza  |                   | <b>X</b> (cfr. punto 206) |
| Convergenza delle regole e delle pratiche di vigilanza   |                   | <b>X</b> (cfr. punto 206) |
| Monitoraggio della stabilità finanziaria   |                   | <b>X</b> (cfr. punto 206) |
| Sorveglianza dei collegi   |                   | <b>X</b> (cfr. punto 206) |
| Gestione e risoluzione delle crisi   | <b>X</b>          |                           |

## Fase 2

| COMPITI DI VIGILANZA   | LIVELLO NAZIONALE                      | LIVELLO UE  |
|--|--|---|
| Concessione di licenze alle banche, ad es. verifica del criterio di “professionalità ed onorabilità”, piano aziendale e capitale minimo.                 | X                                      |   |
| Rispetto dei requisiti patrimoniali minimi stabiliti dalla direttiva sui requisiti patrimoniali (pilastro I)   | X                                      |   |
| Riesame dei processi di valutazione interna dell’adeguatezza patrimoniale e di controllo prudenziale delle banche (pilastro 2)                           | X                                      |   |
| Ispezioni in loco  | X                                      | X<br>(cfr. punto 208)   |
| Riesame del quadro di riferimento per l’informativa al pubblico delle banche (pilastro 3)  | X                                      |   |
| Controllo del rispetto delle regole e sanzioni   | X                                      |   |
| <i>Governance</i> /controllo interni   | X                                      |   |
| Valutazioni prudenziali delle fusioni e acquisizioni   | X<br>(Nazionale)                       | X<br>(paneuropeo, in associazione con le valutazioni nazionali, cfr. punto 208)                         |
| Fondi ibridi, ad esempio conformità ai requisiti di ammissibilità  | X                                      |   |
| Norme sui grandi fidi  | X                                      |   |
| Partecipazioni qualificate   | X                                      |   |
| Rendicontazione  | X<br>(Da inserire in una base dati UE) |   |
| Obbligo di informarsi sui propri clienti   | X                                      |   |
| Politica in materia di accantonamenti  | X                                      |   |
| Norme antiriciclaggio  | X                                      |   |
| Imposizione di un curatore ed eventuale revoca delle licenze   | X                                      |   |
| Elaborazione ed attuazione di regole e requisiti tecnici prudenziali armonizzati a livello di UE, comprendenti il ruolo di consulente per la Commissione | X                                      | X<br>(ivi compresa l’interpretazione tecnica vincolante di misure di livello 1 e 2, cfr. punto 208)     |
| Definizione di politiche globali di vigilanza  |  | X (cfr. punto 206)  |
| Garantire una vigilanza coerente, ossia definire norme e pratiche di vigilanza comuni per il funzionamento dei collegi di vigilanza                      |  | X<br>(ivi comprese disposizioni vincolanti in materia di vigilanza, cfr punto 208)                      |
| Mediazione obbligatoria, ad esempio in caso di disaccordo tra autorità nazionali di vigilanza  |  | X (cfr. punto 208)  |
| Designazione di autorità di vigilanza dei gruppi   |  | X (cfr. punto 208)  |
| Denunce  | X                                      | X<br>(ad esempio, sulla discriminazione da parte delle autorità nazionali di vigilanza, cfr. punto 208) |

|  |   |   |
|--|---|---|
| Monitoraggio della stabilità finanziaria   |   | X (cfr. punto 208)  |
| Procedure vincolanti di cooperazione e condivisione delle informazioni con l'ESRC per la macrovigilanza              |   | X (cfr. punto 208)  |
| Valutazione dei processi di vigilanza mediante esame <i>inter pares</i>  |   | X (cfr. punto 208)  |
| Raccolta di tutte le informazioni pertinenti concernenti gli istituti transfrontalieri                               |   | X (cfr. punto 208)  |
| Preparare e/o adottare decisioni in materia di equivalenza rispetto ai paesi terzi                                   |   | X (cfr. punto 208)  |
| Rappresentare interessi comunitari in discussioni bilaterali e multilaterali con paesi terzi in materia di vigilanza |   | X (cfr punto 208)   |
| Gestione di crisi  | X | X<br>(Coordinamento delle attività nazionali, ad esempio creazione e direzione di gruppi di autorità di vigilanza nazionali, cfr. punto 208)  |
| Risoluzione delle crisi  | X | X<br>(Coordinamento delle attività nazionali, ad esempio agevolazione della cooperazione e dello scambio di informazioni, funzioni di mediazione e contributo alla definizione e all'attuazione delle decisioni adeguate, cfr. punto 208) |

## VIGILANZA DEL SETTORE ASSICURATIVO

### Fase 1

| COMPITI DI VIGILANZA  | LIVELLO NAZIONALE | LIVELLO UE |
|---|-------------------|------------|
| Concessione di licenze alle imprese di assicurazione, ad es. verifica del criterio di "professionalità ed onorabilità", piano aziendale e capitale minimo.. | X                 |            |
| Verifica del calcolo del requisito patrimoniale minimo e del requisito patrimoniale di solvibilità  | X                 |            |
| Imposizione di maggiorazioni di capitale  | X                 |            |
| Valutazione del livello dei fondi propri ammissibili  | X                 |            |
| Valutazione della qualità dei fondi propri ammissibili  | X                 |            |
| Ispezioni in loco   | X                 |            |
| Valutazione delle riserve tecniche  | X                 |            |
| Valutazione delle disposizioni in materia di investimenti   | X                 |            |
| Valutazione del sistema di <i>governance</i>  | X                 |            |
| Valutazione dei modelli interni   | X                 |            |
| Approvazione dei fondi propri accessori   | X                 |            |
| Autorizzazione di voci di capitale ibrido   | X                 |            |

|   |   |                    |
|---|---|--------------------|
| Controllo del rispetto delle regole e sanzioni  | X |                    |
| Valutazioni prudenziali delle fusioni e acquisizioni  | X |                    |
| Rendicontazione, ivi comprese le decisioni in materia di informativa al pubblico da parte di imprese di assicurazione                   | X |                    |
| Obbligo di informarsi sui propri clienti  | X |                    |
| Norme antiriciclaggio   | X |                    |
| Revoca di licenze   | X |                    |
| Denunce   | X |                    |
| Elaborazione ed attuazione di regole e requisiti tecnici prudenziali armonizzati dell'UE, comprendenti la consulenza per la Commissione | X | X (cfr. punto 206) |
| Definizione di politiche globali di vigilanza   |   | X (cfr. punto 206) |
| Convergenza delle regole e delle pratiche di vigilanza  |   | X (cfr. punto 206) |
| Monitoraggio della stabilità finanziaria  |   | X (cfr. punto 206) |
| Vigilanza dei collegi   |   | X (cfr. punto 206) |
| Gestione delle crisi, compresa la valutazione della sostenibilità dei piani di ripresa e/o del regime di finanziamento                  | X |                    |
| Risoluzione delle crisi e procedure di insolvenza   | X |                    |

## **Fase 2**

| <b>COMPITI DI VIGILANZA</b>   | <b>LIVELLO NAZIONALE</b> | <b>LIVELLO UE</b>     |
|---|--------------------------|-----------------------|
| Concessione di licenze alle imprese di assicurazioni, ad es. verifica del criterio di "professionalità ed onorabilità", piano aziendale e capitale minimo.. | X                        |                       |
| Verifica del calcolo del requisito patrimoniale minimo e del requisito patrimoniale di solvibilità  | X                        |                       |
| Imposizione di maggiorazioni di capitale  | X                        |                       |
| Valutazione del livello di fondi propri ammissibili   | X                        |                       |
| Valutazione della qualità dei fondi propri ammissibili  | X                        |                       |
| Ispezioni in loco   | X                        | X<br>(cfr. punto 208) |
| Valutazione delle riserve tecniche  | X                        |                       |
| Valutazione delle disposizioni in materia di investimenti   | X                        |                       |
| Valutazione del sistema di <i>governance</i>  | X                        |                       |
| Valutazione dei modelli interni   | X                        |                       |
| Approvazione dei fondi propri accessori   | X                        |                       |
| Autorizzazione di voci di capitale ibrido   | X                        |                       |
| Controllo del rispetto delle regole e sanzioni  | X                        |                       |

|  |   |   |
|--|---|---|
| Valutazioni prudenziali delle fusioni e acquisizioni   | <b>X</b><br>(Nazionale)                       | <b>X</b><br>(paneuropeo, in associazione con le valutazioni nazionali, cfr. punto 208)  |
| Rendicontazione, ivi comprese le decisioni in materia di informativa al pubblico da parte di imprese di assicurazione                                    | <b>X</b><br>(Da inserire in una base dati UE) |   |
| Obbligo di informarsi sui propri clienti   | <b>X</b>                                      |   |
| Norme antiriciclaggio  | <b>X</b>                                      |   |
| Revoca di licenze  | <b>X</b>                                      |   |
| Elaborazione ed attuazione di regole e requisiti tecnici prudenziali armonizzati a livello di UE, comprendenti il ruolo di consulente per la Commissione | <b>X</b>                                      | <b>X</b><br>(ivi compresa l'interpretazione tecnica vincolante di misure di livello 1 e 2, cfr. punto 208)  |
| Definizione di politiche globali di vigilanza  |   | <b>X</b> (cfr. punto 206)   |
| Garantire una vigilanza coerente, ossia definire norme e pratiche di vigilanza comuni per il funzionamento dei collegi di vigilanza                      |   | <b>X</b><br>(ivi comprese le disposizioni vincolanti in materia di vigilanza)   |
| Mediazione obbligatoria, ad esempio in caso di disaccordo tra autorità nazionali di vigilanza  |   | <b>X</b> (cfr. punto 208)   |
| Designazione di autorità di vigilanza dei gruppi   |   | <b>X</b> (cfr. punto 208)   |
| Denunce  | <b>X</b>                                      | <b>X</b><br>(ad esempio, sulla discriminazione da parte delle autorità nazionali di vigilanza, cfr. punto 208)  |
| Monitoraggio della stabilità finanziaria   |   | <b>X</b> (cfr. punto 206)   |
| Cooperazione obbligatoria e condivisione delle informazioni con l'ESRC per la macrovigilanza   |   | <b>X</b> (cfr. punto 208)   |
| Valutazione dei processi di vigilanza mediante esame <i>inter pares</i>  |   | <b>X</b> (cfr. punto 208)   |
| Riunire tutte le informazioni pertinenti concernenti le autorità di vigilanza per gli istituti transfrontalieri  |   | <b>X</b> (cfr. punto 208)   |
| Preparare e/o adottare decisioni in materia di equivalenza rispetto ai paesi terzi   |   | <b>X</b> (cfr. punto 208)   |
| Rappresentare interessi comunitari in discussioni bilaterali e multilaterali con paesi terzi sulla vigilanza   |   | <b>X</b> (cfr. punto 208)   |
| Gestione delle crisi, compresa la valutazione della sostenibilità dei piani di ripresa e/o del regime di finanziamento                                   | <b>X</b>                                      | <b>X</b><br>(Coordinamento delle attività nazionali, ad esempio creazione e direzione di gruppi di autorità nazionali di vigilanza, cfr. punto 208)                       |
| Risoluzione delle crisi e procedure di insolvenza  | <b>X</b>                                      | <b>X</b><br>(Coordinamento delle attività nazionali, ad esempio agevolazione della cooperazione e dello scambio di informazioni, funzioni di mediazione e contributo alla |

|  |  |  |
|--|--|--|
|  |  | definizione e all'attuazione delle decisioni adeguate, cfr. punto 208) |
|--|--|--|

## VIGILANZA IN MATERIA DI VALORI MOBILIARI

### Fase 1

| COMPITI DI VIGILANZA  | LIVELLO NAZIONALE | LIVELLO UE |
|---|-------------------|------------|
| <b>MiFID</b>  |                   |            |
| Autorizzazione  |                   |            |
| - Imprese di investimento                                       | X                 |            |
| - Mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione | X                 |            |
| Calcoli   | X                 |            |
| Sospensione delle negoziazioni                                  | X                 |            |
| Conformità delle regole di condotta                             | X                 |            |
| Ispezioni   | X                 |            |
| Rendicontazione   | X                 |            |
| Controllo del rispetto delle prescrizioni                       | X                 |            |
|   |                   |            |
| <b>Post-negoziazione</b>  |                   |            |
| Autorizzazione  | X                 |            |
| Vigilanza   | X                 |            |
| Controllo del rispetto delle prescrizioni                       | X                 |            |
| Accesso ad altri sistemi  | X                 |            |
|   |                   |            |
| <b>Agenzie di rating del credito</b>                            |                   |            |
| Autorizzazione  | X                 |            |
| Vigilanza   | X                 |            |
| Controllo del rispetto delle prescrizioni                       | X                 |            |
|   |                   |            |
| <b>Prospetto</b>  |                   |            |
| Autorizzazione  | X                 |            |
|   |                   |            |
| <b>Trasparenza</b>  |                   |            |
| Meccanismi ufficialmente stabiliti                              | X                 |            |
| Notifica degli azionisti  | X                 |            |
|   |                   |            |
| <b>Abusi di mercato</b>   |                   |            |
| Vigilanza del mercato   | X                 |            |
| Controllo del rispetto delle prescrizioni                       | X                 |            |
| Poteri in caso di emergenza                                     | X                 |            |
| Indagini nell'UE  | X                 |            |
|   |                   |            |
| <b>Contabilità</b>  |                   |            |
| Raccomandazioni vincolanti                                      | X                 |            |
| Controllo del rispetto delle prescrizioni                       | X                 |            |
|   |                   |            |
| <b>OICVM</b>  |                   |            |
| Autorizzazione  | X                 |            |
| Controllo del rispetto delle prescrizioni                       | X                 |            |
|   |                   |            |

|  |          |                           |
|--|----------|---------------------------|
| <b>Altri</b>   |          |                           |
| Rispetto delle condotta negli affari da parte di altri istituti finanziari, ad esempio banche e imprese di assicurazione                                 | <b>X</b> |                           |
| Valutazione prudenziale delle fusioni e delle acquisizioni   | <b>X</b> |                           |
| Elaborazione ed attuazione di regole e requisiti tecnici prudenziali armonizzati a livello di UE, comprendenti il ruolo di consulente per la Commissione | <b>X</b> | <b>X</b> (cfr. punto 206) |
| Definizione di politiche globali di vigilanza  |          | <b>X</b> (cfr. punto 206) |
| Convergenza delle regole e delle pratiche di vigilanza   |          | <b>X</b> (cfr. punto 206) |
| Monitoraggio della stabilità finanziaria   |          | <b>X</b> (cfr. punto 206) |
| Supervisione dei collegi   |          | <b>X</b> (cfr. punto 206) |
| Gestione e risoluzione delle crisi   | <b>X</b> |                           |

## **Fase 2**

| <b>COMPITI DI VIGILANZA</b>                                     | <b>LIVELLO NAZIONALE</b> | <b>LIVELLO UE</b>                        |
|---|--------------------------|--|
| <b>MiFID</b>  |                          |  |
| Autorizzazione  |                          |  |
| - Imprese di investimento                                       | <b>X</b>                 |  |
| - Mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione | <b>X</b>                 |  |
| Calcoli   | <b>X</b>                 |  |
| Sospensione delle negoziazioni                                  | <b>X</b>                 |  |
| Conformità delle regole di condotta                             | <b>X</b>                 |  |
| Ispezioni   | <b>X</b>                 |  |
| Rendicontazione   | <b>X</b>                 |  |
| Controllo del rispetto delle prescrizioni                       | <b>X</b>                 |  |
|   |                          |  |
| <b>Post-negoziazione</b>  |                          |  |
| Autorizzazione  | <b>X</b><br>(nazionale)  | <b>X</b><br>(paneuropeo, cfr. punto 208) |
| Vigilanza   | <b>X</b><br>(nazionale)  | <b>X</b><br>(paneuropeo, cfr. punto 208) |
| Controllo del rispetto delle prescrizioni                       | <b>X</b><br>(nazionale)  | <b>X</b><br>(paneuropeo, cfr. punto 208) |
| Accesso ad altri sistemi  | <b>X</b><br>(nazionale)  | <b>X</b><br>(paneuropeo, cfr. punto 208) |
|   |                          |  |
| <b>Agenzie di rating del credito</b>                            |                          |  |
| Autorizzazione  |                          | <b>X</b> (cfr. punto 208)                |
| Vigilanza   |                          | <b>X</b> (cfr. punto 208)                |
| Controllo del rispetto delle prescrizioni                       |                          | <b>X</b> (cfr. punto 208)                |
|   |                          |  |
| <b>Prospetto</b>  |                          |  |
| Autorizzazione  | <b>X</b>                 |  |

|   |                  |   |
|---|------------------|---|
|   |                  |   |
| <b>Trasparenza</b>  |                  |   |
| Meccanismi ufficialmente stabiliti  | X                |   |
| Notifica degli azionisti  | X                |   |
|   |                  |   |
| <b>Abusi di mercato</b>   |                  |   |
| Vigilanza del mercato   | X                |   |
| Controllo del rispetto delle prescrizioni   | X                |   |
| Poteri in caso di emergenza   | X                | X<br>(Coordinamento delle attività nazionali, cfr. punto 208)   |
| Indagini  | X                |   |
|   |                  |   |
| <b>Contabilità</b>  |                  |   |
| Raccomandazioni vincolanti  |                  | X (cfr. punto 208)  |
| Controllo del rispetto delle prescrizioni   | X                |   |
|   |                  |   |
| <b>OICVM</b>  |                  |   |
| Autorizzazione  | X                |   |
| Controllo del rispetto delle prescrizioni   | X                |   |
|   |                  |   |
| <b>Altri</b>  |                  |   |
| Rispetto della condotta negli affari da parte di altri istituti finanziari, ad esempio banche e imprese di assicurazione            | X                |   |
| Valutazione prudenziale delle fusioni e delle acquisizioni  | X<br>(Nazionale) | X<br>(paneuropeo, in associazione con le valutazioni nazionali, cfr. punto 208)                         |
| Elaborazione ed attuazione di regole e requisiti tecnici armonizzati dell'UE, comprendenti la consulenza per la Commissione         | X                | X<br>(ivi compresa l'interpretazione tecnica vincolante di misure di livello 1 e 2, cfr. punto 208)     |
| Definizione di politiche globali di vigilanza   |                  | X (cfr. punto 206)  |
| Garantire una vigilanza coerente, ossia definire norme e pratiche di vigilanza comuni per il funzionamento dei collegi di vigilanza |                  | X<br>(ivi comprese le disposizioni vincolanti in materia di vigilanza)                                  |
| Mediazione obbligatoria, ad esempio in caso di disaccordo tra le autorità nazionali di vigilanza                                    |                  | X (cfr. punto 208)  |
| Denunce   | X                | X<br>(ad esempio, sulla discriminazione da parte delle autorità nazionali di vigilanza, cfr. punto 208) |
| Monitoraggio della stabilità finanziaria  |                  | X (cfr. punto 208)  |
| Procedure vincolanti di cooperazione e condivisione delle informazioni con l'ESRC per la macrovigilanza                             |                  | X (cfr. punto 208)  |
| Valutazione dei processi di vigilanza mediante esame <i>inter pares</i>   |                  | X (cfr. punto 208)  |
| Riunire e rendere disponibili tutte le informazioni concernenti gli istituti transfrontalieri                                       |                  | X (cfr. punto 208)  |

|  |   |   |
|--|---|---|
| Preparare e/o adottare decisioni in materia di equivalenza rispetto ai paesi terzi                           |   | X (cfr. punto 208)  |
| Rappresentare interessi comunitari in discussioni bilaterali e multilaterali con paesi terzi sulla vigilanza |   | X (cfr. punto 208)  |
| Gestione delle crisi   | X | X<br>(Coordinamento delle attività nazionali, ad esempio creazione e direzione di gruppi di autorità nazionali di vigilanza, cfr. punto 208)  |
| Risoluzione delle crisi  | X | X<br>(Coordinamento delle attività nazionali, ad esempio agevolazione della cooperazione e dello scambio di informazioni, funzioni di mediazione e contributo alla definizione e all'attuazione delle decisioni adeguate, cfr. punto 208) |