

1/2010

Intervento

Senato della Repubblica
Commissione 6[^] (Finanze e Tesoro)

Indagine conoscitiva sugli strumenti di vigilanza europea dei mercati
finanziari, creditizi e assicurativi

Audizione del presidente dell'Assonime
Luigi Abete

Oggetto dell'indagine conoscitiva sono le proposte della Commissione europea in materia di supervisione finanziaria presentate nel settembre dello scorso anno, sulle quali il Consiglio europeo ha già raggiunto un accordo politico. Ma le proposte dovranno essere esaminate anche dal Parlamento europeo, giovandosi anche dei contributi dei parlamenti nazionali – una novità importante nel processo legislativo europeo che accresce il rilievo del parere che questa Commissione esprimerà.

Le proposte della Commissione europea riprendono idee contenute nel rapporto del Gruppo di lavoro presieduto da Jacques de Larosière e, in effetti, già prefigurate dieci anni fa dall'analogo Gruppo Lamfalussy, le cui proposte contribuirono a disegnare l'assetto attuale della regolamentazione europea dei mercati finanziari.

Come questa Commissione ben sa, le proposte in questione prevedono da un lato l'istituzione di un nuovo sistema di sorveglianza "macroprudenziale", affidata a un Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB), che avrà il compito di valutare i potenziali rischi aggregati per la stabilità finanziaria; dall'altro, la creazione di un Sistema europeo di vigilanza finanziaria (ESFS), costituito dalle autorità nazionali di vigilanza, da tre nuove agenzie europee (ESA, di seguito "Autorità"), con competenze distinte per settore di intermediazione – l'EBA per le banche, l'EIOPA per le assicurazioni e i fondi pensione, l'ESMA per il mercato mobiliare – nonché da un Comitato congiunto delle tre Autorità¹.

1. Le proposte di vigilanza macro-prudenziale

La crisi finanziaria ha sottolineato, prima ancora delle *defaillances* di singoli intermediari, gli effetti perversi dell'interazione tra i comportamenti dei singoli operatori, non solo troppo esposti in posizioni di incerta liquidità, ma legati tra loro in un intrico inestricabile di debiti e crediti, veicoli speciali di investimento, operazioni di securitizzazione e contratti derivati che, quando i corsi dei titoli hanno iniziato a flettere, li ha trascinati insieme in rovinosa caduta.

¹ Le proposte di regolamento prevedono anche un Comitato sui conglomerati finanziari, costituito nell'ambito del Comitato congiunto.

La costituzione di un Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB) crea un meccanismo di sorveglianza della stabilità aggregata del sistema, come obiettivo distinto da quello della stabilità dei singoli intermediari.

In sistemi finanziari globalmente integrati, pericoli significativi di instabilità possono derivare dalla comune esposizione agli squilibri tra risparmio e investimento dei settori istituzionali – famiglie, imprese, settore pubblico – all'interno dei singoli paesi, e tra le grandi aree geografiche a livello internazionale, quando questi conducano all'accumulo di posizioni debitorie e creditorie insostenibili².

Forti impulsi destabilizzanti sono stati generati dalla politica monetaria americana la quale – in un ambiente di bassa inflazione, bassi salari e scarsa crescita dei redditi famigliari – incoraggiò attivamente l'indebitamento eccessivo delle famiglie e l'aumento dei prezzi delle attività patrimoniali per favorire l'investimento immobiliare, i consumi e la crescita. Allarmi, purtroppo inascoltati, sugli effetti di politiche monetarie troppo lasche seguite dalle autorità americane erano venuti anche dal FMI e dalla BRI fin dalla metà del decennio scorso. Se la principale tra le banche centrali conduce politiche lassiste per spingere l'economia, l'instabilità finanziaria è destinata a ritornare.

L'ESRB sarà responsabile per la vigilanza macro-prudenziale del sistema finanziario all'interno dell'Unione Europea, al fine di riconoscere per tempo e contrastare l'accumulo di squilibri finanziari insostenibili, utilizzando anche a tal scopo le informazioni che dovranno esser fornite dalle tre Autorità; in casi eccezionali potrà anche richiedere dati relativi a singole istituzioni – un'apertura importante all'accesso all'informazione di vigilanza micro-prudenziale.

L'ESRB potrà lanciare allarmi in caso di significativi rischi sistemici e, quando lo ritenga, emanare raccomandazioni per affrontare i rischi identificati. Entrambe le misure potranno essere generali o specifiche, indirizzate alla Comunità nel suo insieme oppure alle tre Autorità, a uno o più degli Stati membri e alle loro autorità nazionali di vigilanza sui mercati finanziari, ma in nessun caso a singoli intermediari.

La stabilità sistemica, come sopra definita, non è facilmente distinguibile dai tradizionali obiettivi della politica monetaria in senso lato: laddove naturalmente la banca centrale non perda di vista, oltre all'andamento dei prezzi e dei salari, anche quello dei prezzi delle attività patrimoniali – come la Federal Reserve americana aveva trascurato di

² Cfr. C. Borio, "Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?", BIS Working Papers n. 128/2003.

fare, ma non la Banca centrale europea. Questa infatti è rimasta sempre attenta all'andamento degli aggregati di moneta in senso ampio e del credito, e in generale delle condizioni finanziarie.

Anche gli strumenti potenzialmente disponibili per il governo della stabilità sistemica sono niente altro che quelli tradizionali della politica monetaria – includendo tra questi, oltre al movimento dei tassi di rifinanziamento, anche la variazione delle riserve o del capitale delle banche oppure i vincoli sulla liquidità e la trasformazione delle scadenze.

L'aspetto discutibile del nuovo meccanismo europeo, dunque, è soprattutto quello di aver collocato le responsabilità di sorveglianza sistemica in un organismo almeno formalmente esterno al sistema europeo delle banche centrali – essenzialmente per l'esigenza di accomodare all'interno del nuovo sistema anche i paesi che non partecipano all'euro. Tuttavia, il segretariato del nuovo organismo sarà assicurato dalla BCE³; inoltre, l'ESRB non avrà personalità giuridica né autonomi poteri di intervento: si tratta in pratica di un meccanismo di coordinamento rafforzato tra le autorità monetarie e finanziarie europee attorno alla BCE, più che di un nuovo organismo.

Suscita tuttavia perplessità il fatto che la pubblicazione delle raccomandazioni da parte dell'ESRB possa essere decisa solo previa "consultazione" del Consiglio ECOFIN. È noto infatti che i governi non amano esser richiamati quando conducono politiche destabilizzanti e trovano presto l'accordo quando si tratta di nascondere all'opinione pubblica fatti politicamente imbarazzanti. Dunque, questo vincolo a far conoscere le autonome valutazioni degli organismi di sorveglianza monetaria e finanziaria andrebbe rimosso.

2. Il nuovo sistema di vigilanza micro-economica sui mercati finanziari

Nell'esame delle nuove norme è opportuno distinguere i poteri regolamentari da quelli di vigilanza sui mercati.

³ Ciò è stabilito da una proposta di decisione del Consiglio basata, peraltro, sull'art. 105(6) del Trattato (ora art. 127, par. 6 del trattato di Lisbona), secondo il quale il Consiglio, deliberando all'unanimità su proposta della Commissione e previa consultazione della BCE, nonché previo parere conforme del Parlamento europeo, può affidare alla BCE compiti specifici in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie, escluse le imprese di assicurazione. Visto che la stabilità sistemica riguarda anche tutto il comparto assicurativo, per il quale viene creata un'Autorità apposita (EIOPA) il cui vertice partecipa ai lavori dell'ESRB, la base giuridica può apparire fragile.

Le competenze in materia di regolamentazione

2.1. In materia di regolamentazione, la proposta copre principalmente il dominio di attività dei Comitati cd. di “terzo livello”, creati nell’ambito delle nuove procedure decisionali in materia di mercati finanziari all’inizio del decennio scorso (procedure “Lamfalussy”).

Quei Comitati dovevano svolgere essenzialmente due compiti: consigliare la Commissione nella redazione delle norme di attuazione delle direttive sui servizi finanziari; promuovere su base volontaria la convergenza dei criteri applicativi delle norme europee (di primo e secondo livello) da parte delle autorità nazionali di sorveglianza dei mercati. Per la realizzazione di questo secondo compito, i Comitati possono elaborare linee guida, raccomandazioni e standard applicativi, ma sempre non vincolanti.

Già prima della crisi finanziaria, la debolezza del meccanismo era stata criticata in quanto aveva consentito un’eccessiva differenziazione delle pratiche applicative, creando vuoti, margini di arbitraggio regolamentare e costi elevati per gli operatori. Seguendo una richiesta ormai largamente condivisa tra gli operatori e i regolatori, il Gruppo de Larosière ha proposto di rendere legalmente vincolanti gli atti dei Comitati.

Tuttavia, si ricorda che i Trattati non consentono la delega di poteri esecutivi della Commissione né la creazione di agenzie esecutive indipendenti con propri poteri. La soluzione ingegnosa escogitata dalla Commissione è di prevedere che gli standard tecnici applicativi emanati dalle nuove Autorità – che sostituiranno formalmente i Comitati – assumano valore legale attraverso un processo di *endorsement* da parte della Commissione, in maniera non dissimile da quanto oggi avviene per gli standard contabili internazionali. Non è il migliore dei mondi possibili, ma certo consente un significativo avanzamento rispetto alla situazione attuale.

La questione più rilevante che sorge a questo proposito riguarda la possibilità che la Commissione, nel momento in cui fa propri gli standard tecnici emanati dalle tre Autorità, ne modifichi il contenuto. La soluzione adombrata nell’art. 7 delle proposte di regolamento che istituiscono le nuove Autorità, nella versione elaborata dal Consiglio, appare equilibrata: essa prevede infatti che un tale intervento della Commissione sia possibile, ma solo previo coordinamento con l’Autorità interessata.

2.2. Un ulteriore aspetto riguarda l’elenco delle materie di competenza generale delle tre Autorità. Il Consiglio ha opportunamente modificato la proposta della Commissione

con un nuovo comma 2a dell'articolo 1, che amplia le materie includendo temi quali ad esempio la *corporate governance*, i diritti degli azionisti o i controlli contabili. Tuttavia, un elemento di debolezza da modificare è che, in queste nuove materie, le nuove Autorità non possono emanare standard tecnici, ma solo *guidelines* e raccomandazioni non vincolanti.

2.3. L'effettivo successo di questa nuova procedura dipenderà dai concreti comportamenti degli attori nazionali, che finora hanno invero collaborato molto poco nella realizzazione di pratiche applicative omogenee. Al riguardo, un'importante disposizione prevede – all'articolo 15 – l'avvio di un processo di *peer review* della qualità e competenza delle autorità nazionali di regolamentazione. I risultati della valutazione possono essere resi pubblici – di nuovo, secondo una modifica voluta dal Consiglio – solo con il consenso dell'autorità nazionale interessata. Questo vincolo alla pubblicità dei comportamenti dei regolatori dovrebbe essere rimosso, in modo da accrescere la pressione sulle autorità di vigilanza meno efficaci.

2.4. Inoltre, quando l'Autorità europea valuti che un'autorità nazionale non applichi o non applichi correttamente una norma europea, l'articolo 9 prevede una procedura di infrazione che può giungere fino all'esercizio di poteri sostitutivi da parte dell'Autorità europea nei confronti di singoli operatori. Si tratta di poteri penetranti, che non dovrebbero essere indeboliti nel negoziato legislativo.

2.5. Invece, nel caso di controversie tra autorità nazionali sull'applicazione di una norma europea – per azione o inazione – è previsto che, al termine di una procedura di conciliazione, se il disaccordo persiste, l'Autorità europea possa prendere decisioni vincolanti che risolvano la questione. Il compromesso del Consiglio ha però eliminato la possibilità di assumere in questo contesto decisioni direttamente vincolanti nei confronti di singoli partecipanti al mercato finanziario: sarebbe auspicabile su questo aspetto ritornare al testo originario della proposta della Commissione, che invece consentiva decisioni applicabili anche ai casi individuali (incluso, ad esempio, l'ordine di cessare pratiche in contrasto con la norma comunitaria).

Le competenze in materia di vigilanza

2.6. La premessa necessaria, riguardo alle proposte sul tavolo, è che un rafforzamento dei meccanismi di sorveglianza al livello dell'Unione Europea è desiderabile: infatti, la crisi finanziaria ha mostrato lacune di vigilanza, poiché le autorità nazionali spesso concentravano l'attenzione sui comportamenti domestici degli intermediari nazionali, chiudendo un occhio, e magari anche tutti e due, riguardo ai loro comportamenti all'estero, direttamente e attraverso delle loro controllate.

2.7. Una prima osservazione generale riguarda l'impianto del sistema proposto, il quale è organizzato secondo lo schema tradizionale per tipo di intermediari. Tale schema appare ormai del tutto obsoleto, dato che i confini tra i diversi intermediari sono sempre più incerti. Per tale motivo, se non si vuol muovere verso un modello di vigilanza accentrata presso un'autorità unica – scelta che non appare matura a livello europeo – si dovrebbe semplificare il modello proposto e adottare un modello di vigilanza per finalità, attribuendo tutti i compiti di vigilanza micro-prudenziale ad una Autorità risultante dalla fusione di EBA e EIOPA, e lasciando all'ESMA la vigilanza della trasparenza, la protezione dell'investitore e l'integrità dei mercati. Va ricordato al riguardo che l'Italia ha già mosso passi significativi in questa direzione con le leggi sul risparmio del passato decennio, attribuendo a due distinte autorità (Banca d'Italia e Consob) la vigilanza di stabilità e quella sulla trasparenza, ma solo nel campo dell'intermediazione mobiliare; resta invece la sorveglianza per intermediari sulle assicurazioni e i fondi pensione.

2.8. Nelle proposte concordate dal Consiglio è stato eliminato ogni accentramento a livello europeo dei poteri di vigilanza per tutti i segmenti del mercato finanziario, come era stato invece proposto dalla Commissione. Sono rimaste come (modeste) eccezioni le competenze dell'ESMA sulle agenzie di *rating* e il ruolo di osservatori attribuito alle Autorità nell'ambito dei Collegi dei supervisor dei gruppi transnazionali. Anche se con qualche ambiguità, la proposta della Commissione prevedeva invece – a nostro avviso opportunamente – che ciascuna delle tre autorità potesse esercitare (*execute*) poteri di vigilanza su “entità” operanti a livello paneuropeo (*entities with Community-wide reach or economic activities with Community-wide reach*): ciò avrebbe aperto la strada a una vigilanza accentrata su soggetti come le casse di compensazione e i gruppi finanziari transnazionali.

2.9. Le proposte di regolamento prevedono un rafforzamento dei Collegi di supervisor che vigilano su intermediari operanti in più paesi. In particolare, è attribuito alle tre Autorità il compito di monitorare l'efficace funzionamento dei Collegi, promuovendo la coerente applicazione delle norme europee. Tuttavia, i rappresentanti delle Autorità siedono nei Collegi solo come osservatori; una partecipazione a pieno titolo ne rafforzerebbe l'influenza.

2.10. Le proposte di regolamento prevedono anche poteri di iniziativa delle Autorità in situazioni di emergenza che possano “minacciare il funzionamento ordinato e l'integrità dei mercati finanziari o la stabilità dell'insieme o di parti del sistema finanziario europeo”. Tuttavia, un'eventuale iniziativa deve essere rivolta al Consiglio, il quale a sua volta deve poi consultare la Commissione e l'ESRB prima di dichiarare

formalmente l'esistenza di una situazione di emergenza. La procedura appare eccessivamente burocratica e troppo lenta per essere efficace in condizioni di emergenza.

Mentre appare ragionevole attribuire all'ESRB il compito di valutare l'esistenza di una situazione di emergenza sistemica, non si dovrebbe escludere l'ipotesi di consentire alle tre Autorità europee o, se del caso, al loro Comitato congiunto di agire autonomamente nel caso di situazioni di disordine sui mercati che richiedano risposte rapide e coordinate su scala europea – come ad esempio il divieto di effettuare vendite allo scoperto o la sospensione delle negoziazioni su certi strumenti finanziari.

2.11. Un tema rilevante riguarda la cd. clausola di salvaguardia (art. 23) che consente agli Stati membri di non applicare le decisioni prese dalle tre Autorità europee nei casi di emergenza e di risoluzione delle controversie tra autorità nazionali, se interferiscono con la responsabilità fiscale degli Stati membri. Mentre il principio di rispettare l'autonomia fiscale degli Stati è senz'altro condivisibile, il concetto di responsabilità fiscale proposto appare indeterminato e potenzialmente molto vasto, dunque suscettibile di generare controversie: esso andrebbe quindi precisato con riferimento alla effettiva possibilità che le decisioni delle Autorità trasferiscano perdite o altri costi da identificare sui bilanci degli Stati membri.

2.12. Nel caso dell'ESMA, poi, le decisioni di emergenza tipicamente non hanno effetti sulla sovranità fiscale degli Stati (si pensi come sopra detto alla fissazione di limiti sullo *short selling* o alla sospensione delle negoziazioni) e dovrebbero quindi essere per definizione escluse dalla clausola di salvaguardia.

2.13. Le proposte di regolamento attribuiscono alle Autorità poteri potenzialmente significativi nella creazione e gestione delle informazioni sull'andamento dei mercati e dei soggetti vigilati, seppure con opportune cautele tese ad evitare duplicazioni e oneri eccessivi; nell'ambito dei Collegi dei supervisor, è previsto che l'Autorità determini e raccolga tutte le informazioni rilevanti dalle autorità nazionali competenti al fine di facilitare il funzionamento dei Collegi stessi. Questi poteri costituiscono un importante veicolo per costruire una base informativa comune a livello europeo, il supporto essenziale per un futuro rafforzamento anche dei poteri di vigilanza.

Governance delle Autorità europee di vigilanza sui mercati

2.14. Suscita perplessità nelle proposte attualmente all'esame del Consiglio e del Parlamento europeo il fatto che i consigli di amministrazione (*Board of Supervisors*) delle nuove Autorità mantengono la stessa composizione dei Comitati che sono

chiamate a sostituire, con una presenza quasi esclusiva di rappresentanti dei regolatori nazionali. Nel Consiglio della BCE, invece, si fece la scelta di aggiungere ai rappresentanti delle banche centrali un certo numero di esponenti indipendenti (in numero di sei), i quali costituiscono l'organo esecutivo del Consiglio. Una scelta analoga sembrerebbe opportuna anche per i consigli delle nuove Autorità: non si può dimenticare, infatti, che lo scarso successo dei Comitati nel promuovere comportamenti convergenti dei regolatori nazionali ha riflesso in primo luogo proprio le resistenze di alcuni tra di essi. Un mutamento di equilibrio nella composizione dei consigli delle nuove Autorità, con l'immissione di esponenti senza vincoli di fedeltà nazionali favorirebbe decisioni più coraggiose.

3. Conclusioni

In conclusione, anche se su aspetti importanti non si è avanzato quanto sarebbe apparso desiderabile, le proposte sul tavolo contengono importanti progressi rispetto alla situazione attuale che non possono essere sottovalutati.

Resta da vedere se non vi sia ancora spazio per rafforzare le proposte in alcuni punti chiave.

In materia di regolamentazione ci pare auspicabile:

- (i) allargare le materie oggetto degli *standard* tecnici cui applicare la procedura di *endorsement* della Commissione, dunque con effetti legalmente vincolanti sulle autorità degli Stati membri;
- (ii) rafforzare la pubblicità del processo di *peer review* sul funzionamento delle autorità nazionali;
- (iii) attribuire alle tre Autorità poteri di intervento diretto nei confronti di singoli operatori nei casi di non corretta applicazione delle regole da parte di autorità nazionali o di controversie tra le stesse.

Con riferimento all'architettura del sistema e ai poteri di vigilanza delle tre Autorità, auspichiamo che si possa:

- (iv) adottare un sistema di vigilanza per finalità;
- (v) realizzare una maggiore centralizzazione della vigilanza sugli operatori paneuropei;

-
- (vi) rafforzare il ruolo delle Autorità nei Collegi dei supervisori;
 - (vii) consentire alle tre Autorità di agire autonomamente per l'adozione di decisioni urgenti, chiarendo inoltre i limiti di applicazione della clausola di salvaguardia riferita alla responsabilità fiscale degli Stati membri.

Infine, l'indipendenza e autorevolezza delle tre Autorità potrebbe essere rafforzata con l'inserimento di componenti diversi dai rappresentanti delle autorità nazionali negli organi di gestione delle tre Autorità europee, sul modello della BCE.