

La vigilanza sul sistema finanziario: obiettivi, assetti e approcci *

MARIO SARCINELLI

1. Premessa

In un'epoca in cui il principio di libertà ha fatto dell'individuo il sovrano di ogni decisione nel campo politico attraverso il procedimento democratico e in quello economico mediante il ricorso al mercato concorrenziale, diventa essenziale giustificare perché esiste ancora la necessità di un controllo pubblico dell'economia, sia pure in alcuni settori. La moneta e il settore finanziario, in particolare quello bancario, sono da molto tempo destinatari di pubblica regolamentazione e supervisione di variabile intensità. La tradizione in questo campo non è sufficiente a spiegare il suo permanere in un periodo in cui l'attività dello stato tende a lasciare sempre più il terreno economico, a somiglianza di quanto avvenne nei secoli scorsi, ad esempio, con riferimento alla religione nei paesi occidentali. È necessario, perciò, rintracciare le ragioni che spiegano, in termini teorici, l'opportunità se non la necessità di un intervento dello stato in campo finanziario.

La nostra razionalità e conoscenza del futuro non sono perfette. L'incertezza intrinseca, quella che si sottrae a giudizi di probabilità, pervade il nostro mondo e influisce su comportamenti e decisioni dell'uomo, le quali vengono così assunte in condizioni di razionalità limitata (Simon 1978, Williamson 1986). Ciò non permette di stipulare

□ Università degli Studi di Roma "La Sapienza", Dipartimento di Scienze Economiche, Roma; e-mail: mario.sarcinelli @tiscalinet.it.

* L'A. ringrazia Giovanni Ferri, Mauro Marè e un anonimo *referee* per avere letto e commentato precedenti versioni di questo lavoro. È particolarmente grato, inoltre, a Stefano Costa per l'esame critico del testo. Come sempre, è l'unico responsabile di errori, omissioni e opinioni.

nella vita economica contratti completi, vale a dire in grado di prefigurare la loro disciplina in ciascuno dei possibili stati futuri del mondo. Questa situazione d'ignoranza dell'avvenire che prevarrà è aggravata dalla tendenza dei soggetti contraenti a comportarsi spesso opportunisticamente. Essendo mossi fondamentalmente dall'avidità, essi cercano di trarre vantaggio da eventuali situazioni di favore, talvolta attraverso l'inganno, quasi sempre sfruttando l'asimmetria informativa esistente al momento del contratto (caso della selezione avversa) o che si genera successivamente alla conclusione del medesimo (azzardo morale).

I costi d'informazione, che s'incorrono perché la decisione contrattuale possa essere razionalmente presa, e quelli di transazione, che ineriscono alla conclusione e soprattutto alla gestione del contratto nel tempo, fanno sì che l'efficienza dei mercati sia piena, secondo gli insegnamenti della dottrina neoclassica, solo quando essi sono nulli. Infatti, secondo un ben noto teorema sui costi sociali (Coase 1960), quando il negoziare è privo di costi, le istituzioni giuridiche sono ininfluenti, cioè il diritto è irrilevante e le parti possono raggiungere da sole le soluzioni concorrenziali efficienti, poiché l'etica è sufficientemente forte e talmente condivisa da evitare comportamenti opportunistici. Se si teme che questi ultimi si possano materializzare, è sufficiente ipotizzare che vi sia un governo che massimizzi il benessere sociale e si preoccupi di difendere con efficienza ed efficacia diritti di proprietà adeguatamente specificati; in questo caso il diritto ritorna a svolgere la funzione socialmente utile di garantire la proprietà, ma i partecipanti al mercato sono ancora in grado di raggiungere da soli posizioni ottimali. In tali situazioni, ambedue astratte, ogni intervento dello stato nel settore finanziario o in qualsiasi altro campo sarebbe potenzialmente dannoso per il benessere sociale o, nella migliore delle ipotesi, irrilevante (Stigler 1975).

I casi limite sono utili per comprendere la logica di una teoria o di un sistema, ma sono scarsamente interpretativi della realtà quando l'informazione dei contraenti è generalmente asimmetrica, i costi di transazione, compresi quelli per acquisire le informazioni, sono pervasivi, i comportamenti opportunistici sono tutt'altro che rari, le condizioni di concorrenza risultano ben diverse da quelle, perfette, che la teoria ipotizza, la stessa definizione dei diritti di proprietà cambia col mutare della sensibilità verso i principi di uguaglianza e di solidarietà, con effetti sulla "giustizia" o "ingiustizia" degli assetti distributivi. Né l'economia può disinteressarsi della giustizia, un fattore che influisce

fortemente sul comportamento umano (Fehr e Schmidt 1999, Konow 2003). La conseguenza è che nel mondo reale non contano soltanto la volontà contrattuale e il mercato sul quale essa si realizza, ma anche le condizioni in cui sia l'una sia l'altro operano, nonché l'equilibrio politico tra libertà, uguaglianza e solidarietà. È alle istituzioni che spetta di correggere le imperfezioni e di realizzare, secondo regole democratiche, gli equilibri distributivi desiderati. Se si prescinde da questi ultimi, il diritto deve intervenire per ravvicinare il mondo reale a una situazione ideale in cui la posizione informativa dei contraenti è paritaria, il potere di mercato di uno di essi sull'altro è assente, i costi transattivi sono nulli o quasi.

L'intervento dello stato in campo economico attraverso la legislazione e l'applicazione delle norme è stato giustificato con considerazioni che non sono specifiche per un determinato settore; poiché le condizioni informative, competitive e distributive è presumibile che varino tra l'uno e l'altro comparto, nonché nel tempo e nello spazio, è da attendersi che l'intervento dello stato si manifesti, oltre che con provvedimenti generali che investono l'economia orizzontalmente, anche con altri di tipo settoriale, cioè con orientamento verticale. Un filone di ricerca che si sta rapidamente sviluppando¹ riguarda appunto il ruolo delle istituzioni giuridiche nello sviluppo finanziario di un paese; la tesi dell'approccio giuridico alla finanza sostiene che la tradizione storica in materia legale influisce sull'atteggiamento nazionale nei confronti della difesa dei diritti di proprietà, del rigoroso rispetto degli accordi contrattuali e della protezione dell'investitore attraverso leggi specifiche. A loro volta, queste disposizioni determinano aspettative e comportamenti favorevoli all'investimento nelle imprese, un efficace governo societario e il grado di sviluppo del mercato finanziario (La Porta *et al.* 1997, 1998, 2000). Tuttavia, laddove questa tradizione giuridica manchi è solo alla volontà politica che è possibile rifarsi.² Si tratti di eredità della tradizione legale o di presa di coscienza della classe politica, in tutti gli ordinamenti la finanza è oggetto di particolare attenzione da parte dello stato, che si estrinseca in un

¹ Per una rassegna si veda Beck e Levine (2003).

² Per l'Italia la giustificazione per la svolta del 1974, quando venne istituita per la prima volta una vigilanza sulle società quotate e sulla borsa, può farsi risalire soltanto alla volontà politica (si veda Aganin e Volpin 2003). Lo scandalo Sindona, che iniziò nel settembre del 1974, rese più che evidenti le carenze della precedente legislazione italiana.

sistema e in un'attività di vigilanza sul medesimo. Quest'ultima, nel gergo italiano, si compone di due segmenti: la regolamentazione e la supervisione. La prima annovera accanto alla normazione primaria che, negli ordinamenti democratici, è appannaggio del Parlamento, una secondaria, di carattere regolamentare e quindi assegnata al potere esecutivo, di solito affidata negli ultimi tempi a un'agenzia specializzata; la seconda consiste in un'attività di controllo volta ad accertare che la regolamentazione è effettivamente applicata da coloro cui è diretta, a valutare se gli obiettivi delle norme sono conseguiti o conseguibili, a gestire l'uscita di scena degli intermediari che non sono più in grado di stare sul mercato o che hanno violato le norme in maniera tale da non essere più ritenuti affidabili.

Nel § 2 sono succintamente affrontate la specificità della finanza e le sue vulnerabilità, dalle quali quindi dipende la particolare attenzione che lo stato dedica da sempre a questo settore. Nel § 3 sono richiamate le tre modalità principali con le quali si esercita la regolamentazione finanziaria; a quella di tipo strutturale o economica, molto praticata fino agli anni '70 del secolo scorso, si è sempre più sostituita quella prudenziale, volta a salvaguardare la stabilità dell'intermediario e del sistema attraverso soprattutto un'appropriata base di capitale, e si va oggi affiancando quella informativa con riferimento non solo alle conoscenze delle due parti sull'oggetto della contrattazione, ma anche ai conflitti d'interesse di cui il venditore può essere portatore. La caduta di alcune istituzioni bancarie e la preoccupazione di eguagliare le condizioni di concorrenza internazionale ha condotto alla formulazione di uno standard come i coefficienti di capitale che Basilea 2 sta estendendo al di là del rischio di credito e affiancando agli altri pilastri della sorveglianza e della disciplina di mercato (§ 4). La maggiore attenzione è stata riservata negli ultimi tempi alle forme organizzative della vigilanza sul sistema finanziario, esaminate nel § 5, cui seguono le ragioni e in qualche misura anche le esperienze che si stanno compiendo con l'autorità unica sui mercati finanziari (§ 5.1). Si affronta, quindi, la condizione d'indipendenza che permette alle agenzie di conseguire l'obiettivo di stabilità e/o di efficienza a esse assegnato (§ 6), ma che non può essere disgiunta dal processo di rendicontazione (§ 6.1) e dal raggiungimento di un equilibrio politico (§ 6.2). In un'Europa che sta faticosamente progredendo lungo un quasi-federalismo, per potere estrarre tutti i benefici derivanti dall'unificazione del potere monetario e dalla creazione dell'euro, come si sottolinea nel § 7, si pone sempre

più la necessità di procedere speditamente sulla strada dell'unificazione del mercato finanziario, e quindi di avere almeno un coordinamento delle strutture di vigilanza finanziaria degli stati membri, possibilmente raccordate da un'istanza centralizzata al livello dell'Unione. L'efficienza di una vigilanza microeconomica non va valutata riferendosi soltanto alla sicurezza e alla solidità delle singole istituzioni, ma anche alle sue conseguenze sul finanziamento delle imprese (§ 8). La deregolamentazione, la libertà dei movimenti dei capitali, l'innovazione finanziaria e quella tecnologica hanno contribuito a esacerbare gli andamenti ciclici dell'economia reale, il che evidenzia sempre più l'importanza del rischio sistemico (§ 9), porta in primo piano l'instabilità finanziaria (§ 10) e pone il quesito se un'impostazione macroprudenziale della vigilanza non sia la risposta adeguata (§ 11). L'ultimo paragrafo riprende brevemente alcuni aspetti delle precedenti tematiche con riferimento al dibattito italiano sulla riforma degli assetti di vigilanza.

2. Specificità e vulnerabilità della finanza

Sebbene largamente note, vale la pena di sottolineare le ragioni che rendono la finanza un'attività speciale, quindi degna di particolare cura. In primo luogo, non v'è agente economico, produttore, consumatore o pubblica amministrazione che non abbia bisogno di equilibrare i propri flussi di spesa e di reddito nel tempo e, spesso, di aggravare oggi il proprio indebitamento se intende effettuare investimenti che saranno produttivi solo in periodi successivi. Se lo sguardo si allarga alla visione macroeconomica, balzano subito evidenti le principali funzioni che un sistema finanziario svolge nell'esecuzione dei pagamenti, nella raccolta e nell'allocazione dei flussi di risparmio, nel finanziamento degli investimenti e nella ricerca degli equilibri di portafoglio che soddisfano le preferenze intertemporali e la propensione al rischio degli investitori, nel determinare prezzi fondamentali per le decisioni decentralizzate in un'economia di mercato (Merton e Bodie 1995).

Poiché, infine, qualsiasi transazione finanziaria comporta l'instaurazione di un qualche rapporto di debito-credito, quest'ultimo

sottintende tre elementi, il primo conoscitivo relativo alla situazione anche prospettica del debitore, il secondo fiduciario circa i comportamenti del medesimo dopo il ricevimento del prestito e, infine, il terzo temporale circa lo stato del mondo al momento del rimborso. Se quest'ultimo influisce sulla propensione al rischio del creditore, i primi due sono causa rispettivamente di selezione avversa e di azzardo morale, cui si cerca di porre rimedio con la raccolta d'informazioni e col monitoraggio. Essendo operazioni dagli alti costi e dai risultati non necessariamente "robusti", è possibile ridurre i primi e rendere migliori i secondi se le norme legali e contabili sono standardizzate e, spesso, rese cogenti, nonché se si dispone di un'adeguata infrastruttura tecnologica. La leggibilità dei conti e dei comportamenti di un'impresa quale prenditrice di fondi, oggi confluita nella nozione di trasparenza, determina sicuramente la disponibilità e/o il costo del credito e spesso il segmento del mercato cui è possibile rivolgersi: i prenditori più trasparenti sono in grado di ottenere fondi dal mercato dei capitali, quelli dai conti meno chiari devono necessariamente chiedere finanziamenti alle banche. La reputazione che deriva dal puntuale rispetto degli obblighi di servizio del debito diventa un elemento che facilita l'accesso al credito e viceversa.

Se l'informazione è l'elemento che alimenta la fiducia del banchiere-creditore nell'impresa debitrice, non va sottaciuto che la banca è finanziata, a sua volta, da una miriade di piccoli depositanti la cui fiducia non è basata sulla raccolta e sulla valutazione dell'informazione, ma sull'assegnamento, inconsapevole, che si ripone in entità percepite più come istituzioni stabili che come imprese soggette alle leggi del mercato e della responsabilità limitata.³ Poiché i depositi a domanda costituiscono moneta, l'azzardo morale del banchiere può non solo danneggiare i depositanti inconsapevoli, ma è in grado di influire negativamente, se la banca ha notevoli dimensioni e/o innesca una reazione a catena nel ritiro dei depositi, sui consumi e, attraverso il blocco dei crediti, sugli investimenti. Di qui discende l'opportunità di un'assicurazione dei depositi sino a un certo limite, introdotta per la prima volta nell'America del New Deal nel 1933, che però, aggiun-
gen-

³ Su queste tematiche fondamentali si veda Freixas e Rochet (1997). Sui problemi di informazione asimmetrica e sulla risposta delle autorità attraverso la regolazione si veda Freixas e Santomero (2003).

dosi alla responsabilità limitata, potrebbe ancor più esporre il banchiere alle lusinghe dell'azzardo morale.⁴

La stabilità delle banche è anche influenzata dallo sbilancio tra scadenze e liquidità dell'attivo e quelle del passivo. La teoria (ad esempio, Diamond e Dybvig 1983) e la passata esperienza indicano che un subitaneo timore nella solvibilità della banca porta a una corsa dei depositanti al ritiro dei propri fondi, che può contagiare anche altre banche e portare attraverso i rapporti interbancari a una crisi per l'intero sistema. Che il timore d'insolvenza sia giustificato o no è irrilevante; una volta che esso si diffonde induce a presentarsi agli sportelli sia i depositanti inconsapevoli sia quelli che conoscono la vera situazione della banca, ma che temono di non essere pagati se le richieste dei primi ne esauriscono le disponibilità liquide. Sin dall'Ottocento si è sviluppata presso gli istituti di emissione una funzione di prestatore di ultima istanza, per il ricorso alla quale furono elaborate regole ancora citate (Bagehot 1873), mentre quelle oggi raccomandate sono molto meno chiare perché basate sull'"ambiguità costruttiva" (Corrigan 1990). La capacità delle banche di creare liquidità ha un "costo" nello squilibrio che si crea tra le scadenze dell'attivo e quelle del passivo nel loro bilancio. Esso le espone a rischi che l'ordinamento può eliminare se stabilisce di separare la funzione di finanziamento delle imprese e dei privati da quella di gestione dei pagamenti; se non opta per la banca in senso stretto (*narrow banking*), deve prevedere meccanismi di assicurazione contro l'illiquidità.⁵

Sul mercato dei capitali non si pongono i problemi che emergono sul lato del finanziamento delle banche per la presenza di depositanti inconsapevoli. Su di esso operano investitori-prestatore che hanno o almeno dovrebbero avere una capacità d'informarsi media se si tratta di risparmiatori che si affidano al "fai da te" nella gestione del proprio risparmio finanziario, oppure operatori che sono gestori professionali di portafogli, e quindi in grado non solo di raccogliere le informazioni rilevanti dal punto di vista microeconomico come da quello macroeconomico, ma soprattutto di valutarne la veridicità e

⁴ È questa la ragione che induce a respingere una recente proposta che vorrebbe coprire in Italia con un'assicurazione contro l'inadempienza dovuta a frode i portatori di obbligazioni societarie; ove fosse introdotta, gli emittenti di queste ultime dovrebbero essere assoggettati alla stessa vigilanza delle banche, il che contraddice la tendenza a ridurre l'intervento delle autorità di tutela e, soprattutto, a non dare garanzie, implicite o esplicite, alle imprese del settore reale.

⁵ Per una rassegna di queste tematiche, sia consentito il rinvio a Sarcinelli (2001).

l'importanza ai fini delle prospettive di rendimento e di apprezzamento del titolo. Ambedue, tuttavia, anche se in misura diversa, sono soggetti ai rischi derivanti dalla frode dell'emittente, da una rappresentazione non corretta o soltanto disomogenea, anche se non necessariamente maliziosa, di fatti e situazioni. Se l'informazione che arriva ai mercati e ai suoi operatori non è di buona e affidabile qualità, il ricorso al finanziamento attraverso essi tende a inaridirsi e a diventare comunque più caro. Anche in questo caso una regolamentazione efficace che persegua in modo efficiente l'obiettivo di accrescere l'informazione, migliorarne la qualità, standardizzarne il contenuto e le date di pubblicazione, obbligare a rendere noti fatti e circostanze in grado di influire sulla quotazione del titolo e a proibirne l'uso privato aumenta la fiducia degli operatori, riduce i costi di transazione e di finanziamento, migliora l'accesso al mercato.

3. Tipologie di regolamentazione finanziaria

In Italia, sino al 1974 quando venne varata la legge che istituiva la Consob (Commissione nazionale per le società e la borsa), quasi tutta la regolamentazione finanziaria riguardava le aziende di credito e, in minore misura, gli istituti speciali di credito; le prime erano abilitate, sia pure con varie eccezioni riguardanti casse di risparmio e istituti di credito di diritto pubblico, a raccogliere risorse e ad erogare crediti a breve termine, i secondi a finanziarsi con l'emissione di obbligazioni e a concedere crediti a medio e lungo termine. La separazione istituzionale stabilita per evitare lo squilibrio delle scadenze era accompagnata da tutta una serie di vincoli e proibizioni in tema di apertura di nuove banche e di nuovi sportelli, di composizione del portafoglio, di limitazione dei rischi, di modalità di conduzione dell'impresa bancaria e, sia pure per necessità di controllo macroeconomico in determinati periodi, di massimali alla crescita del credito. L'esperienza di altri paesi, al di qua e al di là dell'Atlantico, sia pure con modalità diverse, non fu molto differente; basti solo citare che negli Stati Uniti vigeva la distinzione tra banche commerciali e banche d'investimento introdotta nel 1933, che l'istituzione di filiali al di fuori della propria zona era fortemente limitata dalla legislazione e che vigeva il divieto di corrisponde-

re interessi sui depositi su cui si poteva trarre con assegno. Dalla metà degli anni '70 cominciò un movimento di deregolamentazione che portò, sia pure con velocità diversa, a liberare non solo l'industria finanziaria⁶ ma anche altre, ad esempio il trasporto aereo, dalla pania dei vincoli.

Abbandonando i limiti all'entrata, l'allocazione privilegiata di credito a settori particolari, come quello pubblico, e la determinazione autoritativa di prezzi e condizioni, la vigilanza da economica o strutturale quale era stata dagli anni '30, afferente cioè alla dimensione e alla conformazione del mercato, divenne di tipo prudenziale, cioè con vincoli alla gestione dell'impresa bancaria, soprattutto in termini di coefficienti di capitale. Laddove mancava, come in Italia, si aggiunse una vigilanza volta a migliorare l'informazione per i mercati, a promuovere la trasparenza, a introdurre regole di condotta; quest'ultima è in rapida espansione dappertutto e la sua inosservanza viene sempre più spesso sanzionata pecuniariamente e penalmente. In Europa le leggi bancarie sui servizi d'investimento e sulle assicurazioni vennero riviste per adeguarle all'impostazione delle diverse direttive della CEE in materia finanziaria, cioè alla necessità di promuovere la concorrenza e di livellare il campo da gioco.⁷

La stabilità degli intermediari, che con la vigilanza strutturale veniva perseguita riducendo la concorrenza e favorendo, talvolta, la collusione tra gli intermediari, come accadde in Italia col cartello dei tassi definito dalle autorità d'interesse pubblico (Carli 1962), dovette essere riformulata in termini tali da fare spazio all'efficienza da perseguire attraverso una riduzione dei vincoli, una libera scelta di prodotti, servizi e aree geografiche da parte dell'intermediario, una concorrenza imperniata sull'innovazione finanziaria, organizzativa e tecnologica (Onado 2000). Lo strumento principe per assicurare la stabilità delle banche, ma anche delle assicurazioni nelle nuove condizioni divennero i requisiti di capitale minimo, affinché costituissero una barriera di sicurezza contro i rischi d'insolvenza derivanti da eventi non previsti. Il ricorso a tale strumento venne deciso in un convegno dei supervisori bancari che si tenne nei Paesi Bassi nel 1986 e che si proponeva di uguagliare le condizioni di concorrenza tra banche internazionali (sul tema White 1996); gli studi condotti nell'ambito della BRI portarono a

⁶ Per un approfondimento del tema si veda Kregel (1996).

⁷ Per una visione di queste trasformazioni dall'interno della banca centrale italiana si veda Ciocca (2000).

definire inizialmente le voci ammesse a costituire il capitale e a determinare un coefficiente di capitale minimo dell'8% in rapporto all'attivo ponderato per il rischio. Questa regola è stata di fatto estesa a tutte le banche per autonoma decisione delle autorità di vigilanza dei vari paesi, costituendo così uno standard internazionale non imposto da alcun trattato.⁸ Un secondo caposaldo a difesa della stabilità è l'elaborata normativa per evitare che le partecipazioni attive e passive delle banche si tramutino in canali di finanziamento privilegiato a favore delle proprie controllate e, soprattutto, delle controllanti. Anche per finalità di regolamentazione, la base per la definizione e soprattutto per il controllo dei vincoli imposti resta il sistema informativo contabile. Quest'ultimo sta oggi andando incontro a una grande trasformazione con l'introduzione degli standard contabili internazionali e con la sostituzione del principio del costo storico, sinora dominante, con quello del valore corrente; ove questo non esista si raccomanda il ricorso al valore ritenuto giusto (*fair value*). Queste innovazioni rischiano di indebolire la capacità delle banche di stabilizzare il sistema finanziario (Amato e Furfine 2003; Lowe 2002; Clerc, Drumetz e Jaudoin 2001).

Infine, l'esame e il monitoraggio dell'onorabilità e della capacità professionale degli amministratori prescinde dalla struttura del bilancio, dalla valutazione e dalla copertura dei rischi, nonché dalla dimensione della perdita al verificarsi di determinate circostanze e si affida a valutazioni sulle qualità soggettive di coloro che hanno responsabilità gestionali o di controllo al massimo livello, con l'obiettivo di evitare che persone di dubbia reputazione e/o capacità finiscano al vertice di istituzioni finanziarie e possano estrarre guadagni personali dalla gestione con danno per i fiducianti.

Sebbene in alcuni casi sia piuttosto sottile la linea di demarcazione tra la vigilanza sugli intermediari finanziari, che è di carattere prudenziale, e quella sulle società quotate, sui loro meccanismi di governo e sull'emissione di titoli, quest'ultima non ha come obiettivo la stabilità dell'impresa societaria ma la fornitura al mercato

⁸ Da parte del Comitato di Basilea per la supervisione bancaria presso la BRI sono stati sviluppati i principi basilari per la supervisione bancaria (BCBS 1997). Per gli standard internazionali come regole legalmente non vincolanti (*soft law*) si veda Giovanoli (2000). Sulla *soft law* come strumento per la strategia di cooperazione perseguita dal Foro per la stabilità finanziaria creato dal G7 si veda Giannini (2004, pp. 359-71).

e ai clienti in primo luogo di dati su alcuni costi di transazione (tassi, commissioni, condizioni di riacquisto, ecc.) e delle informazioni e assicurazioni che permettano una corretta valutazione e previsione di andamento per gli strumenti finanziari negoziati. Accanto, però, a un obbligo di rendere note le circostanze obiettive che metterebbero l'emittente di un titolo o il prenditore di credito in una posizione di vantaggio rispetto alla controparte, v'è anche quello di comunicare a quest'ultima le condizioni soggettive che comportino un conflitto d'interessi, attuale o potenziale, ad esempio tra intermediario e cliente o tra amministratore e società; con l'affermarsi della banca universale la tematica dei conflitti d'interesse ha avuto tendenza ad ampliarsi (Crockett *et al.* 2004).

Quindi, per ridurre l'asimmetria informativa tra una società emittente e i compratori o portatori dei suoi titoli, la regolamentazione spesso impone che la revisione contabile sia fatta in modo indipendente da specialisti esterni e che la qualità/rischiosità dei titoli emessi dalla società sia possibilmente accertata e monitorata da esperti nella valutazione. Perché la tutela della propria reputazione spinga i due agenti esterni a difendere le ragioni del mercato piuttosto che quelle della società revisionata e valutata, è necessario eliminare ogni conflitto d'interesse che per i revisori contabili si materializza quando a essi è permesso di svolgere anche attività di consulenza, aumentando la "distanza di braccio" tra il *management* della società da un lato e i revisori e i valutatori dall'altro, ad esempio durante il processo di selezione di questi ultimi. Se e quando questi accorgimenti si rivelano insufficienti può essere necessario ricorrere a forme più incisive di vigilanza pubblica sulle società di revisione e di valutazione.

4. Evoluzione della regolazione orientata alla stabilità

Negli anni '70 e '80 si ebbero tre sviluppi particolarmente importanti per la regolazione bancaria. In primo luogo, vi fu una deregolamentazione, di fatto o di diritto, dei tassi d'interesse e soprattutto si affidò nuovamente al mercato, con l'abbandono del regime di Bretton Woods, la determinazione dei tassi di cambio, sia pure con possibilità d'intervento di tempo in tempo (*dirty floating*). Gli shock petroliferi s'incaricarono di accentuare i movimenti inflazionistici e al mercato

venne richiesto di svolgere la funzione ri-allocaiva in modo da riflettere le nuove scarsità e i nuovi prezzi relativi in un mercato sempre più ampio e più concorrenziale. La domanda di copertura contro i rischi di cambio, d'interesse e di mercato si acuì, sicché le banche da gestori del sistema dei pagamenti e da collettori e distributori di risorse finanziarie tra unità e settori in avanzo e in disavanzo divennero sempre più intermediari dedicati al trasferimento nel tempo e nello spazio dei rischi verso i soggetti meglio in grado, o soltanto più disposti, a sopportarli. Questa funzione si è espansa col crescere della complessità degli strumenti. Secondariamente, le segmentazioni che dagli anni '30 avevano ingabbiato le banche e gli altri intermediari finanziari in categorie e spazi operativi giuridicamente protetti cominciarono a crollare, il che fu favorito anche dagli sviluppi della tecnologia dell'informazione e della comunicazione,⁹ che rese fruibili servizi con scarso contenuto tecnico su un ampio territorio e a costi minimi. Infine, la globalizzazione dei mercati portò le banche a competere sempre di più nell'arena internazionale.

Quest'ultimo fattore, insieme con la caduta di istituzioni bancarie come la Herstatt Bankhaus, la Franklin National Bank, il Banco Ambrosiano per citarne solo alcune, spinse a considerare la regolamentazione del capitale delle banche come fattore da un lato in grado di falsare la concorrenza internazionale, dall'altro come un ammortizzatore di perdite in un contesto sempre più competitivo (Santos 2001). L'annuncio dell'accordo intervenuto tra la Bank of England e le autorità di vigilanza americane per l'introduzione di coefficienti di capitale spinsero gli altri partecipanti alle riunioni di Basilea a concordare nel 1988 la definizione di ciò che poteva costituire capitale, la ponderazione dei crediti sulla base di quattro categorie di rischio, la fissazione di un rapporto minimo tra capitale e crediti ponderati. Nonostante l'inclusione di voci sotto la linea tra quelle da coprire attraverso un fattore di conversione e quella del rischio di mercato connesso all'esposizione sul fronte dei prodotti derivati, che generano un rischio di posizione, era il rischio di credito o di controparte quello per lo più preso in considerazione. Essendo prevalso l'obiettivo di isolare le banche dalle perdite determinate dal nuovo clima di competizione sul mercato interno, i coefficienti vennero applicati dalle autorità a tutte le

⁹ Per l'Italia si veda con profitto Di Giorgio e Di Noia (2001).

banche e la disciplina si diffuse dappertutto per spontanea adesione, senza bisogno di un formale accordo, di un trattato internazionale.

L'aver trascurato i rischi d'interesse e di mercato e l'aver individuato solo quattro categorie per il rischio di credito portò le banche a ridurre l'onere della nuova regolamentazione scegliendo le operazioni creditizie più rischiose all'interno di ciascuna categoria (Jones 2000), le spinse ad assumere in misura maggiore rischi di credito e di mercato e a liberare quote di capitale attraverso la cartolarizzazione di crediti che, se effettuata su quelli di migliore qualità, determina un peggioramento della rischiosità dell'attivo; viceversa, se riguarda crediti incagliati o in sofferenza, attualizza le perdite insite nel portafoglio e ne migliora la qualità.

Il Comitato di Basilea si è rimesso all'opera e ha prodotto una proposta molto articolata, che soltanto l'11 maggio 2004, dopo cinque anni di lavoro e di negoziati, è stata definitivamente approvata; essa è basata su tre pilastri (BCBS 1999a e 1999b). Il primo è quello della regolazione ancorata principalmente a coefficienti di capitale in grado di riflettere in modo molto più fine e accurato i rischi insiti nei crediti attraverso l'approccio standard o quello basato sulle valutazioni interne (*internal rating*) e nel portafoglio di negoziazione (cambi, merci, obbligazioni, azioni, derivati), anche in questo caso con un metodo standard o con uno interno basato sul valore a rischio (VaR). Inoltre, è necessario avere un capitale proporzionale al rischio d'interesse nelle attività non destinate alla negoziazione (*banking book*) e al rischio operativo che comprende quelli di transazione, di controllo, di caduta dei sistemi elaborativi, di disastro naturale, ecc. Il secondo si affida a sane procedure interne per valutare i rischi e calcolare gli ammontari di capitale, e spinge le banche attraverso appropriati incentivi a sviluppare un proprio modello per la valutazione del rischio. La funzione di supervisione della vigilanza, che a sua volta abbisogna di incentivi (ad esempio, Kane 2002) per evitare di essere troppo tollerante, diventa di secondo grado e mira ad accertare se quella predisposta dall'azienda è in grado di misurare correttamente la rischiosità e provocarne la correzione se diventa eccessiva. Il terzo, infine, è quello di sollecitare il continuo esame del mercato attraverso maggiori obblighi sul rilascio di informazioni per le banche; condizione necessaria perché la disciplina di mercato operi attraverso i suoi premi e le sue punizioni è che la banca abbia azioni, titoli subordinati o altri debiti quotati, che il mercato abbia un alto grado di efficienza e che la presenza di una rete di

sicurezza, ad esempio per le banche che sono troppo grandi per essere lasciate fallire, non tolga significatività ai messaggi di mercato.¹⁰

Al di là delle difficoltà di applicazione di una disciplina complessa e delle spinte a eludere, traslare e minimizzare l'imposta sul capitale derivante dalla nuova regolamentazione, essa è stata oggetto di forti critiche perché in grado di amplificare la prociclicità (Blum e Hellwig 1995), il che è stato empiricamente dimostrato, in particolare nelle economie in via di sviluppo (Chiuri, Ferri e Majnoni 2002; Ferri e Kang 1999); anche da parte di chi è favorevole ai nuovi coefficienti di Basilea si ammette il loro carattere prociclico, ma si sostiene che viene neutralizzato dal complesso della nuova disciplina, sicché diventa rilevante la critica di Lucas (Borio 2003).¹¹ Né è da sottovalutare il rischio che la stessa politica monetaria possa diventare meno efficace nella parte bassa del ciclo se le banche sono fortemente a corto di capitale (Chami e Cosimano 2001). Infatti, l'“acceleratore finanziario” trasmette alla banca uno shock negativo che colpisce i suoi debitori e la reazione di quest'ultima attraverso i vincoli sul capitale aggrava gli effetti prociclici. Infine, almeno in Italia v'è il timore che un sistema di apprezzamento del rischio basato su valutazioni interne possa danneggiare le piccole imprese,¹² per le quali il merito di credito è più il risultato di relazioni di lungo periodo e/o di giudizi ambientali che di procedure strutturate.

Ai tre pilastri di Basilea, tutt'altro che nitidi nelle loro interrelazioni e con effetti necessariamente differenziati in funzione della situazione della singola banca e del grado di sviluppo del sistema finanziario di cui è parte, se ne vorrebbe aggiungere (Chami, Khan e Sharma 2003) un quarto: la disciplina politica necessaria per mantenere in piedi gli altri tre! Ciò richiama l'importanza di temi quali l'indipendenza (§ 6) e il processo di rendicontazione (§ 6.1) per le agenzie di vigilanza.

¹⁰ Per un esame in corso d'opera della revisione dell'accordo di Basilea e per i suoi riflessi sulla gestione dei rischi bancari nei gruppi creditizi si veda Masera (2001); per una sintetica visione, invece, dall'interno della banca centrale italiana si veda Desario (2003).

¹¹ Poiché i comportamenti mutano al variare del regime, ne segue che diventano inapplicabili le conclusioni raggiunte in precedenza se il ricorso a nuovi strumenti di politica economica hanno mutato i parametri strutturali del modello.

¹² In senso favorevole all'ultima proposta normativa di Basilea, accettata in giugno anche dalla BCE, si veda Fabi, Laviola e Marullo Reedtz (2004).

5. Modelli organizzativi di vigilanza finanziaria

Storicamente il modello che per primo è apparso all'orizzonte è quello istituzionale o sezionale. Nel periodo in cui la regolamentazione era di tipo strutturale, tra gli anni '30 e gli anni '70-80, con barriere legali all'ingresso e una disciplina in genere prescrittiva delle operazioni che si potevano compiere, era più che naturale che tutta l'attività di vigilanza fosse organizzata in funzione del segmento di mercato finanziario soggetto alla specifica regolamentazione. Ciò implicava che tutte le attività e tutti gli eventi relativi alla nascita, alla vita e anche alla scomparsa dal mercato di un'istituzione finanziaria, come più frequentemente veniva designato in passato un intermediario, ricadevano sotto la responsabilità di un'unica agenzia di vigilanza, almeno negli stati unitari. Al di là di peculiarità di questo o quell'ordinamento, un modello sezionale annoverava un'autorità o agenzia per ciascuno dei settori bancario, finanziario inclusivo dei fondi comuni d'investimento, assicurativo. Se la specializzazione, legalmente protetta, era il principio informatore del sistema, quest'ultimo si estendeva naturalmente alla vigilanza, che risultava anche efficiente nel senso che eliminava ogni possibile duplicazione di controlli e ogni possibile conflitto tra autorità diverse. Il rovescio della medaglia era la più facile cattura del regolatore da parte dei regolati, soprattutto se la preoccupazione per la stabilità delle singole unità rendeva il primo un tutore troppo protettivo dei secondi.

Allorché la liberalizzazione ha reso i confini tra un tipo di strumento finanziario e l'altro meno rigidi e l'innovazione finanziaria si è incaricata di creare prodotti sempre più compositi e sofisticati e conseguentemente di sviluppare nuovi mercati, la linearità del vecchio ordinamento sezionale è apparsa non solo obsoleta, ma addirittura fonte di incertezza e di possibile arbitraggio regolamentare nei limiti in cui un intermediario può manovrare per scegliersi l'agenzia di vigilanza a lui più favorevole; il vecchio assetto del pubblico controllo è divenuto destabilizzante nel nuovo ambiente.¹³

La ricerca di una struttura di vigilanza più consona alle mutate condizioni è spesso partita da un'analisi degli obiettivi che l'ordina-

¹³ Per un'analisi molto sintetica del superamento del sistema sezionale del credito in Italia si veda Ministero del Tesoro (1991).

mento desidera raggiungere attraverso la vigilanza sul sistema finanziario. In primo luogo, v'è quello della stabilità del potere d'acquisto della moneta e della struttura finanziaria nella sua dimensione macroeconomica da perseguire con gli strumenti della politica monetaria; una seconda finalità riguarda la stabilità microeconomica di intermediari ritenuti strategici per il sistema dei pagamenti e per la gestione del risparmio previdenziale che deve fare assegnamento sulla regolamentazione prudenziale; un terzo obiettivo concerne la trasparenza, l'informazione e i conflitti d'interesse degli emittenti e degli intermediari da realizzare attraverso obblighi di comunicazione, divieti di estrarre benefici privati, prescrizione di regole di condotta; infine, se il mercato deve diventare e rimanere concorrenziale, si richiede che siano vietati i cartelli, contrastate le posizioni dominanti, sottoposte a scrutinio preventivo le fusioni e le incorporazioni, problema che non è specifico del settore finanziario ma del sistema capitalistico in generale. L'approccio trasversale proprio di quest'analisi finisce col negare ogni specificità ai vari tipi di intermediari, che invece il regime di segmentazione esaltava, e ad assoggettare continuamente una banca, un intermediario finanziario non bancario o una compagnia assicurativa a due autorità, quella incaricata di vegliare sulla stabilità microeconomica e quella preposta alla trasparenza e alle regole di condotta. Quella deputata alla difesa della concorrenza interviene soltanto quando quest'ultima è insufficiente o viene compromessa dalle intese o dai comportamenti degli agenti economici. Infine, la banca centrale in quanto titolare della politica monetaria, indipendentemente dall'obiettivo che è tenuta a perseguire, si rivolge all'intero sistema, anche se la sua azione non può prescindere dal mercato monetario e dalle banche come fornitrici di credito e depositarie di moneta. Tra gli inconvenienti di questo approccio v'è la possibile moltiplicazione dei controlli e dei conseguenti costi, tra i vantaggi quello di non dovere seguire l'evoluzione di un intermediario o di un mercato, ma di individuare le fattispecie rilevanti per l'obiettivo perseguito.¹⁴

L'approccio trasversale che prescinde dall'intermediario potrebbe essere esteso ulteriormente se, in ossequio alla teoria funzionale della finanza, si ritiene che le funzioni basilari da essa svolte sono invariabili nel tempo, mentre gli intermediari che di tempo in tempo le svolgono

¹⁴ In generale sulla vigilanza per obiettivi si vedano Onado (2000), Di Giorgio e Di Noia (2000).

possono essere diversi; ad esempio, la gestione dei pagamenti e la connessa estensione di credito, tradizionalmente appannaggio delle banche, si è allargata in alcuni ordinamenti, ad esempio nel Regno Unito, ai supermercati. Tuttavia, rispetto all'approccio per obiettivi la proliferazione delle autorità di vigilanza sarebbe molto maggiore, le sovrapposizioni e i conflitti più probabili, i costi necessariamente più alti. Inoltre, la sua attuazione sarebbe abbastanza lineare se tutta la vigilanza fosse diretta ad assicurare trasparenza, informazione e uniformità di condotta; laddove è richiesta una vigilanza prudenziale orientata alla stabilità microeconomica, questa non è logicamente applicabile a una funzione, ma soltanto a un intermediario. Inoltre, nella vigilanza prudenziale prevalgono i costi operativo-istituzionali, mentre in quella incentrata su trasparenza e regole di condotta dominano i costi di transazione e di reperimento delle informazioni.

Negli anni più recenti il modello che è stato adottato da un crescente numero di paesi, anche dell'Unione Europea, è quello del regolatore unico. Era questa una soluzione cui si fece ricorso in alcuni ordinamenti quando il sistema finanziario era nella sua infanzia e che portò a concentrare funzioni di vigilanza in un ministero o nella banca centrale. Il suo rientro sulla scena si ebbe in Scandinavia in seguito a crisi bancarie che portarono a riorganizzare il sistema dei controlli in Danimarca, Norvegia e Svezia, ma che trovò pur sempre giustificazione nella ridotta dimensione di quei sistemi finanziari (Taylor e Fleming 1999). La sua caratteristica è quella di riportare sotto uno stesso ombrello gli obiettivi di stabilità microeconomica e di trasparenza informativa e operativa, senza distinzione tra mercati e intermediari, tra segmento bancario, finanziario o assicurativo. L'innovazione, giustificata con l'emergere di conglomerati finanziari complessi e di difficile controllo per le autorità, sembra rispondere anche a una logica di maggiore coerenza nelle azioni di vigilanza, di riduzione dei costi per la medesima, compresi quelli di coordinamento tra una pluralità di agenzie, e di snellimento del processo di rendicontazione al Parlamento. Tra i difetti v'è la perdita del gioco dei pesi e contrappesi tra una pluralità di agenzie, tra i rischi quelli di contaminazione attraverso l'estensione della vigilanza prudenziale di tipo microeconomico anche a intermediari per i quali è più appropriata la sola trasparenza informativa e operativa, soprattutto laddove il segmento bancario è fortemente rappresentato nel sistema. La popolarità di questo modello e la sua rapida diffusione ne giustificano un approfondimento.

5.1. *Vigilanza unificata*

Alla fine del 2002 non meno di 42 paesi avevano adottato un modello unificato di vigilanza, o concentrando tutti i poteri di regolazione-supervisione relativi all'intero sistema finanziario in una sola agenzia (modello completo), o almeno quelli relativi a due dei tradizionali settori: bancario, finanziario, assicurativo. La grande spinta è venuta dal processo di consolidamento delle responsabilità di vigilanza da parte del Regno Unito annunciato nel 1997 e che ha fatto proseliti, in Europa, del calibro della Germania; agli inizi del 2003 non meno di altri sette paesi stavano considerando di adottare il regolatore unico, nella versione completa o in quella parziale.

Le ragioni che militano a favore del nuovo modello e i problemi che esso genera possono essere accertati solo analizzando le esperienze. Un'indagine condotta attraverso un questionario in un gruppo di 15 paesi, sviluppati e in via di sviluppo, che hanno deciso di fondere tutte o alcune delle loro agenzie di vigilanza (de Luna Martinez e Rose 2003) ha fornito alcuni interessanti risultati. In primo luogo, la necessità di vigilare in modo coerente ed efficace sui conglomerati finanziari, nonché quella di trarre beneficio dalle economie di scala e di scopo nell'azione di regolazione-supervisione sembrano avere indotto la maggior parte dei paesi partecipanti all'indagine ad accettare un modello integrato. In verità, nell'indagine il volume di attività che risulta svolto dai conglomerati finanziari sembra francamente eccessivo, il che dipende dal tipo di definizione; se i conglomerati rilevanti sono veramente quelli complessi che richiedono per la loro vigilanza l'individuazione di un supervisore principale, probabilmente la loro quota di mercato diminuisce considerevolmente e di altrettanto si riduce la giustificazione per la vigilanza unificata. Quanto alle economie di scala e di scopo, queste ultime si sono spesso rivelate di difficile dimostrazione nell'ambito finanziario.

Un'attenta analisi dei poteri di regolazione e di supervisione delle agenzie unificate di vigilanza – secondo risultato di rilievo – dimostra che v'è una notevole eterogeneità all'interno del gruppo; non solo alcuni paesi partecipanti all'indagine hanno adottato il modello parziale, ma anche quelli che hanno unificato tutte le responsabilità in un'unica agenzia in alcuni casi le hanno affidato vasti poteri, in altri questi ultimi sono piuttosto limitati e vi concorrono in certe materie il ministero delle finanze o la banca centrale. La forza, il ruolo e l'im-

magine dell'agenzia unica, perciò, ne risultano molto differenziati. Un terzo aspetto emerso dall'indagine è che soltanto pochi paesi sono stati in grado di disegnare un'unica intelaiatura per rendere coerenti i precedenti e segmentati approcci in tema di regolazione e supervisione, per rendere queste ultime veramente integrate; nella maggior parte dei casi l'opera di armonizzazione intersettoriale resta limitata e non favorita dall'approccio tradizionale cui è ancora informata l'opera di standardizzazione perseguita a livello europeo e internazionale. Ci vorrà quindi del tempo perché uno dei principali vantaggi della vigilanza unificata possa essere conseguito; se per caso gli sforzi di armonizzazione intersettoriale si rivelassero improduttivi o troppo costosi, l'unificazione della vigilanza si risolverebbe soltanto in un fatto formale, con problemi di coordinamento interno non molto diversi da quelli che s'incontrano quando coesistono più agenzie. Abbastanza scontato è il quarto risultato dell'indagine: sembra esservi maggiore integrazione e coerenza nella regolazione e supervisione delle banche e degli intermediari finanziari (*securities houses*) piuttosto che tra banche e assicurazioni; queste ultime, sino a epoca recente, non erano sottoposte al controllo delle autorità finanziarie, ma al ministero dell'industria in Francia e in Italia. Infine, la maggior parte dei paesi che hanno scelto il modello unificato di vigilanza hanno incontrato notevoli problemi nell'istituire e rendere operativa la corrispondente agenzia. Si sono avute una fuoriuscita di personale, difficoltà di ordine legale, scarsa focalizzazione del vero mandato della nuova agenzia, sovrapposizione, al suo interno, della cultura e dei metodi dell'apparato di maggiore dimensione e tradizione, di solito quello bancario, sulle altre componenti.

Concludendo, la vigilanza integrata costituisce un fenomeno recente la cui efficienza ed efficacia deve ancora essere provata. Chi si accinge a considerarla non può prescindere dalla dimensione, dalla struttura e dal grado di sviluppo del proprio sistema finanziario; soprattutto, non si può dare per scontato che la nuova forma di organizzazione risolva di per sé la sfida posta dai conglomerati finanziari, dall'arbitraggio regolamentare e dal coordinamento; solo la standardizzazione e l'armonizzazione dei criteri di vigilanza tra settori permettono di affrontarle con successo e possono giustificare gli sforzi per un'agenzia unica. Restano, però, i timori per una contaminazione tra la vigilanza orientata alla stabilità microeconomica e quella volta ad assicurare la trasparenza informativa e operativa, nonché i dubbi sulla rilevanza dei conglomerati: nei settori industriali si è rivelata una moda

transitoria, in quello finanziario non necessariamente farà venire alla luce soggetti di una complessità tale da non riuscire *a priori* a classificarli sulla base dell'attività prevalente.

6. Indipendenza della vigilanza e stabilità finanziaria

Che le agenzie di vigilanza bancaria debbano possedere “un’indipendenza operativa e adeguate risorse” è chiaramente indicato nel primo dei 25 principi base per un’efficace supervisione bancaria elaborati dalla BRI e riconosciuti come uno standard internazionale (BCBS 1997). Negli anni '90, tutte le crisi sistemiche del settore finanziario sembrano avere avuto come concausa la mancanza di indipendenza delle autorità di vigilanza dalla politica, come ad esempio in quella venezuelana (De Krivoy 2000), in quella del Sud-Est Asiatico (Lindgren *et al.* 1999) e in quella non ancora del tutto risolta del Giappone (Hartcher 1998). L’interferenza politica di solito si manifesta con un atteggiamento eccessivamente tollerante delle agenzie di vigilanza verso i destinatari della sua azione.

Dal punto di vista istituzionale la separazione tra banca centrale e vigilanza è diventata più frequente ed è di solito postulata sulla necessità di evitare conflitti d’interesse, che si avrebbero nel caso in cui la leva monetaria fosse usata per porre rimedio a errori nella supervisione, oppure danni alla reputazione della banca centrale nel caso di fallimento di una o più banche. Il trasferimento di responsabilità di vigilanza dalla banca centrale, cui da tempo è riconosciuta in diritto o in fatto una condizione di indipendenza, ad altra agenzia ha posto il problema se attribuire anche a quest’ultima il medesimo *status*. Infatti, la stabilità finanziaria in senso microeconomico è un bene pubblico non meno importante di quella monetaria, sicché non v’è ragione perché le garanzie poste a tutela di quest’ultima non vengano estese anche alla seconda. Anzi, anche quando sono assegnate a due agenzie diverse, solo l’interazione tra un’accorta politica monetaria e una prudente gestione della vigilanza può assicurare la stabilità finanziaria in senso macroeconomico. Le giustificazioni portate per sottrarre la politica monetaria all’influenza politica (Alesina e Summers 1993) valgono anche per isolare dalla medesima la vigilanza.

Ovviamente, all'indipendenza dall'influenza politica si deve accompagnare una sufficiente "distanza di braccio" dell'agenzia di vigilanza dall'industria a essa soggetta per evitare di diventarne preda (Stigler 1971). Infatti, si sostiene che le burocrazie sono sensibili alle istanze dei gruppi di pressione meglio organizzati, piuttosto che alle direttive politiche o al pubblico interesse; tuttavia, l'indipendenza nei confronti dei vigilati non solo deve esservi nei fatti, ma deve essere percepita anche dalla pubblica opinione.¹⁵

Lo scarso entusiasmo che spesso si registra per concedere alle agenzie di supervisione la stessa indipendenza riconosciuta alle banche centrali con legge o con trattato internazionale come per la BCE deriva dal timore che si dia vita a un altro "agente" che non risponde ad alcun "principale", che in quanto autoreferenziale finisca col perseguire una propria agenda (Kane 1990) e che, se sufficientemente avverso al rischio, imponga un'iper-regolamentazione benefica solo per la sua immagine e costosa per tutti gli altri. Il governo democratico di un paese basato sulla separazione dei poteri e sulla responsabilità ultima degli eletti verso il popolo sembra soffrire un *vulnus* se si dà troppo spazio ad agenzie indipendenti. Se e in che misura queste ultime siano venute a costituire un quarto potere senza i pesi e i contrappesi degli altri tre è argomento per la scienza politica e per il diritto costituzionale; dal punto di vista economico è rilevante l'esistenza di un processo di rendicontazione che renda circolare il rapporto agente-principale.

Prima di affrontare questo punto di grande rilevanza, è bene definire le quattro dimensioni dell'indipendenza. Posto che essa non può mai riguardare la definizione dei fini ma solo l'uso degli strumenti per il loro raggiungimento (Fischer 1995), ne segue che l'indipendenza nella regolamentazione riguarda i margini di manovra che la legge permette di utilizzare per rispondere prontamente ai mutamenti delle situazioni e nelle prassi di mercato, ai rischi d'instabilità, alle sfide poste dai processi d'internazionalizzazione; quella della supervisione si esercita nelle aree relative all'autorizzazione all'esercizio, ai controlli periodici sul bilancio e sull'attività operativa, alle sanzioni e alla gestione delle crisi aziendali, sempre nell'ambito dei limiti posti dalla legge e con le garanzie giurisdizionali previste per tutti gli atti di una

¹⁵ Proprio l'emergere di un fatto spiacevole, come l'accettazione da parte del Presidente della Bundesbank, Welteke, di un'ospitalità offerta da una banca vigilata e spintasi ben oltre quella imposta da norme di cortesia, ha indotto il governo tedesco a insistere e ottenere che il Presidente della banca centrale rassegnasse le dimissioni.

pubblica agenzia; l'indipendenza istituzionale è quella che oggi suscita dibattiti accesi in Italia, poiché concerne la nomina ed eventualmente, in casi ben specificati dalla legge, la revoca dei responsabili di un'agenzia di vigilanza, la struttura collegiale invece che monocratica del suo organo di vertice, la chiarezza e la trasparenza del processo decisionale; infine, fondamentale è anche l'indipendenza della vigilanza nella determinazione, oltre che nella gestione, del proprio bilancio, poiché la scarsità di risorse è spesso alla base di alcuni fallimenti dell'attività di vigilanza.

La preservazione dell'integrità della funzione di vigilanza dipende in molti casi dalla cultura politica di un paese; se i processi politici hanno una buona trasparenza, si fondano su pesi e contrappesi e ritengono gli equilibri istituzionali sempre migliorabili, ma fondamentalmente corretti, l'indipendenza delle agenzie non trova particolari oppositori, soprattutto se i media svolgono pienamente la loro funzione d'informazione. Se da un lato le agenzie di vigilanza hanno l'obbligo del segreto d'ufficio, e più in generale quello della riservatezza su singole fattispecie, dall'altro non possono non rendere conto della propria attività, dell'uso fatto dei poteri a esse assegnati, delle ragioni che le hanno indotte eventualmente a non intervenire (Goodhart 2001).

6.1. *Processo di rendicontazione*

Tra gli studiosi di questo tema vi sono coloro che vedono una sorta di contrapposizione tra indipendenza e obbligo di rendere conto del modo in cui si sono esercitati poteri pubblici, sicché se l'agenzia è parte della pubblica amministrazione non può essere indipendente, se è indipendente si ha un potere quasi "assoluto" nell'ambito di competenza, il che non è ammissibile in un ordinamento democratico (Epstein e O'Halloran 1999).¹⁶

¹⁶ Questo dilemma sembra essere alla base del recente contrasto tra il Ministro del tesoro e il Governatore della Banca d'Italia dove antiche regolamentazioni non sono state per lungo tempo riviste, nonostante le trasformazioni dell'economia e dello stato: la prima si è evoluta verso assetti sempre più privatistici, il secondo è orientato in misura crescente a stabilire le regole del gioco, abbandonando il modello fortemente interventista del passato. Prendendo spunto da recenti scandali finanziari il Parlamento ha affrontato questa materia (si veda § 12), più con un occhio alla distribuzione del potere che all'efficacia del suo esercizio.

All'indipendenza delle agenzie di vigilanza e al processo di rendicontazione è necessario guardare come a fenomeni complementari e altamente correlati; più forte la prima, maggiore l'incisività richiesta al secondo (Quintyn e Taylor 2002). Il problema non è di facile soluzione poiché illustrare come sono state svolte le funzioni assegnate non deve offrire il destro per interferire con le operazioni che l'agenzia ha condotto, e soprattutto con quelle che ha in corso. Poiché un'agenzia, indipendente solo nell'uso degli strumenti e mai nella determinazione dei fini, non può comportarsi come un despota che pone la propria volontà quale unico fondamento dell'azione, l'interazione tra le autorità politiche e le agenzie indipendenti si manifesta in un "dialogo politico" che rientra nella teoria dei rapporti tra agente e principale e soprattutto in quella del nuovo istituzionalismo. Come dimostra la storia delle banche centrali, in particolare di quelle che hanno al vertice un consiglio di governatori, le intenzioni e le opinioni del ceto politico sono ben presenti all'interno di quest'ultimo e sono tenute in conto, nonostante ogni contraria affermazione, purché non contrastino con il mandato che la legge ha a esse assegnato.

Avere meccanismi per assicurare la rendicontazione è, forse, più importante per le agenzie di vigilanza finanziaria che per le banche centrali, poiché le prime hanno poteri che influiscono pesantemente sui risultati economici degli intermediari finanziari e anche sul benessere del consumatore (Goodhart 1998, p. 68). La citata necessità di preservare la confidenzialità rende non solo difficile l'equilibrio con l'obbligo a rendere conto ma anche con la trasparenza (Goodhart 2001). A questo riguardo solo una combinazione di strumenti può cercare di dare un risultato accettabile; tra questi v'è l'occhio del potere legislativo e talvolta anche di quello esecutivo, procedure formalizzate e vincolate, discussione da parte dei media, possibilità di appello degli interessati all'autorità giudiziaria (Majone 1993). La difficoltà del compito induce alcuni autori (Quintyn e Taylor 2002) a fare assegnamento sulle quattro dimensioni dell'indipendenza, di cui al precedente paragrafo, e su nove criteri per il processo di rendicontazione (base legale; obiettivi; relazione col potere esecutivo; nomina, rinnovo, revoca; meccanismi di sospensione delle regole in casi veramente eccezionali; relazioni col Parlamento; relazioni col potere giudiziario; rendicontazione dell'uso delle risorse di bilancio; soprattutto trasparenza tale da permettere alle agenzie di vigilanza di essere e di venire percepite come *super partes*).

6.2. Nuovo equilibrio nel Regno Unito

Tra gli ordinamenti che si ritiene realizzino meglio questo equilibrio tra indipendenza e obbligo di rendere conto vi sono, insieme con altri, quelli degli Stati Uniti e del Regno Unito. La *Financial Services Authority* ha assorbito tutte le precedenti responsabilità di vigilanza della Bank of England, del Board of Trade, delle innumerevoli *selfregulating authorities*, con effetto dal 1° dicembre 2001. La più celebrata delle banche centrali venne privata delle responsabilità sul sistema bancario per effetto dello scandalo della BCCI, che era rimasta non vigilata in un limbo tra Lussemburgo e Regno Unito per la complessa struttura societaria e sul presupposto che fosse l'altra autorità tenuta a farlo, e del fallimento di una banca storica, la Barings, già depositaria della casa reale e già salvata un'altra volta alla fine dell'Ottocento. Speculazioni rivelatesi sbagliate sulla borsa di Tokyo e finanziate, quanto ai margini da pagare, con altre operazioni sui derivati, non note al Consiglio di amministrazione, contribuirono ad aumentare il rischio globale della banca. Dopo il crack, questa venne venduta al Gruppo ING per £ 1...¹⁷

La legge in vigore nel Regno Unito indica quattro obiettivi per la *Financial Services Authority*: mantenere fiducia nel mercato; promuovere la consapevolezza del pubblico, presumibilmente con riferimento al rischio; proteggere il consumatore; ridurre il tasso di criminalità finanziaria. Non v'è alcuna menzione del rischio sistemico, anche se il suo primo presidente, Howard Davis, già vice governatore della Bank of England, dichiarò che esso era implicito negli altri quattro. Tutti gli obiettivi esplicitati sono da perseguire simultaneamente e in maniera complementare; avendo a suo tempo il governo rifiutato ogni indicazione di priorità, si è finito con l'avallare un approccio basato sull'analisi costi-benefici e una gestione basata sugli accettati principi di governo societario, in quanto ragionevolmente applicabili all'agenzia. Tuttavia, il processo di rendicontazione resta fondamentale nell'equilibrio istituzionale; un giurista finisce col dare rilievo ai rapporti tra le tre branche del governo e l'agenzia, ai pesi e ai contrappesi tra quest'ultima e le tre funzioni costituzionali, un economista dà importanza alla diffusione dell'informazione al mercato che permette alla trasparenza

¹⁷ Oggi, la società di revisione, a suo tempo nominata curatrice del fallimento della BCCI, ha chiamato in giudizio la Bank of England affinché risponda dei danni creati ai depositanti dalla sua *misfeasance*, cioè da un esercizio contrario alla legge di un potere che quest'ultima le aveva conferito...

di agire attraverso la concorrenza (Lastra 2001). Ambedue queste dimensioni si rivelano essenziali, anche se nei diversi ordinamenti possono avere pesi differenti.

7. Ambito spaziale della vigilanza

Tra il mercato finanziario o un suo segmento e la corrispondente vigilanza esiste una relazione biunivoca: più ampia la dimensione del primo, più estesa la capacità di azione della seconda e viceversa. Ne segue che se il mercato tende ad ampliarsi dal punto di vista spaziale e, almeno per alcuni prodotti, a diventare mondiale grazie alla tecnologia dell'informazione e della comunicazione, anche la vigilanza è spinta a varcare confini e mutuare modelli attraverso trattati, accordi, standard comuni. Anzi, nei limiti in cui la crescita spaziale di un mercato non conduce a una parallela espansione della vigilanza, quest'ultima finisce con l'essere un fattore di segmentazione che frena l'ulteriore allargamento del primo o, peggio, determina distorsioni al suo interno.

L'obiettivo di raggiungere in Europa una dimensione federale, sia pure in modo progressivo, ha avuto dall'unificazione monetaria e dalla nascita dell'euro un impulso considerevole e ha reso consapevoli che i loro benefici potranno essere colti pienamente, soprattutto quando l'area fosse colpita da shock asimmetrici, dalla creazione di un mercato finanziario unico; esso darebbe all'Europa anche possibilità di effettiva competizione col dollaro americano e col suo ben sviluppato e organizzato mercato finanziario. Il superamento delle segmentazioni nazionali all'interno dell'Unione Europea è stato incentrato su tre fattori principali: armonizzazione minima, mutuo riconoscimento e controllo da parte del paese dove l'intermediario ha la sede principale. Con questa strategia si è inteso promuovere una concorrenza tra i diversi modelli di regolamentazione e di supervisione, nella convinzione che ciascun ordinamento punti a massimizzare i benefici rispetto ai costi della vigilanza, ad attirare quanti più intermediari possibile nella propria giurisdizione, a eguagliare in definitiva sull'intera area i costi netti della vigilanza.

Un approccio concorrenziale necessariamente fa assegnamento sulla mobilità dell'offerta di servizi finanziari e sulla possibilità del

residente europeo di rivolgersi a qualsiasi intermediario che sia autorizzato a fornirli. Ne segue che nel nuovo contesto al predominio della *lex loci* si sostituiscono le norme degli ordinamenti che si trovano coinvolti nella disciplina della legittima prestazione di servizi finanziari, delle modalità di condotta verso la clientela e il mercato, della struttura dei contratti (Carozzi 2004). Se in una prospettiva dinamica il modello è certamente di concorrenza, in una statica esso diventa di mera allocazione della giurisdizione sui vari aspetti. Non solo, quindi, il processo di unificazione si presenta complesso, ma può essere cagione di ulteriore segmentazione laddove l'opportunismo dei singoli stati spinge a creare piccole o grandi "riserve di caccia" a favore dell'industria finanziaria nazionale. Si aggiungono così nuove dimensioni di vigilanza, affidate ovviamente alle autorità dell'Unione, quella di vegliare sull'effettiva unificazione del mercato e, possibilmente, quella di evitare che si scateni una vera e propria corsa al ribasso, minando così le garanzie richieste a un sistema di vigilanza.

Allo scopo di accelerare la creazione di un mercato finanziario unico in Europa, nel 1999 venne approvato dalla Commissione un Piano di azione per i servizi finanziari che comprendeva 42 misure di armonizzazione minima da fare approvare dal Consiglio e dal Parlamento Europeo entro il 2003, termine che il Consiglio Europeo di Lisbona portò al 2005; il piano poneva come esigenze prioritarie l'integrazione dei mercati finanziari all'ingrosso, l'apertura dei mercati e dei servizi finanziari al dettaglio, l'armonizzazione e il rafforzamento delle regole di vigilanza. La faticosità e la lentezza del processo di unificazione normativa spinse a nominare un Gruppo di saggi, sotto la presidenza di Alexandre Lamfalussy, che sottopose un rapporto con proposte tendenti a spostare il baricentro nella produzione normativa dagli organi legislativi dell'Unione, Consiglio e Parlamento, a favore di nuovi comitati, in particolare quello per i titoli presieduto dalla Commissione e quello formato dalle autorità per la sorveglianza sui mercati, quest'ultimo con pluralità di funzioni. Lo stesso rapporto dei Saggi ammetteva che se entro il 2004 la nuova struttura decisionale non si fosse dimostrata efficace, doveva essere considerata la possibilità di modificare i Trattati e trasferire al livello dell'Unione le competenze in tema di mercato finanziario, così come era accaduto per la moneta (Sarcinelli 2002).

La quasi totalità dei 42 provvedimenti previsti dal Piano d'azione è stata approvata dalla legislatura del Parlamento europeo terminata

nel 2004, anche se gli avanzamenti maggiori si sono avuti per i mercati finanziari all'ingrosso; nell'autunno una nuova iniziativa sarà promossa dalla Commissione. Il giudizio sulla qualità della legislazione varata va subordinato a quello sul suo trasferimento nelle normative nazionali, sulla coerenza dei meccanismi applicativi, sulle sanzioni per il mancato rispetto di termini o condizioni (Borsa 2004). Anche se il metodo Lamfalussy ha prodotto risultati non disprezzabili, bisogna essere consapevoli dei limiti che esso comporta, dell'avversione del Parlamento europeo a estenderlo al di là del settore dei titoli, come suggerito dal Comitato monetario e finanziario, dalla non accettazione del principio che la legislazione primaria debba essere limitata alla statuzione dei soli principi generali; il Parlamento e il Consiglio, invece, hanno stabilito che il livello di dettaglio venga fissato di volta in volta per ciascuna direttiva. Inoltre, è stata imposta una clausola di validità temporale (*sunset clause*), limitata a quattro anni, per le decisioni del Comitato europeo per i titoli. In pratica, gli attuali detentori del potere legislativo al livello dell'Unione non sono disposti a delegare la normazione secondaria se non caso per caso e, comunque, in maniera parziale, mentre i legislatori nazionali hanno dato spesso prova, nella trasformazione delle direttive in normative interne, di avere d'occhio più che la costruzione di un campo da gioco livellato, il mantenimento di siepi e la creazione di muretti adatti a una faticosa corsa campestre...

La metodologia proposta da Lamfalussy è stata certamente utile per dimostrare ancora una volta, se ve ne fosse stato bisogno, le difficoltà e le carenze delle procedure europee, che mal si prestano a quella rapidità di reazione che l'innovazione finanziaria, la caccia al profitto da parte degli intermediari e la variabilità delle condizioni sui mercati finanziari richiedono. Nella sostanza, si è perso altro tempo e si è differita la considerazione dell'unica soluzione che sembra a molti, me compreso, essere in grado di risolvere il problema: la costituzione di una Commissione europea per i titoli e le borse cui affidare i compiti di regolamentazione secondaria. A essa va affiancata un'Agenzia europea di regolazione per il settore bancario e gli altri intermediari per i quali l'obiettivo di stabilità giustifica la vigilanza. Per la supervisione le due istituzioni dovrebbero limitarsi a un'opera di promozione, coordinamento e scambio d'informazioni, poiché le responsabilità dovrebbero rimanere decentrate presso i singoli stati in omaggio non solo al

principio di sussidiarietà, ma anche di massima vicinanza tra supervisore e istituzione vigilata (Sarcinelli 2002).¹⁸

8. Vigilanza microprudenziale e allocazione delle risorse

La tematica della vigilanza è di norma trattata in un contesto volto a evitare la crisi di una o più istituzioni bancarie, la cui chiusura ha certamente effetti sul benessere delle comunità che ne sono colpite, e soprattutto a evitare il contagio a componenti sane del sistema finanziario, con effetti negativi sulla produzione e sull'allocazione delle risorse. Tuttavia, la vigilanza non esercita soltanto un effetto di prevenzione, ma stimola l'efficiente allocazione del capitale poiché spinge a finanziare le imprese che hanno i progetti migliori e le strutture più rispondenti. L'argomento non è controverso se non per coloro che non assegnano alla vigilanza alcuna utile funzione sociale (teoria della cattura), ad esempio perché diventa strumento dei politici che hanno interesse a finanziare prioritariamente e/o a condizioni migliori le imprese "amiche" (Buchanan e Tullock 1962, Becker 1983) o dell'industria bancaria o di un suo segmento che usa la vigilanza per accrescere il suo potere e/o il suo profitto, con danno per il resto della società (Stigler 1975, Rajan e Zingales 2003). Tra gli approcci che guardano positivamente alla vigilanza come strumento che promuove l'allocazione delle risorse riducendo gli ostacoli che le imprese incontrano nel finanziarsi v'è la "visione ufficiale" (Atkinson e Stiglitz 1980) che agisce positivamente sul governmento delle banche; infatti, la mancanza di incentivi e i costi d'informazione rendono il monitoraggio delle grandi banche impossibile da parte di agenti privati (Becker e Stigler 1974). La teoria della "vigilanza indipendente" costituisce un tentativo per superare ambedue le precedenti visioni poiché, come si è visto in precedenza, se vi sono sufficienti pesi e contrappesi essa è in grado di superare le asimmetrie informative, migliorare la gestione

¹⁸ Nell'ottica di un coordinamento dal basso, va riconosciuto che dal gennaio 2004 opera il Comitato europeo dei supervisori bancari e che simili organismi sono stati costituiti per i servizi finanziari e per le assicurazioni. Hanno il compito di fornire consulenza tecnica alla Commissione europea, promuovere l'uniformità applicativa delle direttive comunitarie e rendere omogenee le prassi di vigilanza negli stati membri.

delle banche e ridurre gli ostacoli e i costi per il finanziamento delle imprese. È una visione che tende a ridurre il ruolo della vigilanza pubblica e ad affiancare a essa la “responsabilizzazione di agenti privati” attraverso la rimozione, o almeno la riduzione, delle barriere informative (Hay e Shleifer 1998). Vi sarà così meno rischio di cattura della pubblica agenzia, minore corruzione, maggiori incentivi in grado di migliorare il governo delle banche e di facilitare il finanziamento delle imprese.

Se diverse possono essere le strategie di supervisione, altrettanto differenziati saranno i risultati (Barth, Caprio e Levine 2003). Disponendo per il 1999 di dati su 5.000 imprese che coprono 49 paesi e di informazioni sugli specifici poteri delle autorità di vigilanza, sul loro livello d'indipendenza, sul grado di responsabilizzazione degli agenti privati e sugli incentivi ai quali questi ultimi sono esposti, Beck, Demirgüç-Kunt e Levine (2003) hanno condotto un'indagine econometrica che fornisce alcune conclusioni preliminari sull'efficienza, dal punto di vista del finanziamento delle imprese, degli assetti di vigilanza. La risposta è particolarmente negativa per l'approccio basato su una forte vigilanza pubblica: le imprese incontrano maggiori ostacoli là dove le autorità di vigilanza dispongono di più incisivi poteri, il che porta a sospettare che la probabilità di cattura da parte dei politici sia molto più elevata. L'impostazione che fa perno sull'indipendenza dell'agenzia di vigilanza sembra essere confortata da una riduzione degli ostacoli che un'impresa incontra nell'ottenere finanzia dall'esterno: al crescere del grado d'indipendenza non solo migliora l'accesso al credito, ma v'è meno ricorso a legami politici o alla corruzione. Anche la responsabilizzazione degli agenti privati è efficace nel ridurre gli ostacoli al finanziamento esterno delle imprese, purché la vigilanza sia in grado di fare osservare obblighi di informazione accurata e gli incentivi non vengano distorti, come accade, ad esempio, attraverso l'azzardo morale creato da una generosa e pubblica assicurazione dei depositi. La conclusione che i dati empirici sembrano giustificare è che la vigilanza è importante per l'allocazione delle risorse, ma che l'azione pubblica non deve farsi strumento di interessi particolari e deve essere accompagnata da una non distorta responsabilizzazione degli agenti privati; come sempre in queste materie affidarsi a un unico strumento non è efficiente per conseguire l'obiettivo (Llewellyn 2001).

9. Conseguenze macroeconomiche della vigilanza e rilevanza del rischio sistemico

Quali siano gli effetti macroeconomici della vigilanza microprudenziale è un argomento che non solo ha ricevuto sinora scarsi contributi empirici, ma anche sotto il profilo teorico non ha beneficiato di grandi analisi, sebbene la giustificazione principale, anche se spesso implicita, di molte iniziative di vigilanza sia l'interdipendenza tra la stabilità finanziaria e il comportamento di un'economia. Una volta che si ammetta una dipendenza diretta tra la prima e il secondo, è evidente che i modi in cui la vigilanza si manifesta non possono non avere riflessi macroeconomici. Invece, alla luce delle interazioni tra settore bancario e attività reali si ritiene comunemente che sia necessario e sufficiente assicurare soltanto "la sicurezza e la solidità" delle banche. Una volta che un sistema bancario sia soggetto a regolamentazione e supervisione è l'intero equilibrio di un'economia che può mutare; questo cambiamento va accuratamente analizzato prima di poterne inferire le probabili conseguenze derivanti da una particolare iniziativa di vigilanza, le quali sono influenzate soprattutto dal coerente uso dei vari strumenti (Summer 2002).

Quando però ci si chiede per quale motivo l'industria bancaria sia oggetto di un'attenzione particolare si da meritare una struttura di vigilanza molto articolata, la risposta è che per essa è rilevante "l'ipotesi di fragilità finanziaria" (De Bandt e Hartmann 2000), vale a dire che essa è portatrice di un rischio sistemico, quali che ne siano le ragioni: esternalità, informazione asimmetrica, problemi di incentivi. Molte crisi finanziarie recenti hanno posto all'attenzione degli osservatori che esse si generano come conseguenza di shock macroeconomici legati al tasso d'interesse, a quello di cambio o alla recessione produttiva (Hellwig 1995 e 1998). Essendo questi rischi aggregati e di per sé non diversificabili, l'unica maniera per le banche di difendersi sarebbe quella di limitarne quantitativamente l'assunzione o di trasferirli ad altri soggetti; quest'ultima operazione sarebbe pienamente rispondente solo se effettuata nei confronti dei depositanti. In tutti gli altri casi, la traslazione del rischio è solo parziale e, se avviene all'interno dell'industria bancaria, dà luogo a un intreccio di rapporti che da una o poche inadempienze può generare una reazione a catena. Non potendo scaricare il rischio sui depositanti, in particolare quelli piccoli che,

invece, l'ordinamento intende proteggere, per prevenire l'effetto domino non resta che limitare l'esposizione dell'intero sistema ai rischi aggregati, i quali spesso sono nascosti come accade, ad esempio, per i derivati o non sono di facile leggibilità se riguardano il mercato interbancario dei fondi. Ambedue questi mercati, e in particolare quello dei derivati regolati OTC, sono cresciuti (Bernard e Bisignano 2000, IMF 2004) e presumibilmente hanno innalzato il rischio sistemico soprattutto perché non sono note né la ragnatela di rapporti interni al sistema, né le relative covarianze. Almeno a livello teorico, ciò richiede una misurazione adeguata dell'esposizione aggregata al rischio del settore bancario e una capacità di decidere sulla quantità di rischio che esso può sopportare. D'altro canto, non va sottovalutato il fatto che le garanzie implicite, spesso estese dai governi alle istituzioni finanziarie, possono condurre a un'accumulazione di rischi non osservabile sui bilanci dei primi (Draghi, Giavazzi e Merton 2004).

10. Instabilità finanziaria alla ribalta

Se negli anni '70 il nemico da battere era stata l'inflazione dei prezzi e la battaglia divenne incandescente con l'arrivo di Paul Volcker alla Fed, in quelli '80 l'instabilità finanziaria, che si manifestò drammaticamente con la crisi messicana del 1982, è divenuta la preoccupazione crescente e si è manifestata non solo con la crisi di cambio e/o bancaria e/o del debito pubblico di molti paesi in via di sviluppo o in transizione, ma anche con bolle gonfiate per lungo tempo sui mercati finanziari e seguite da cadute molto forti dei valori azionari, come a Wall Street nel 1987 e più di recente nel 2000. Gli episodi di instabilità finanziaria hanno avuto frequenza maggiore e paragonabile a quella degli anni '20 e hanno avuto costi macroeconomici spesso superiori al 10% del Pil.¹⁹ L'innovazione seguita alla deregolamentazione finanziaria, la liberalizzazione dei mercati, l'avanzamento tecnologico e in genere la globalizzazione hanno fatto venire meno tutti o quasi i vincoli strutturali che astringevano il settore finanziario, e quelli che sono rimasti o sono stati introdotti si ispirano a modelli di controllo

¹⁹ Per brevi richiami al tema si veda Sarcinelli (2003c).

microprudenziale del rischio. Nel nuovo regime “l’elasticità” di un sistema economico ad accumulare sbilanci nel tempo è aumentata notevolmente poiché le forze endogene non sono in grado di farli regredire e soltanto una crisi generatrice di instabilità finanziaria permette al sistema di riposizionarsi (Borio e Lowe 2002). Ovviamente, l’attenzione deve essere posta nella fase ascendente degli squilibri, non in quella discendente, che vede scoppiare problemi che però servono a riequilibrare in qualche modo il sistema. L’elasticità del sistema è una sorta di misura della vulnerabilità dell’economia al *boom and bust* (Borio e White 2004) e dipende dal combinato funzionamento di meccanismi in atto nel settore monetario e in quello finanziario, nonché dai corrispondenti regimi di politica monetaria (impegno credibile per la stabilità dei prezzi) e di vigilanza (liberalizzazione finanziaria). La tesi di questi autori è che l’attenzione della politica monetaria limitata alle pressioni inflazionistiche di breve periodo lascia troppo spazio alla crescita degli squilibri finanziari, che non diventano rilevanti per la politica monetaria se non quando iniziano a minare il conseguimento dell’obiettivo d’inflazione, cioè quando è troppo tardi.

Poiché l’esperienza è ancora insufficiente, l’apparente contraddizione tra la stabilità monetaria e quella finanziaria negli ultimi tempi potrebbe essere puramente dovuta a difficoltà transitorie, a un’iniziale incapacità degli operatori a fare un uso razionale delle opportunità offerte da un sistema finanziario non più represso, ma che l’apprendimento attraverso l’azione farà scomparire. Tuttavia, è possibile argomentare che il regime monetario e quello finanziario sono, sia pure involontariamente, più favorevoli alla crescita di squilibri finanziari che non possono essere corretti in assenza di cambiamenti nelle politiche. Se l’interpretazione si rivelerà corretta, i fattori finanziari diverranno più importanti nelle fluttuazioni cicliche e queste ultime tenderanno ad ampliarsi. Ciò che si può già dire è che gli episodi di instabilità finanziaria non sembrano più derivare dal fallimento di una singola istituzione che, attraverso vari meccanismi di contagio, si trasmette al sistema nel suo complesso; esse derivano, come si diceva nel paragrafo precedente, dalla comune esposizione allo stesso fattore di rischio; inoltre, gli indicatori di percezione del rischio tendono a declinare durante la fase di boom e ad aumentare in quella di *bust*, il che sembra dimostrare che si è più capaci di misurare la dimensione trasversale (*cross-sectional*) del rischio che quella temporale; in particolare, sembra

estremamente difficile valutare come si evolve nel tempo il livello assoluto del rischio insito nel sistema (Danielsson e Goodhart 2002; Borio, Furfine e Lowe 2001). Anche il completamento dei mercati attraverso l'innovazione sembra facilitare l'allocazione o la diversificazione del rischio a un punto nel tempo, piuttosto che lungo l'asse temporale (Allen e Gale 2000). Quanto alla possibilità che gli squilibri finanziari si accompagnino a una piena stabilità monetaria, non mancano le prove, come i casi del Giappone (1980-92) e della Corea (1987-97) dimostrano.

Se questa analisi è accettata come plausibile, ne segue che la sfida per la politica monetaria e per quella finanziaria consiste nel porre in essere azioni che sostengano mutuamente i rispettivi obiettivi di stabilità. Questo tipo di collaborazione è quasi sempre esistita al livello della gestione delle crisi, mentre in questa nuova impostazione dovrebbe essere anticipata a quello della prevenzione. Per la banca centrale procedere a restringere la politica monetaria quando nessuna nube inflazionistica è all'orizzonte è certamente molto difficile o impossibile (Yamaguchi 1999), mentre l'identificazione della bolla è tutt'altro che agevole (Sarcinelli 2003c). Tuttavia, pare che le attuali impostazioni di politica monetaria non dovrebbero essere modificate per poter effettuare le rare operazioni di restrizione monetaria per neutralizzare sul nascere eventuali squilibri finanziari; non v'è alcuna necessità di cambiare gli obiettivi finali, ma si richiede soltanto un allungamento dell'orizzonte temporale rilevante per le decisioni di politica monetaria e l'assegnazione di un maggiore peso all'equilibrio dei rischi nella previsione rispetto agli scenari centrali o ai risultati più probabili (Borio e White 2004).

Secondo un'altra visione (Padoa-Schioppa 2002), l'obiettivo di stabilità dei prezzi nel lungo periodo facilita grandemente la stabilità finanziaria, ma a sua volta non può essere garantito senza quest'ultima. Il successo nell'assicurare il primo nel lungo periodo minimizza il rischio di un conflitto con la seconda, anche se non è di per sé in grado di assicurarla. A condizione che l'obiettivo di stabilità dei prezzi riguardi un periodo sufficientemente lungo e che tutte le informazioni rilevanti siano utilizzate nel processo di determinazione della politica monetaria appropriata, la banca centrale sarà nella condizione di assicurare una risposta ottimale per le due tipologie di stabilità. Allontanarsi dall'obiettivo di prezzo di breve periodo è ritenuto possibile ove sia richiesto dalla necessità di assicurare la stabilità finanziaria,

purché quella dei prezzi nel lungo periodo sia perseguita con decisione e successo; le situazioni di conflitto sono perciò da ritenersi rare. In verità, è questa una visione ottimistica che non sembra in linea con l'esperienza del Giappone o con quella degli Stati Uniti nello stadio di formazione della bolla, non prende in considerazione la possibilità che il profilo temporale della stabilità dei prezzi e di quella finanziaria sia marcatamente diverso per un buon tratto dello stesso orizzonte temporale, sicché si pongono problemi di scelta ed eventualmente di credibilità. D'altra parte, l'ammissione che la funzione della banca centrale nel campo della stabilità finanziaria copre una "terra a cavallo" tra la politica monetaria e quella di vigilanza conferma che la stabilità finanziaria è non solo in qualche misura indipendente da ambedue, ma può riflettere sull'una, quella monetaria, decisioni prese dall'altra, quella di vigilanza, e viceversa. V'è così qualche ragione in più perché la stabilità monetaria e quella finanziaria possano risultare convergenti, ma anche confliggenti.

11. Verso un'impostazione macroprudenziale per la vigilanza?

L'adattamento della politica monetaria alle esigenze della stabilità finanziaria è stata discussa nel precedente paragrafo; in questo si procederà a esaminare quali trasformazioni sono necessarie per la politica di vigilanza affinché possa contribuire al conseguimento di quell'obiettivo. Perché ciò si realizzi, appare necessario dare impulso a una trasformazione della vigilanza, aggiungendo sistematicamente una dimensione macroprudenziale a un'attività che è nata e si è consolidata come microprudenziale. La distinzione tra le due emerge chiaramente se ci si riferisce agli obiettivi; con riferimento agli strumenti la distinzione perde significato (Crockett 2000), anche se acquista concretezza attraverso il loro uso.

L'obiettivo macroprudenziale si propone di ridurre i costi per l'economia derivanti da gravi difficoltà finanziarie, compresi quelli conseguenti all'azzardo morale eventualmente dovuto alle politiche perseguite. Quello microprudenziale, invece, cerca di limitare la probabilità di fallimento di una singola istituzione. È evidente che l'accettabile probabilità di una crisi sistemica implicita in uno standard

macroprudenziale deve essere più bassa di quella equivalente per una singola istituzione, poiché i costi in termini di produzione e di benessere sarebbero molto più alti nel primo caso. Il paradigma macroprudenziale sottolinea che comportamenti virtuosi dal punto di vista della singola istituzione, ad esempio rendere più stringenti i requisiti di concessione del credito durante una recessione, possono dare luogo a risultati complessivi indesiderabili; se la recessione si aggrava a causa della minore disponibilità di credito, la qualità del portafoglio bancario nel suo complesso peggiora; viceversa, l'aumento del credito nella fase ascendente del ciclo può risultare così forte da condurre a un boom e preludere a successive difficoltà finanziarie. Gli obiettivi macroprudenziali, in sintesi, riguardano il sistema e la sua stabilità, il rischio che deve controllare è quello sistemico, le singole istituzioni diventano rilevanti nei limiti in cui sono in grado di provocare una crisi sistemica e perciò degne di un trattamento differenziale.²⁰ D'altra parte, a ridurre il rischio sistemico contribuisce la compresenza negli ordinamenti finanziari sia di banche sia di mercati finanziari, che risultano complementari proprio per l'esistenza di rischi assicurabili e di rischio non diversificabile (Allen e Gale 2000).

Le condizioni cicliche e l'interazione tra i fenomeni reali e quelli finanziari sono irrilevanti o marginali per l'approccio microprudenziale, mentre risultano fondamentali per quello macroprudenziale. Ciò si riflette, come si è accennato in precedenza, nella misurazione del rischio: operatori e mercati sono in grado di valutare quello relativo a strumenti e controparti, ma difficilmente riescono a fare altrettanto col rischio assoluto e non diversificabile associato al ciclo finanziario e ad avere una percezione corretta della sua evoluzione nel tempo; quest'ultimo cresce quando gli squilibri si accumulano nella fase di boom e non quando si materializza la recessione (Borio 2003). Anche le risposte comportamentali possono risultare errate sotto un profilo macro, pur se dal punto di vista micro sono pienamente giustificate; si pensi soltanto al "comportamento del gregge", giustificato dalla conformità a un qualche esempio dato da persona più informata e che si risolve in un disastro annunciato per tutti coloro che vi partecipano: anche se l'azione individuale appare razionale, quella collettiva può rivelarsi fallimentare.

²⁰ Sul carattere speciale dell'industria bancaria che ne giustifica un trattamento differenziato, si veda Sarcinelli (2001).

Una politica non si definisce solo in termini di obiettivi, ma abbisogna di strumenti per perseguirli. Quelli a disposizione delle agenzie di vigilanza sono stati sviluppati e sono di norma utilizzati in un'ottica micro, ad esempio per la protezione dei consumatori o dei depositanti. È possibile trasformarli in modo da renderli disponibili anche per l'attuazione dell'approccio macroprudenziale? In verità, in Italia le norme relative a evitare la concentrazione del rischio su pochi affidati, ad esempio, vennero in passato invocate per imporre un tetto alla crescita degli impieghi per necessità di controllo macroeconomico, ma quelli erano tempi eccezionali e soprattutto v'era una disponibilità ad accettare l'intervento pubblico in economia anche quando aveva basi legali piuttosto malferme.²¹

Se il ciclo diventa rilevante per la gestione della politica di vigilanza, si estende a quest'ultima tutta l'impostazione che è stata sviluppata per controllarlo sia in modo automatico, attraverso gli ammortizzatori, sia con l'uso discrezionale degli strumenti, che vanno dalle regole per gli accantonamenti, ai coefficienti di capitale, ai rapporti tra prestito e valori cauzionali e, in genere, a qualsiasi strumento che sia in grado di influire sul rischio e sui prezzi. Non è impossibile trasformare l'uso dello strumentario in questo senso, ma richiede non solo una capacità di diagnosi e di previsione del ciclo finanziario e reale che sembra ancora insufficiente; inoltre, presuppone un grado di collaborazione a livello internazionale per la gestione di questo sistema particolarmente elevato, se non si vuole da un lato alterare il regime concorrenziale, dall'altro vanificare attraverso il ricorso all'estero le misure di controllo differenziale introdotte nel sistema finanziario nazionale. Né va trascurato, infine, che se i ritardi lunghi e variabili che sconsigliano una politica monetaria altamente interventista si ripropongono per quella di vigilanza macroprudenziale, invece di stabilizzare il ciclo si finisce col creare instabilità sia alla finanza sia all'economia reale, come gli stessi proponenti correttamente ammettono (Crockett 2000, Borio e Crockett 2000). Tuttavia, poiché le crisi finanziarie continuano a presentarsi con grande o crescente frequenza, forse è il caso di affiancare alla politica monetaria, che non sembra disposta ad accogliere tra gli argomenti della sua funzione di reazione una qualche misura degli squilibri finanziari in formazione (Sarcinelli 2003c), altri

²¹ Per una succinta analisi della gestione amministrativa del credito, si veda Ministero del Tesoro (1991).

strumenti, tra cui quelli prudenziali, che puntino direttamente a questi ultimi.

12. Un finale in chiave italiana

Nei paragrafi precedenti si sono inventariati le ragioni e gli obiettivi per l'intervento dell'economia pubblica nel settore finanziario, gli assetti istituzionali cui è affidata la difesa di questi interessi pubblici, l'approccio, microeconomico e/o macroeconomico, nel loro uso. Se il dibattito teorico si è concentrato sui temi menzionati, quello politico si è focalizzato su alcuni imprevisti "fallimenti" del mercato. Negli ultimi anni non vi sono stati nelle economie occidentali, se si esclude quella giapponese, particolari problemi per quanto riguarda la stabilità di singole istituzioni bancarie, né episodi non controllati di instabilità finanziaria, nonostante che lo sgonfiamento della bolla di Wall Street sia costata \$ 8 trilioni. Tuttavia, i mari della finanza non per questo sono rimasti calmi; la deregolamentazione, in particolare quella strutturale, l'affermarsi della banca universale e l'interazione di quest'ultima con il mercato dei capitali hanno fatto emergere problemi nuovi e gravi che hanno riguardato altri anelli della catena che lega il risparmio all'investimento e hanno sollecitato l'intervento e l'inasprimento della vigilanza. Nel recente passato, la fiducia posta dai risparmiatori-investitori nei mercati finanziari e nei loro guardiani è stata scossa sia negli Stati Uniti sia in Europa; in Italia, paese fondamentalmente ancora bancocentrico, sono entrati in crisi i rapporti dei risparmiatori-investitori con le banche.

In estrema sintesi, complice il meccanismo delle opzioni azionarie concesse soprattutto per indurre i grandi manager di società a capitale diffuso a comportamenti congruenti con gli interessi degli azionisti, il più celebrato sistema di governo societario si è dimostrato incapace di prevenire la frode dei primi a danno dei secondi, mentre i meccanismi d'informazione e di controllo forniti dal mercato si sono dimostrati insufficienti o, peggio ancora, conniventi. La risposta dei legislatori non si è fatta attendere molto; per restituire fiducia ai mercati si è proceduto da un lato alla costituzione di un organismo semipubblico, il *Public Corporation Accounting Oversight Board*

(PCAOB), con il compito principale di vigilare sulle società di revisione, dall'altro all'inasprimento, anche draconiano, delle pene per coloro che alterano o sopprimono l'informazione che deve affluire al mercato.

In Italia, i primi problemi sono sorti con riguardo ai titoli emessi dal governo argentino, collocati da molte banche italiane presso i propri clienti, di solito piccoli risparmiatori alla caccia di alti rendimenti, e assoggettati a una moratoria che comporterà forti perdite di ristrutturazione (Sarcinelli 2003b). L'arrivo dell'euro ha facilitato la formazione di un fiorente mercato delle obbligazioni societarie, che ha prodotto la trasformazione della finanza aziendale anche di imprese piccole e medie; al canale bancario si è affiancato e spesso sostituito il ricorso al mercato obbligazionario, con aumento però del grado di fragilità finanziaria dell'impresa. I casi che maggiormente hanno interessato il ceto politico e l'opinione pubblica sono stati quelli della Cirio, in cui si è sospettato che il ricorso al mercato sia stato preordinato allo scopo di scaricare sui risparmiatori-investitori un rischio divenuto troppo forte per le banche, e quello della Parmalat in cui la frode, perpetrata per anni secondo le indagini in corso dal suo presidente e maggiore azionista, non è stata scoperta da nessuno dei vari livelli di controllo interni o esterni fino a quando la Consob non si è attivata su sollecitazione del Ministro dell'economia e delle finanze; alle banche si cerca di contestare una responsabilità presuntiva, quella che "non potevano non sapere", e alla Banca d'Italia di non avere vigilato adeguatamente sulle emissioni obbligazionarie.

Gli attriti che si erano venuti accumulando tra l'autorità di via XX Settembre e quella di via Nazionale sono così esplosi e hanno spinto quattro Commissioni dei due rami del Parlamento a fare un'indagine sull'assetto della vigilanza finanziaria in Italia. Lo stesso Ministro Tremonti, nell'iniziale deposizione e nel testo di un disegno di legge governativo, aveva lamentato la presenza di una "lacuna" nell'attuazione della Costituzione repubblicana che all'art. 47 prevede la tutela del risparmio in tutte le sue forme, aveva introdotto schemi di responsabilità patrimoniale dell'intermediario nel caso d'insolvenza dell'emittente di prestiti obbligazionari, aveva previsto un reato di nocumento al risparmio con parametri legati al Pil e alla percentuale di risparmiatori colpiti.²²

²² Su queste tematiche si veda Sarcinelli (2003a, 2004a, 2004b, 2004c, 2004d e 2004e).

I lavori parlamentari, che sono stati condotti in uno spirito di collaborazione tra la maggioranza e l'opposizione, hanno portato a un testo unificato di vari progetti di legge, fatto cadere le proposte più "fantasiose" e riportato correttamente l'attenzione sul rafforzamento del governo societario, sulla disciplina dei conflitti d'interesse,²³ degli strumenti finanziari e degli abusi di mercato, sul regime per la revisione dei conti, sull'inasprimento delle sanzioni penali e amministrative. Tuttavia, dei 78 articoli del testo unificato 45 (dal 15 al 59) riguardano il ridisegno istituzionale dei meccanismi di vigilanza con la creazione di una Commissione bicamerale per la tutela del risparmio e per i mercati finanziari, soppressione di Isvap e Covip, la redistribuzione di compiti tra Banca d'Italia, AMEF (ex Consob) e Antitrust in modo da realizzare una più coerente struttura di vigilanza per obiettivi, l'introduzione di norme per il governmento della Banca d'Italia non dissimili da quelle previste per le altre agenzie. La parte che suscita maggiori esitazioni in alcuni settori parlamentari è proprio quest'ultima che rischia quindi di rallentare fortemente l'*iter* del provvedimento. Di una sistemazione dell'architettura istituzionale della vigilanza sulla finanza e sulla concorrenza si avverte da tempo l'esigenza in Italia, ma è più urgente dare ai mercati e ai risparmiatori l'assicurazione che dopo i recenti disastri il grado di protezione è aumentato.

Nonostante che negli Stati Uniti la SEC non sia andata esente da critiche, le sue competenze non sono state intaccate, anzi le è stata data qualche responsabilità con riferimento al PCAOB e soprattutto le si sono forniti i mezzi per assumere più personale ed effettuare quei controlli che le ristrettezze finanziarie non le avevano permesso di espletare. Alla Consob si è cambiato nome e ampliato il campo d'azione, ma non si sono dati fondi per effettuare quella vigilanza ispettiva che, forse, avrebbe potuto evitare all'Italia l'onta del caso Parmalat.²⁴

²³ Sulla tematica dei conflitti d'interesse si veda lo studio ben strutturato di Crockett *et al.* (2004).

²⁴ A metà luglio del 2004, l'accordo tra maggioranza e opposizione per un'organica revisione delle norme sulla protezione del risparmio, sulle competenze delle agenzie di vigilanza, sugli abusi di mercato, e via dicendo è venuto meno; il Ministro Tremonti si è dimesso per insanabili attriti all'interno della maggioranza sulla conduzione della politica economica; ci si appresta a varare una Commissione d'inchiesta parlamentare sui recenti scandali finanziari; si prospetta l'ipotesi di approvare con i soli voti della maggioranza quella piccola intersezione di norme in tema di vigilanza finanziaria condivise dai parlamentari che la compongono...

BIBLIOGRAFIA

- AGANIN A. e P.F. VOLPIN (2003), "History of corporate ownership in Italy", *ECGI Finance Working Papers*, no. 17, March.
- ALESINA A. e L.H. SUMMERS (1993), "Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 25, no. 2, pp. 151-62.
- ALLEN F. e D. GALE (2000), *Comparing Financial Systems*, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- AMATO J.D. e C.H. FURFINE (2003), "Are credit ratings procyclical?", *BIS Working Papers*, no. 129, February.
- ATKINSON A.B. e J.E. STIGLITZ (1980), *Lectures on Public Economics*, McGraw-Hill, London.
- BAGEHOT W. (1873), *Lombard Street: A description of the money market*, H.S. King, London.
- BARTH J.R., G. CAPRIO Jr. e R. LEVINE (2003), "Bank supervision and regulation; what works best?", *Journal of Financial Intermediation*, in corso di pubblicazione, *Policy Research Working Paper*, no. 2725, November 2001, World Bank, Washington, disponibile sul sito della Banca Mondiale.
- BCBS – BASLE COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1997), *Core Principles for Effective Banking Supervision*, Bank for International Settlements, Basel, September.
- BCBS – BASLE COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1999a), *A New Capital Adequacy Framework*, Bank for International Settlements, Basel.
- BCBS – BASLE COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1999b), "Capital requirements and bank behaviour: the impact of the Basel accord", *BCS Working Papers*, no. 1, April, Bank for International Settlements, Basel.
- BECK T. e R. LEVINE (2003), "Legal institutions and financial development", *Policy Research Working Papers*, no. 3136, September, World Bank, Washington, lavoro preparato per *Handbook of New Institutional Economics*, di prossima pubblicazione.
- BECK T., A. DEMIRGÜÇ-KUNT e R. LEVINE (2003), "Bank supervision and corporate finance", *Policy Research Working Papers*, no. 3042, May, World Bank, Washington.
- BECKER G.S. (1983), "A theory of competition among pressure groups for political influence", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 98, no. 3, pp. 371-400.
- BECKER G.S. e G.J. STIGLER (1974), "Law enforcement, malfeasance, and the compensation of enforcers", *Journal of Legal Studies*, vol. 3, no. 1, pp. 1-18.
- BERNARD H. e J. BISIGNANO (2000), "Information, liquidity and risk in the international interbank market: implicit guarantees and private credit market failure", *BIS Working Papers*, no. 86, March, Basilea.
- BLUM J. e M. HELLWIG (1995), "The macroeconomic implications of capital adequacy requirements for banks", *European Economic Review*, vol. 39, no. 3-4, pp. 739-49.
- BORIO C. (2003), "Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?", *BIS Working Papers*, no. 128, February, Basel.
- BORIO C. e A. CROCKETT (2000), "In search of anchors for financial and monetary stability", *Greek Economic Review*, vol. 20, no. 2, pp. 1-14.

- BORIO C. e P. LOWE (2002), "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", contributo presentato alla conferenza della BIS su "Changes in Risk through Time: Measurement and Policy Options", *BIS Working Papers*, no. 114, July, Basel.
- BORIO C. e W. WHITE (2004), "Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes", contributo presentato al Federal Reserve Bank of Kansas City's Symposium su "Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy", Jackson Hole, 28-30 agosto 2003, *BIS Working Papers*, no. 147, February, Basel.
- BORIO C., C. FURFINE e P. LOWE (2001), "Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options", *BIS Papers*, no. 1, March, Basel.
- BORSA (2004), *Rapporto sul mercato azionario*, Il Sole-24 Ore, Milano.
- BUCHANAN J.M. e G. TULLOCK (1962), *The Calculus of Consent*, University of Michigan Press, Ann Arbor.
- CAROZZI A.M. (2004), "Note sull'integrazione finanziaria nell'Unione Europea", LUISS, CERADI, Roma, febbraio, dattiloscritto.
- CARLI G. (1962), "Interrogatorio del dottor Guido Carli", in Camera dei Deputati, *Commissione d'inchiesta sui limiti posti alla concorrenza nel campo economico: resoconti stenografici di interrogatori*, seduta del 22 novembre.
- CHAMI R. e T.F. COSIMANO (2001), "Monetary policy with a touch of Basel", *IMF Working Papers*, no. 01/151, October, Washington.
- CHAMI R., M.S. KHAN e S. SHARMA (2003), "Emerging issues in banking regulation", *IMF Working Papers*, no. 101, May, Washington.
- CHIURI M.C., G. FERRI e G. MAJNONI, (2002) "The macroeconomic impact of bank capital requirements in emerging economies: past evidence to assess the future", *Journal of Banking and Finance*, vol. 26, no. 5, pp. 881-904.
- CIOCCA P. (2000), *La nuova finanza in Italia: una difficile metamorfosi (1980-2000)*, Bollati Boringhieri, Torino.
- CLERC L., F. DRUMETZ e O. JAUDOIN (2001), "To what extent are prudential and accounting arrangements pro- or countercyclical with respect to overall financial conditions?", *BIS Papers*, no. 1, March, Basel.
- COASE R. (1960), "The problem of social cost", *The Journal of Law and Economics*, vol. 3, no. 1, pp. 1-44.
- CORRIGAN G. (1990), *Testimony before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*, Washington, 3 May.
- CROCKETT A. (2000), *Marrying the Micro- and Macro-prudential Dimensions of Financial Stability*, intervento all'undicesima conferenza internazionale su "Banking Supervisors", Basilea, 20-21 settembre.
- CROCKETT A., T. HARRIS, F. MISHKIN e E. WHITE (2004), *Conflicts of Interest in the Financial Services Industry: What should we do about them*, Geneva Reports on the World Economy, ICMB-CEPR, Geneva and London.
- DANIELSSON J. e C.A.E. GOODHART (2002), "The inter-temporal nature of risk", in M. Balling, F. Lierman and A. Mullineux eds, *Technology and Finance: Challenges for Financial Markets, Business Strategies and Policy Makers*, Routledge, London.

- DE BANDT O. e P. HARTMANN (2000), "Systemic risk: a survey", *CEPR Discussion Papers*, no. 2634, London.
- DE KRIVOV R. (2000), *Collapse. The Venezuelan Banking Crisis of 1994*, The Group of Thirty, Washington.
- DE LUNA MARTINEZ J. e T.A. ROSE (2003), "International survey of integrated financial sector supervision", *Policy Research Working Papers*, no. 3096, July, World Bank, Washington.
- DESARIO V. (2003), "Sistema finanziario e profili di stabilità: tendenze italiane ed internazionali", intervento tenuto all'Università degli Studi di Brescia, Brescia, 7 aprile.
- DI GIORGIO G. e C. DI NOIA (2000), "Designing institutions for financial stability: regulation and supervision by objective for the euro area", *Universitat Pompeu Fabra, Economics and Business Working Papers*, no. 517, November, Barcellona.
- DI GIORGIO G. e C. DI NOIA (2001), "L'impatto della tecnologia sulla regolamentazione finanziaria: il caso italiano", in *Fondazione Rosselli, 6° Rapporto sul sistema finanziario italiano*, Firenze, marzo.
- DIAMOND D.W. e P.H. DYBIVIG (1983), "Bank runs, deposit insurance and liquidity", *Journal of Political Economy*, vol. 91, June, pp. 401-19.
- DRAGHI M., F. GIAVAZZI e R. MERTON (2004), *Transparency, Risk Management and International Financial Fragility*, Geneva Reports on the World Economy, ICMB-CEPR, Geneva and London.
- EPSTEIN D. e S. O'HALLORAN (1999), *Delegating Powers: a transaction cost politics approach to policy making under separate powers*, Cambridge University Press, Cambridge.
- FABI F., S. LAVIOLA e P. MARULLO REEDTZ (2004), "The treatment of SMEs loans in the New Basel Capital Accord: some evaluations", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. 57, no. 228, pp. 29-70.
- FEHR E. e K.M. SCHMIDT (1999), "A theory of fairness, competition and cooperation", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 114, no. 3, pp. 817-68.
- FERRI G. e T.S. KANG (1999), "The credit channel at work: lessons from the financial crisis in Korea", *Economic Notes*, vol. 28, no. 2, pp. 195-221.
- FISCHER S. (1995), "Central bank independence revisited", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol. 85, May, pp. 201-06.
- FREIXAS X. e J.C. ROCHET (1997), *Microeconomics of Banking*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- FREIXAS X. e A.M. SANTOMERO (2003), "An overall perspective on banking regulation", *Working Paper*, no. 664, febrero, Universitat Pompeu Fabra, Barcellona.
- GIANNINI C. (2004), *L'età delle banche centrali*, il Mulino, Bologna.
- GIOVANOLI M. (2000), "A new architecture for the global financial market: legal aspects of international financial standard setting", in M. Giovanoli ed., *International Monetary Law: Issues for the New Millenium*, Oxford University Press, Oxford, pp. 3-59.

- GOODHART C.A.E., ed. (1998), *The Emerging Framework of Financial Regulation*, a collection of papers compiled by the Financial Markets Group of the London School of Economics, Central Banking Publications Ltd, London.
- GOODHART C.A.E. (2001), "Regulating the regulators – An economist's perspective on accountability and control", in E. Ferran e C.A.E. Goodhart eds, *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, Hart Publishing, Oxford, pp. 151-65.
- HARTCHER P. (1998), *The Ministry: how Japan's most powerful institution endangers world markets*, Harvard Business School Press, Cambridge, Mass.
- HAY J.R. e A. SHLEIFER (1998), "Private enforcement of public laws. A theory of legal reform", *American Economic Review – Papers and Proceedings*, vol. 88, pp. 398-403.
- HELLWIG M. (1995), "Systemic aspects of risk management in banking and finance", *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, vol. 131, no. 4/2, pp. 723-37.
- HELLWIG M. (1998), "Banks, markets, and the allocation of risks in an economy", *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol. 154, no. 1, pp. 328-45.
- IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND (2004), *Global Financial Stability Report: market developments and issues*, Washington, April.
- JONES D. (2000), "Emerging problems with the Basel Capital Accord: regulatory capital arbitrage and related issues", *Journal of Banking and Finance*, vol. 24, no. 1-2, pp. 35-58.
- KANE E.J. (1990), "Principal-agent problems in S&L salvage", *Journal of Finance*, vol. 45, July, pp. 755-64.
- KANE E.J. (2002), "Using deferred compensation to strengthen the ethics of financial regulation", *Journal of Banking and Finance*, vol. 26, no. 9, pp. 1919-33.
- KONOW J. (2003), "Which is the fairest one of all? A positive analysis of justice theories", *Journal of Economic Literature*, vol. XLI, December, pp. 1188-239.
- KREGEL J.A. (1996), *Origini e sviluppo dei mercati finanziari*, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Arezzo.
- LA PORTA R., F. LOPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER e R.W. VISHNY (1997), "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance*, vol. 52, no. 3, pp. 1131-50.
- LA PORTA R., F. LOPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER e R.W. VISHNY (1998), "Law and finance", *Journal of Political Economy*, vol. 106, no. 6, pp. 1113-55.
- LA PORTA R., F. LOPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER e R.W. VISHNY (2000), "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, vol. 58, no. 1-2, pp. 3-27.
- LASTRA R.M. (2001), "The governance structure for financial regulation in Europe", LSE Financial Market Group, *Special Papers*, no. 133, London, December.
- LINDGREN C.-J. et al. (1999), "Financial sector crisis and restructuring: lessons from Asia", *IMF Occasional Papers*, no. 188, Washington.
- LLEWELLYN D.T. (2001), "A regulatory regime for financial stability", *ÖNB Working Papers*, no. 48, July, Vienna.

- LOWE P. (2002), "Credit risk measurement and procyclicality", *BIS Working Papers*, no. 116, August, Basel.
- MAJONE G. (1993), "Controlling regulatory bureaucracies: lessons from the American experience", *EUI Working Papers SPS*, no. 3, Firenze.
- MASERA R. (2001), *Il rischio e le banche*, Sanpaolo IMI – Il Sole-24 Ore, Milano.
- MERTON R.C. e Z. BODIE (1995), "A conceptual framework for analyzing the financial environment", in D.B. Crane *et al.*, *The Global Financial System: a functional perspective*, Harvard Business School Press, Boston, pp. 3-31.
- MINISTERO DEL TESORO (1991), *Per un'ipotesi di legge delega: Rapporto al Ministro del Tesoro del Gruppo di lavoro per il riordinamento delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, bancaria e non bancaria*, IPZS, Roma.
- ONADO M. (2000), *Mercati e intermediari finanziari: economia e regolamentazione*, il Mulino, Bologna.
- PADOA-SCHIOPPA T. (2002), "Central banks and financial stability", contributo presentato alla seconda conferenza biennale della BCE su "The Transformation of the European Financial System", Francoforte, 24-25 ottobre.
- QUINTYN M. e M.W. TAYLOR (2002), "Regulatory and supervisory independence and financial stability", *IMF Working Papers*, no. 46, March, Washington.
- RAJAN R.G. e L. ZINGALES (2003), *Saving Capitalism from the Capitalists*, Random House, New York.
- SANTOS J.A.C. (2000), "Bank capital regulation in contemporary banking theory: A review of the literature", *BIS Working Papers*, no. 90, September, Basel.
- SARCINELLI M. (2001), "State aids in rescuing and restructuring operations: should banks be treated differently from other businesses?", in C.D. Ehlermann e M. Everson eds, *European Competition Law Annual 1999: selected issues in the field of State aids*, The Robert Schuman Centre, European University Institute, Hart Publishing, Oxford and Portland, pp. 305-22.
- SARCINELLI M. (2002), "L'organizzazione e la distribuzione dei compiti tra le autorità nazionali e quelle europee per la vigilanza bancaria e finanziaria", *Rivista Banca-Minerva Bancaria*, n. 5, settembre-ottobre, pp. 11-27.
- SARCINELLI M. (2003a), "Banche, riscoprire la virtù della prudenza", *Il Sole-24 Ore*, 19 luglio, p. 3.
- SARCINELLI M. (2003b), "Aspetti funzionali e di gestione degli intermediari", *Struttura e operatività del sistema bancario italiano a dieci anni dal Testo Unico*, Giornate romane dell'Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e borsa, Roma, 14 novembre, pp. 31-49.
- SARCINELLI M. (2003c), "Crisi economiche e mercati finanziari: è di aiuto un nuovo ordine finanziario?", *Moneta e Credito*, vol. 56, n. 224, pp. 387-422.
- SARCINELLI M. (2004a), "Tutela globale", *Il Sole-24 Ore*, 9 gennaio, p. 1.
- SARCINELLI M. (2004b), "Bankitalia, i rischi dell'eccesso di riforma", 3 febbraio, *Il Sole-24 Ore*, p. 2.
- SARCINELLI M. (2004c), Audizione nel corso dell'*Indagine conoscitiva* da parte delle Commissioni Parlamentari riunite (VI-X Camera e 6^a-10^a Senato), resoconto stenografico, 13 febbraio.

- SARCINELLI M. (2004d), "Tre punti per la tutela del risparmio", *lavoce.info*, 16 marzo.
- SARCINELLI M. (2004e), "Risparmio, una riforma non rinviabile", *Il Sole-24 Ore*, 4 maggio, p. 12.
- SIMON H.A. (1978), "Rationality as process and as product of thought", *American Economic Review*, May, pp. 1-16; ristampato in *Models of Bounded Rationality*, MIT Press, Cambridge, 1983, vol. II, pp. 444-59.
- STIGLER G.J. (1971), "The theory of economic regulation", *Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 6, no. 2, pp. 114-41.
- STIGLER G.J. (1975), *The Citizen and the State: essays on regulation*, University of Chicago Press, Chicago.
- SUMMER M. (2002), "Banking regulation and systemic risk", *ÖNB Working Papers*, no. 57, January, Vienna.
- TAYLOR M. e A. FLEMING (1999), "Integrated financial supervision: lessons from Northern European experience", *Policy Research Working Papers*, no. 2223, November, World Bank, Washington.
- WHITE L.J. (1996), "Competition versus harmonization: an overview of international regulation of financial services", in C. Barfield ed., *International Trade in Financial Services*, American Enterprise Institute, Washington, pp. 682-95.
- WILLIAMSON O.E. (1986), "L'economia dei costi di transazione: struttura ed implicazioni", in M. Egidi e M. Turvani, a cura di, *Le ragioni delle organizzazioni economiche*, Rosenberg e Sellier, Torino, 1994, pp. 219-56.
- YAMAGUCHI Y. (1999), "Asset prices and monetary policy: Japan's experience", intervento al convegno organizzato dalla Federal Reserve Bank of Kansas City su "New Challenges for Monetary Policy", Jackson Hole, 26-29 agosto.