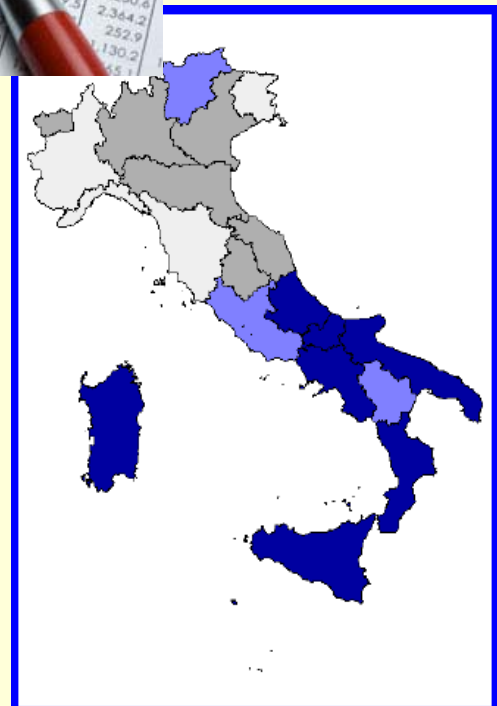


Ufficio Studi

World Economic Outlook
GDP based on PPP per capita 2007



FOCUS 14

**ALLA RICERCA DI UNA NUOVA
REGOLAZIONE DEI MERCATI
FINANZIARI**

FOCUS

ALLA RICERCA DI UNA NUOVA REGOLAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI

Aprile 2010

A cura di: **Maurizio BENETTI**
Uff. Studi CISL

Bruno CHIARINI
Univ. Napoli Parthenope

Gabriele OLINI
Uff. Studi CISL

Premessa

Le cause della crisi economico-finanziaria degli ultimi due anni sono diverse. Alla base, secondo molti economisti, vi è il forte processo di redistribuzione del reddito a sfavore delle classi medie e basse che ha interessato in modo più o meno esteso tutti i paesi economicamente più sviluppati negli ultimi trenta anni. Per sostenere la domanda interna e consentire di mantenere i livelli di consumo raggiunti, nei paesi anglosassoni è stata adottata una politica monetaria espansiva che ha favorito il formarsi di bolle finanziarie e immobiliari che hanno sostenuto i livelli di ricchezza e di consumo. Questo ha favorito una enorme crescita dei mercati finanziari a cui si è aggiunto una loro progressiva deregolamentazione. Si è trattato, in quest'ultimo caso, di un processo voluto: le regole esistenti sono state progressivamente eliminate; la convinzione sempre più affermatasi nelle autorità monetarie, prima anglosassoni poi mondiali, era che lo "stato costituisse il problema" e che il sistema finanziario fosse in grado di autoregolarsi.

Dopo un anno e mezzo dall'esplosione della crisi dei mutui il sistema di regole dei mercati finanziari è ancora sostanzialmente immutato. Molte risorse pubbliche sono state destinate per salvare banche, assicurazioni e altre imprese finanziarie a spese dei contribuenti ed a danno dell'equilibrio dei bilanci dei Governi. Eppure le regole del gioco sono sostanzialmente quelle che hanno portato al fallimento della Lehman Brothers, ai salvataggi in extremis della AIG, alla pubblicizzazione di una miriade di istituti di credito americani ed europei, immersi in un mercato finanziario avvelenato dai titoli tossici e reso precario da un'esposizione al rischio troppo elevata rispetto al capitale disponibile.

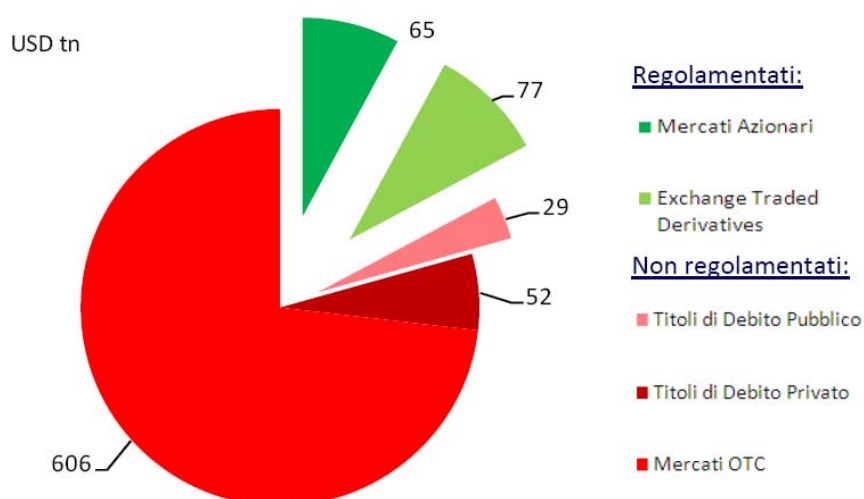
La crisi finanziaria ha prodotto la più violenta crisi dell'economia reale conosciuta dagli anni Trenta del secolo scorso. Eppure, come ha scritto Richard Freeman, uno dei principali economisti del lavoro americano,¹ "Chi soffrirà di più e più a lungo per l'implosione di Wall Street del 2008-2009

¹ Richard Freeman (2010), *Per gli Usa si aprono gli anni jobless*, Il Sole 24 Ore, 3 gennaio

e per la recessione mondiale che ne è seguita? Non i banchieri e i finanziari che hanno causato il disastro. Alcuni finanziari, come Bernard Madoff, andranno in prigione per truffa. Ma anche se Madoff era solo la punta dell'iceberg del dilagante malcostume finanziario, la maggior parte dei finanziari sospetti non ha ragione di temere l'arresto, o perché il loro comportamento era semplicemente ai limiti della legalità oppure perché gli illeciti finanziari, più raffinati della truffa vera e propria, spesso sono difficili da provare. Alcuni direttori di banca se ne andranno in pensione con disonore, ma con una maxiliquidazione che potrà alleviare le loro pene, come la buonuscita da 55 milioni di dollari concessa a Ken Lewis della Bank of America, o come la pensione di 25 milioni di sterline garantita a Fred Goodwin della Royal Bank of Scotland. Molte banche, incoraggiate dal salvataggio pubblico, dalle garanzie e dai bassi tassi d'interesse, hanno ricominciato a versare colossali gratifiche ai loro top manager e nel frattempo si battono vigorosamente contro l'introduzione di riforme che mirano a imporre limiti ai loro rischi e ai loro sistemi di retribuzione. I grandi sconfitti di questo disastro economico sono i lavoratori dei paesi ricchi che hanno abbracciato la flessibilità liberista del capitalismo di stampo americano.”

E ancora “Le imperfezioni del mercato del lavoro impongono alla società tutt'al più dei costi modesti in termini d'inefficienza, mentre le imperfezioni del mercato finanziario danneggiano pesantemente la società, e chi ci rimette di più sono i lavoratori, non gli artefici del disastro. Inoltre, a causa della globalizzazione il collasso del mercato finanziario americano dissemina miseria in tutto il mondo. Dobbiamo reinventare la finanza, in modo che lavori per arricchire l'economia reale, invece che arricchire soltanto i finanziari: lo dobbiamo ai lavoratori vittime di questa recessione. Reinventare la finanza significa cambiare gli incentivi e le regole che governano il settore finanziario. E dal momento che sono in pericolo anche l'economia e l'occupazione di altri paesi, questi stati hanno il dovere, nei confronti dei loro cittadini, di fare pressione sugli Stati Uniti perché realizzino riforme finanziarie significative.”

MERCATI FINANZIARI REGOLAMENTATI E NON.



Fonte: IMF – Financial Stability Report April 2009 e Bank for International Settlement

La Supervisione finanziaria e il Financial Stability Forum

La crisi ha mostrato un sistema globale estremamente debole; istituzioni finanziarie sorprendentemente fragili; una costruzione regolatoria inadeguata rispetto alla dimensione e alla complessità dei mercati finanziari e delle banche. Anche la struttura sovranazionale esistente (Committee of European Bank Supervisors; Committee of European Security Supervisors; Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors) è entrata completamente in crisi, scavalcata dai singoli paesi alla ricerca, a tratti spasmodica, di soluzioni tempestive per le banche in difficoltà.

Il riconoscimento di questo fallimento della regolamentazione sta conducendo a un (tardivo) ripensamento della regolamentazione e del sistema di supervisione dei vari paesi. *Le autorità nazionali e le istituzioni preposte, coordinate dal Financial Stability Board, stanno lavorando per individuare e superare i punti di fallimento e ridisegnare uno schema di regolamentazione diverso.*

Le aree di intervento dovrebbero interessare:

- 1) l'estensione della regolamentazione;
- 2) la regolamentazione prudenziale microeconomica;
- 3) la regolamentazione prudenziale macroeconomica;
- 4) l'informazione e la disciplina di mercato;
- 5) l'organizzazione della regolamentazione e la supervisione.

Riguardo al primo punto l'esigenza è quella di allargare la supervisione e la regolamentazione a tutte le attività finanziarie, in particolare quelle legate a un potenziale rischio-sistemico. Un aspetto colpevolmente trascurato dalle autorità preposte.

Il regolamento prudenziale microeconomico non si può concentrare esclusivamente sul rischio d'impresa, sulla liquidità e sul risk-management a livello individuale, ma deve necessariamente considerare le implicazioni per il sistema finanziario nel suo complesso.

I nuovi organismi di vigilanza

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

Si veda: Onado (2009), *La supervisione finanziaria europea dopo il Rapporto de Larosière: siamo sulla strada giusta?*, Bancaria, n.10

La regolamentazione prudenziale macro va anch'essa necessariamente corretta. Quella attuale (le regole di Basilea II) si basa su automatismi rigidi e genera mercati finanziari pro ciclici; da qui rilevanti problemi nelle fasi recessive nel reperire il credito sufficiente a superare le difficoltà di imprese e famiglie.

Il quarto e il quinto punto legano una maggiore trasparenza e informazione degli operatori, al rispetto delle regole di governance ed al miglioramento della disciplina di mercato. *L'ultimo punto, in particolare, richiede un maggiore coordinamento tra i paesi nel predisporre la regolamentazione e nell'attuare il monitoraggio del rischio sistemico.*

Nello specifico, la Commissione Europea è orientata a costituire due nuovi organismi e distinguere nettamente la supervisione macroprudenziale da quella microprudenziale: l'*European Systemic Risk Board (Esrb)* e l'*European System of Financial Supervisors (Esf)*. Il primo centrato sui problemi complessivi del sistema finanziario, mentre il secondo sulla supervisione e la vigilanza tradizionale.

Questa suddivisione dovrebbe condurre alla creazione di un sistema di regolamentazione europea con due autorità: una per le Banche e una per i Mercati. I due problemi maggiori (*le due criticità*) che si cerca di affrontare, almeno a livello europeo, sono come vigilare sulle grandi banche e come contrastare il rischio sistemico.

Sebbene mercati finanziari e banche siano strettamente ed inevitabilmente connessi, sono quest'ultime (in particolare le banche globali) che hanno sostanzialmente procurato i maggiori problemi in Europa. Considerato l'alto livello di concentrazione del sistema bancario (la Bce indica 35 grandi gruppi bancari complessi) il controllo e la vigilanza potrebbe apparire a prima vista agevolato. Di fatto, con grandi gruppi bancari si potrebbero avere vantaggi dal punto di vista del controllo e della vigilanza. Tuttavia è altrettanto facile immaginare come queste banche richiedano un sistema di vigilanza complesso per le loro interconnessioni e quindi per la loro comune esposizione a fattori di rischio. Si tratta di situazioni aggravate dalla difficoltà di effettuare accordi di vigilanza sovra-nazionali e di reperire in questo contesto sovranazionale informazioni adeguate. Istituzioni non soltanto di vigilanza bancaria, ma anche economica, come il Fondo Monetario Internazionale, dichiarano da circa cinque anni di non aver dati adeguati per capire come le banche trasferiscano il rischio di credito. In questa situazione, come sostiene in un recente saggio Marco Onado, non si ha un quadro chiaro di "chi possiede cosa" e di "chi deve quanto a chi".²

Emerge, dunque, un'altra criticità, quella del rischio sistemico. Di fatto, lo sforzo effettuato dalla vigilanza pre-crisi è stato essenzialmente basato su una supervisione aziendale, punto per punto, trascurando del tutto i possibili rischi di contagio. Sconforta che questa analisi critica fosse condivisa da molte istituzioni di carattere internazionale (Fmi, Bri, varie banche centrali) e supportata da una mole di studi teorici. Eppure gli shock si sono propagati con una facilità e rapidità estrema. C'è da domandarsi sulla reale capacità delle nuove istituzioni (ad esempio l'*European Systemic Risk Board*) di saper affrontare concretamente queste tematiche. E' chiaro che un punto centrale è

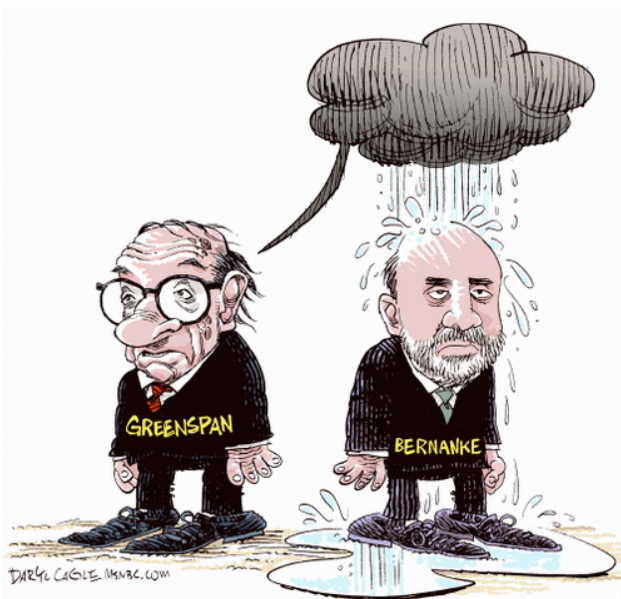


² Onado (2009), *La supervisione finanziaria europea dopo il Rapporto de Larosière: siamo sulla strada giusta?*, Bancaria, n.10

l'interconnessione tra la banca e l'intero sistema finanziario: quali sono gli effetti sistemici di condotte (individuali) poste in essere dalle grandi banche, ad esempio in tema di capitalizzazione e *securitization*? Questa domanda fino all'ultima crisi veniva sistematicamente elusa. E' probabile che ciò sia riconducibile all'esistenza di alcune regole di intervento automatiche, fondate sostanzialmente sulla disciplina di mercato, che impedivano di fatto una valutazione discrezionale degli organi di vigilanza.

I punti di riforma discussi nell'ultimo anno sono molteplici e chiariscono la portata della riforma necessaria per il sistema bancario e finanziario. In particolare, un certo consenso tra i governi e le istituzioni predisposte sembra emergere sulla necessità di:

- definire un robusto sistema di regole e supervisione in ogni paese, facendo meno affidamento sulle capacità di autoregolazione del mercato finanziario. Questo sistema dovrebbe comprendere non soltanto le banche ordinarie ma le *investment bank*, gli *hedge fund*, i *private equity* etc.
- costruire un sistema di supervisione che leghi gli aspetti micro con quelli macro del sistema finanziario e, quindi, capace di analizzare e controllare il rischio sistemico;
- semplificare le autorità di controllo, ma ampliarne il loro potere discrezionale;
- ripensare tutti gli incentivi a livello della singola banca che portino a sviluppare rischi eccessivi: dai criteri della remunerazione del management, al sistema di cartolarizzazioni, alla capitalizzazione, ai limiti per le attività più rischiose ecc. Il sistema di regole di Basilea dovrebbe essere sostanzialmente cambiato;
- portare le banche globali a predisporre azioni da effettuare nel caso di difficoltà finanziarie;
- ripensare in maniera seria il ruolo e il modo di operare delle Agenzie di Rating, tra le maggiori accusate della crisi finanziaria. Occorre eliminare le asimmetrie informative e i conflitti di interessi, risolvendo le difficoltà tecniche nella valutazione del rischio dei prodotti strutturati.
- controllare in maniera severa i mercati informali dei derivati che dovrebbero comunque essere ridimensionati. Questi strumenti sono opachi, complessi e difficili da valutare.



Le misure da adottare sono in discussione tra i vari governi. I tempi per applicare i nuovi principi non sono immediati; nel G-20 dei ministri delle finanze sembra si possa iniziare con la proposta statunitense di aumentare il capitale delle banche in relazione alla loro grandezza, all'esigenza di liquidità, al livello di rischio sostenuto e alle relazioni con le altre istituzioni finanziarie. In Europa, si è delegato al Financial Stability Board (FSB) il compito di definire metodi e regole operative di applicazione dei nuovi principi. La complessità e le resistenze dei paesi e dei soggetti che operano sui mercati finanziari non lasciano sperare in una soluzione di breve periodo.

Il governatore della Fed, Ben Bernanke ha recentemente affermato sul tema delle banche “too big to fail”: “*E’ da incoscienti che il destino dell’economia mondiale sia legato così strettamente alle fortune di un piccolo numero di gigantesche società finanziarie*”. E, tuttavia abbiamo assistito a regolatori, come la Fed stessa, incapaci, pur avendone l’autorità, di evitare la catastrofe finanziaria ed economica.

La regolamentazione dei derivati, dei CDS e degli hedge found

Negli ultimi quindici anni, a fianco del sistema finanziario tradizionale regolamentato, si è formato un sistema non regolamentato dedicato alla speculazione dei nuovi prodotti, soprattutto **derivati**. Questi sono strumenti finanziari nati a copertura di rischi; essi hanno un effetto opposto rispetto a quello che si intende coprire. Ad esempio se un esportatore vende merce con pagamento differito in una valuta diversa dalla propria (ad esempio il dollaro) e vuole coprirsi dai rischi di svalutazione della stessa, acquista un derivato specifico sul cambio euro dollaro, che aumenterà di prezzo nel caso in cui il dollaro dovesse svalutarsi. I derivati servono, dunque, in origine a cautelarsi dai rischi di prezzo (oscillazioni del prezzo del sottostante, ad esempio, materie prime o azioni o indici azionari), tasso (modifica dei tassi di interesse) o cambio (oscillazioni del tasso di cambio).



Ma, *piuttosto che a copertura di rischi esistenti, lo strumento è cresciuto soprattutto a fronte di andamenti attesi, che si vuole anticipare*. Se ci si aspetta che il dollaro si svaluterà, acquistare il derivato specifico consentirà di avere a tempo debito un guadagno; in pratica si può scommettere sugli andamenti attesi.

Secondo A. Greenspan (intervento al Senato americano, 2003) «*i derivati sono stati un veicolo straordinariamente utile per trasferire il rischio da coloro che non vogliono correrlo a quelli che sono pronti ad accettarlo e ne sono capaci*», ma secondo W. Buffet (2003) i derivati sono *armi finanziarie di distruzione di massa*. La crisi finanziaria dell’ultimo biennio ha dato più ragione a Buffet ³che non a Greenspan.

Le autorità di vigilanza hanno a suo tempo rinunciato al controllo dei nuovi prodotti finanziari. I derivati possono essere negoziati sui mercati regolamentati, come i futures e le opzioni, ma sono per lo più scambiati (*over-the-counter*) in mercati alternativi creati da istituzioni finanziarie e da professionisti tramite reti telefoniche. Tali mercati, di solito, non sono regolamentati. E’ il caso ad esempio dei Cds (*credit default swap*).

Il valore dei derivati è stimato in 600mila miliardi di dollari, che per l’80% sfuggono a qualsiasi controllo. Il problema si è posto subito allo scoppiare della crisi, ma non ha ancora trovato soluzione. Sia il governatore Draghi che il direttore del Fmi Strauss-Kahn sottolineano la lentezza dei governi nel procedere ad una necessaria regolamentazione del settore. La questione è riesplora con la crisi greca per il ruolo che i Cds hanno avuto.

³ Warren Edward Buffett, soprannominato l’oracolo di Omaha, è un imprenditore statunitense e uno dei più ascoltati finanziari mondiali. Nel 2009, con un patrimonio stimato di 37 miliardi di dollari, sarebbe, secondo la rivista Forbes, il secondo uomo più ricco del mondo, dopo Bill Gates. Nel 2006 ha donato 37 miliardi di dollari in azioni benefiche.

Il credit default swap è un contratto che trasferisce il rischio legato ad un'esposizione creditizia. In sostanza è un accordo con cui il possessore di un titolo creditizio, obbligazione o titolo di debito pubblico, si assicura, dietro pagamento di un premio, presso un terzo del rischio di default, cioè di insolvenza, di chi ha emesso il titolo. Fin qui nulla di male, si tratta di una operazione di copertura contro il rischio. Il problema nasce dal fatto che queste operazioni sono fatte fuori dai mercati regolamentati e che i Cds acquistano vita anche a prescindere dal titolo sottostante (*Cds nudi*).

Secondo molti studiosi i Cds nudi creano incentivi perversi; aumenta l'interesse di una parte dei partecipanti al mercato al fallimento del debitore e questo rende l'evento più probabile. Inoltre i Cds si sono rivelati un potente fattore amplificatore della crisi consentendo di aumentare il volume delle posizioni complessive rispetto alle dimensioni del sottostante, alzando il grado di indebitamento del sistema. Ad esempio, nella recente crisi che ha coinvolto la Grecia, i Cds creati eccedevano largamente il debito greco sottostante. E poiché il mercato è totalmente al di fuori dei circuiti regolamentati, mancano informazioni di sorta sulle posizioni in essere, su chi ha emesso i Cds e sul loro importo.

La proposta immediata, fatta anche da alcuni governi europei, è stata quella di mettere al bando i Cds nudi. La motivazione è semplice: non ci si può assicurare contro l'incendio di una casa altrui, perché sarebbe evidente l'interesse a che il sinistro si verifici; allo stesso modo ci si dovrebbe poter assicurare contro l'insolvenza di un soggetto finanziario, solo se ne possiede un credito.

Altra possibilità, non necessariamente alternativa, è quella di regolamentare tutti i Cds portandone la contrattazione in un mercato regolamentato nel quale si sappia chi emette i titoli e chi li acquista con meccanismi trasparenti di formazione dei prezzi.

Durante la crisi greca tra i principali accusati vi sono stati gli **Hedge fund**, che operando sui CDS nudi avrebbero determinato un aumento del costo di finanziamento del debito ellenico e contribuito all'aggravarsi della crisi.

Gli Hedge fund (nella normativa italiana denominati Fondi comuni speculativi) sono fondi d'investimento, localizzati generalmente in centri finanziari offshore o negli Stati Uniti. Essi utilizzano strategie diverse dai fondi di risparmio tradizionale, regolati da leggi e regolamenti specifici che ne limitano l'operatività e il rischio. Scopo degli Hedge è, invece, di effettuare investimenti singolarmente ad alto rischio, ma con possibilità di ritorni molto fruttuosi.

Gli Hedge hanno svolto un ruolo di primo piano nella svalutazione della sterlina e della lira nel 1992 (protagonista George Soros con il suo fondo Hedge Quantum) e nel collasso del fondo LTCM nel 1998 durante la crisi russa. L'accusa che si rivolge agli Hedge è quella di essere fondi poco regolamentati con un grado di trasparenza ridotta e di essere stati uno dei veicoli della crisi finanziaria.



Da: Economist

La Commissione Europea ha preparato una direttiva europea su hedge fund e private equity, che prevede l'obbligo di registrarsi presso le singole autorità nazionali di vigilanza. Queste dovranno concedere l'autorizzazione ad operare in ciascuno stato della Ue. Per ottenere l'autorizzazione gli Hedge dovranno comunicare alle autorità di vigilanza nazionali dati e informazioni regolari sulla loro attività. Le authority nazionali avranno la facoltà di imporre un tetto alla leva finanziaria dei fondi, cioè alla loro esposizione.

La direttiva riguarda i gestori domiciliati nella Ue, di fondi extra Ue con asset superiori a 100 milioni di euro. *La bozza di direttiva non ha trovato il consenso dei ministri dell'Economia della Ue, soprattutto per l'opposizione inglese.* Si è, perciò, deciso di rinviare la decisione. Al centro dello scontro le regole per i gestori (europei e no) di hedge fund con sede non nella Ue ma in altre piazze (comprese quelle offshore). La direttiva prevede che solo i gestori europei, una volta approvati dalla propria autorità nazionale, possano operare in tutta la UE, mentre per quelli non europei diventerebbe necessario l'autorizzazione di tutti i 27 paesi.

La City di Londra è sede dell'80% dell'industria degli hedge fund europea e la Gran Bretagna teme ripercussioni negative su un settore importante della propria economia. *Gli Stati Uniti, da parte loro, ritengono che questa norma sia una norma protezionistica tesa ad impedire agli Hedge americani di operare in Europa;* occorre considerare, peraltro, che a Washington è in discussione una riforma della normativa relativa ai derivati ed agli hedge fund, che appare largamente insufficiente

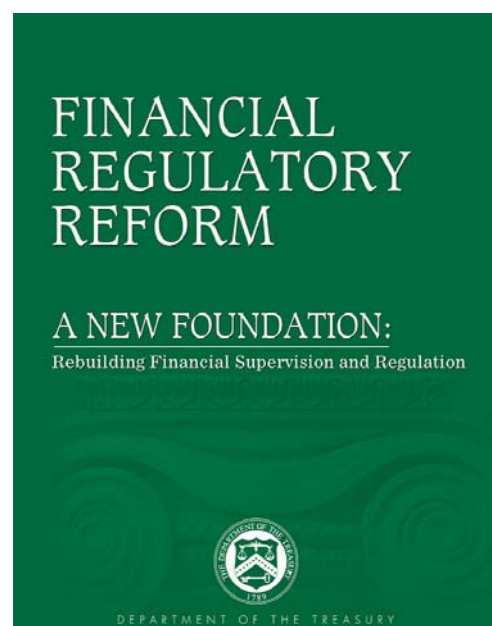
Per il commissario al mercato interno, Michel Barnier, la discussione è solo rimandata e per evitare rischi sistemici Bruxelles ha l'obbligo di arrivare a nuove regole.

La revisione delle regole del settore bancario negli USA

*Nel 2009 la Camera degli Stati Uniti aveva votato un progetto di Riforma segnata già da molti compromessi; la lobby bancaria successivamente è intervenuta per annacquarela ulteriormente.*⁴

I tentativi di coinvolgere nella Riforma i Repubblicani sono falliti ed alla fine il Senatore Democratico Dodd ha presentato la proposta che ha l'appoggio della Casa Bianca. Si tratta di un documento di oltre 1.300 pagine, che porta ad una vasta ridefinizione delle normative e dei poteri di vigilanza.

Una prima esigenza è quella della **tutela degli utilizzatori dei servizi finanziari**, coloro ai quali le banche prestano danaro. La proposta originaria prevedeva un'Autorità Indipendente con potere di sorveglianza verso gli istituti, che erogano mutui immobiliari e altri prestiti e che distribuiscono le carte di credito. Per le pressioni esercitate l'attuale proposta di Riforma colloca il nuovo organismo come ramo della Federal Reserve, la banca centrale, in una divisione specifica dedicata alla tutela dei consumatori. Questo pare a molti un ridimensionamento del ruolo e sembra aprire una contraddizione tra il ruolo di garante della stabilità del sistema bancario, proprio della FED, con il compito del nuovo organismo. Va, inoltre, considerato che le competenze del nuovo organismo sono limitate dalla possibilità che altre Autorità in alcune circostanze possano



⁴ Si veda New York Times (2010), *Real reform in an election year*, 22 marzo, www.nytimes.com

esercitare poteri di veto rispetto alle regole da quello fissate. Come contraltare, per renderla meno soggetta all'influenza della FED e delle grandi banche e più legata agli interessi dei piccoli prenditori di prestiti, la designazione delle cariche dell'Agenzia per la tutela è affidata al Presidente degli Stati Uniti; l'agenzia avrà autonomia sia operativa che di bilancio. Questa però non appare una reale garanzia di indipendenza dalla Banca Centrale. Molti dubitano che nell'attuale assetto l'Agenzia sia realmente autonoma e capace di stabilire e far rispettare le regole. Vi è, al contrario, chi ritiene che i poteri dell'Agenzia siano troppo ampi potendo intervenire nel caso di applicazione di tassi alla clientela troppo elevati o di pratiche vessatorie per chi usa le carte di credito o per chi ha contratto mutui immobiliari



E' prevista anche la creazione di un nuovo **Consiglio**, il *Financial Stability Oversight Council*, presieduto dal Ministro del Tesoro, con **compiti di vigilanza preventiva**. La *task force* deve prevenire l'addensarsi di rischi sistemici ed imporre specifici interventi per frenare i rischi.

La terza esigenza è quella di dare alla **Federal Reserve poteri rafforzati verso le grandi banche**; viene infatti prevista una specifica supervisione verso gli istituti finanziari con oltre 50

miliardi di dollari di attività (circa 40 banche contro il totale di 5 mila di ogni dimensione soggette al controllo della FED). Il regolatore potrà in questo caso obbligare le banche a ridurre il livello di rischio, imporre standard di capitale più elevati o a bloccare specifiche attività. Si vogliono introdurre metodi di supervisione molto più rigidi degli attuali.

Un grosso problema che il progetto Dodd affronta è quello delle imprese finanziarie "*too big to fail*" (troppo grandi per fallire). E' necessario evitare che le banche diventino troppo grandi e complesse; le loro dimensioni, infatti, impongono, in caso di difficoltà, il salvataggio all'autorità pubblica. Ci si trova infatti a dover scegliere tra un fallimento con l'innescò di un processo a catena, come avvenuto durante la crisi dei mutui, e l'erogazione di risorse pubbliche a spese dei contribuenti. Per rimediare è prevista la creazione di **un'Autorità**, che consenta al Governo in **stato di crisi delle grandi holding bancarie e finanziarie** di assumerne il controllo e di scinderle, evitando la minaccia al sistema. Si punta, dunque, a fare lo spezzatino di imprese finanziarie troppo grandi ed indebolite. E' anche prevista la creazione, con risorse degli stessi istituti di credito, di un Fondo da 50 miliardi di dollari da utilizzare per i Gruppi che rischiano di fallire ai quali si applicherebbero specifiche procedure.

Ma per evitare che le banche crescano troppo ci si affida soprattutto alla cosiddetta Volcker rule (Regola Volcker), sostenuta da Obama. Le grandi banche e le loro controllate non potrebbero, infatti, fare *trading* per conto proprio, investire in *hedge fund*, fare operazioni in *private equity*, rilevando quote di altre società. Su questa partita il progetto è stato criticato soprattutto per un

eccesso di gradualismo. Il tutto è infatti condizionato ad un periodo di studio di 6 mesi e poi uno di implementazione di altri tre anni.

Si introducono **regole per i fondi hedge, quelli più speculativi**; i più importanti dovranno registrarsi ed essere più trasparenti. Riguardo ai derivati il progetto attuale lascia la negoziazione di varie tipologie fuori da mercati trasparenti e pienamente regolati; dà, inoltre, molta discrezionalità ai sorveglianti nella possibilità di escludere una piena regolazione. Non ammette la possibilità che i vari Stati dell'Unione impongano regole contro la speculazione per i contratti dei derivati non regolamentati.

Per ridurre la commistione tra controllore e controllato si prevede che il presidente della FED di New York sia nominato dalla Casa Bianca e non dalle banche di Wall Street.

Importanti sono anche le modifiche alle regole societarie; la SEC, corrispondente alla nostra CONSOB, attribuisce poteri di cui oggi gli azionisti non dispongono. Se hanno il controllo di un minimo del pacchetto azionario della banca, gli azionisti potranno nominare i membri del consiglio



Da New York Times. *Perché i miei soldi devono salvare Bear Stearns?*

di amministrazione di società quotate in borsa; inoltre, avranno la possibilità di votare sui pacchetti per la remunerazione dei dirigenti. Ciò vuole evitare da un lato l'attribuzione di compensi stratosferici al *management* della società, dall'altro modalità di erogazione che espongono le società a rischi nel medio – lungo termine molto elevati.

E' chiaro, come rileva il New York Times, che nella Riforma tutto si deve tenere. Fino a quando il commercio dei derivati non sarà più trasparente, i regolatori non potranno capire come i derivati legano un'azienda in difficoltà con altre aziende. E quindi impossibile sapere come l'assunzione del controllo di un'azienda incida sull'intero sistema. Questo è il rischio più grande che corre il progetto di legge; l'annacquamento su un fronte rischia di riverberarsi sul resto, svuotando la riforma. *“Un progetto di legge annacquato potrebbe passare la Senato e sarebbe gradita alle lobby bancarie. Ma una riforma debole sarebbe peggio di nessuna riforma, perché consoliderebbe lo statu quo sotto la veste del cambiamento.”*⁵

Le nuove regole sul patrimonio delle banche

Gli Accordi di Basilea sono quelli che definiscono i requisiti patrimoniali delle banche in rapporto all'effettivo ammontare di rischio assunto dalle stesse. L'attuale stesura dell'Accordo ha mostrato i suoi limiti nel corso della crisi dei mutui. Un apposito Comitato è impegnato a definire nel corso del 2010 nuove regole per la gestione delle attività a rischio del sistema bancario, note come "Basilea III"; queste nuove regole dovranno integrare o sostituire sia la versione del 1988 (Basilea I) sia la versione Basilea II entrata in vigore nel 2008. Le regole di Basilea III si articoleranno su tre punti: la garanzia di liquidità a breve, la trasformazione delle scadenze e i requisiti di capitale. L'obiettivo

⁵ Si veda New York Times (2010), *Real reform in an election year*, 22 marzo, www.nytimes.com

è quello di ricostruire un sistema finanziario mondiale con più capitale, meno debito e che resista senza aiuti pubblici all'eventuale fallimento di grandi istituzioni finanziarie.

Per rinsaldare la stabilità delle banche, e contenere il rischio di liquidità il patrimonio degli intermediari dovrà essere composto da strumenti di qualità elevata, cioè a basso rischio, capaci di assorbire le perdite; la possibilità di esporsi delle banche, o come si dice la leva finanziaria, verrà limitata; si attenueranno gli aspetti pro-ciclici della regolamentazione, prevedendo riserve e accantonamenti da accumulare nei periodi di forte crescita e da utilizzare quando si materializzino perdite.⁶

Vi è chi sostiene, e tra questi il Ministro Tremonti, che tali regole porterebbero ad una stretta monetaria, rischiando di portare nuovamente verso il credit crunch (asfissia del credito). Per compensare i più severi coefficienti patrimoniali ed un maggior costo del rischio, vi sarebbe un minore afflusso di credito alle imprese, soprattutto quelle più dipendenti dalle banche; ci sarebbe da attendersi anche tassi di interesse più elevati da pagare alle banche; vi è anche chi intravede un prezzo in termini di minore crescita fino a 6 punti percentuali di PIL europeo.

Il Governatore Draghi è di diverso avviso; le nuove regole non metterebbero a repentaglio la ripresa, inducendo una contrazione del credito. Il nuovo sistema sarà introdotto con gradualità; sarà più severo con quelle banche che hanno operato con modelli di business particolarmente rischiosi. In Italia, dunque, la nuova regolamentazione avrebbe un impatto minore rispetto ad altri paesi. Durante la crisi finanziaria, d'altra parte, il credito ha smesso di crescere senza che le nuove regole fossero neanche conosciute. È possibile, secondo il Governatore, che la combinazione dei vari provvedimenti in discussione determini una riduzione dei profitti delle banche, ma porterà anche a un contenimento dei rischi da loro assunti. Sapere che il sistema complessivo è meno a rischio, allontana la possibilità del credit crunch; determina le condizioni di un mercato del credito più ordinato.

“La crisi ha mostrato l'effetto devastante dei fallimenti di grandi istituzioni finanziarie. I governi e le banche centrali sono intervenuti per mitigarne l'impatto; così facendo hanno, talvolta, sostenuto e protetto le stesse istituzioni all'origine della crisi. L'“azzardo morale” si è aggravato con la crisi: le istituzioni finanziarie si sentono protette dal rischio di fallimento e dal timore stesso che esso incute, assumono nuovi rischi e, grazie alle straordinarie condizioni di mercato che si sono create, realizzano ingenti profitti. Ridurre l'“azzardo morale” è obiettivo condiviso. Lo si intende perseguire limitando la probabilità dei fallimenti e la vastità del danno che apportano; creando meccanismi per una loro ordinata gestione; centralizzando i canali che ne trasmettono gli effetti, come gli scambi di strumenti derivati, che oggi avvengono fuori dei mercati organizzati e in via bilaterale.”⁷

Oltre che requisiti di capitale e di liquidità più stringenti, vi è necessità di una intensificazione dell'attività di vigilanza; procedure robuste e armonizzate di gestione delle crisi; la riduzione della complessità dei gruppi *cross border*, che operando in contesti diversi sono più sfuggenti.

⁶ Banca d'Italia (2010) *Intervento del Governatore al 16° Congresso AIAF - ASSIOM - ATIC FOREX*, 13 febbraio, www.bancaditalia.it

⁷ Banca d'Italia (2010) *Intervento del Governatore al 16° Congresso AIAF - ASSIOM - ATIC FOREX*, 13 febbraio, www.bancaditalia.it