

L'ORDINAMENTO ITALIANO DEL MERCATO FINANZIARIO TRA CONTINUITÀ E INNOVAZIONI

a cura di VINCENZO CALANDRA BUONAURA, ALESSIO BARTOLACELLI e FILIPPO ROSSI

L'ORDINAMENTO ITALIANO DEL MERCATO FINANZIARIO TRA CONTINUITÀ E INNOVAZIONI

379

Quaderni di
**GIURISPRUDENZA
COMMERCIALE**

MARCO LAMANDINI

LA VIGILANZA SUL MERCATO FINANZIARIO. QUALCHE SPUNTO DI RIFLESSIONE

1. Quali sono le ragioni che militano a favore dell'introduzione di un unitario sistema europeo di vigilanza e gestione della crisi bancaria? Gros ⁽¹⁾, assumendo una necessaria correlazione tra vigilanza prudenziale e poteri di gestione ordinata della crisi, porta di recente ad esempio il diverso grado di resistenza alla crisi evidenziato dall'Irlanda (che non ha potuto contare su un sistema federale di vigilanza) e dal Nevada (che, viceversa, vi ha potuto contare) ritenendo che solo un meccanismo federale o quasi federale di gestione della crisi bancaria sia idoneo ad assorbire gli shock sistemici che possono derivare dalle insolvenze bancarie. L'A. ricorda infatti che entrambi i paesi hanno una popolazione simile (4,5 milioni e 2,5 milioni rispettivamente); simili prodotti interni lordi (200 miliardi e 125 miliardi di dollari rispettivamente) e hanno avuto un analogo ciclo economico, con una marcata "bolla" immobiliare. Eppure, all'esplosione della "bolla", grazie alla vigilanza federale, in Nevada non si è avuta una crisi finanziaria locale né alcun intervento statale di salvataggio. Il FDIC ha garantito i depositanti, liquidato in modo ordinato 11 banche, trasferito *assets* per circa 40 miliardi di dollari e sostenuto, senza generare effetti sistemici, perdite nette per 4 miliardi. Le banche federali acquirenti hanno a loro volta assorbito perdite per le attività del Nevada per circa 8 miliardi. Nella sostanza dal mercato, di dimensione federale, è venuto un assorbimento "spontaneo", di ultima istanza, di perdite per circa 12 miliardi di dollari, pari a circa il 10% del PIL del Nevada stesso. In Irlanda, dove tutti i costi della gestione della crisi sono rimasti confinati a livello nazionale, ciò ha dato l'innescò al contagio della crisi dal settore privato bancario al debito sovrano.

2. La letteratura economica conforta le conclusioni cui perviene l'indagine empirica. Da un lato, la forte interrelazione esistente tra istituzioni

⁽¹⁾ Gros, *Banking Union: Ireland vs. Nevada, an illustration of the importance of an integrated banking system*, paper CEPS, ottobre 2012, <http://www.ceps.eu/book/banking-union-ireland-vs-nevada-illustration-importance-integrated-banking-system>.

e mercati finanziari e la progressiva emersione di alti rischi di contagio transfrontaliero (*cross border spill over effects*) consigliano con sicurezza l'introduzione di un'unica autorità di vigilanza. Dall'altro lato, il c.d. "trilemma finanziario" (2) dimostra che non è possibile conseguire allo stesso tempo tutti e tre gli obiettivi: *i*) della stabilità finanziaria, *ii*) della integrazione finanziaria e *iii*) delle politiche nazionali di controllo, giacché queste ultime sono connotate da "miopia" rispetto alle "esternalità" che le pratiche di supervisione nazionale generano all'estero; in tal modo si determina una sotto produzione del bene pubblico della stabilità finanziaria complessiva. Una autorità sopranazionale (europea), viceversa, allinea la dimensione geografica delle politiche di controllo con la dimensione territoriale dei processi di consolidamento e integrazione finanziari generati dal mercato interno rendendo possibile il miglior conseguimento di entrambi gli obiettivi. Ciò significa anche, reciprocamente, che l'assenza di un sistema di vigilanza efficace a livello di "macro area" geografica finisce con l'impedire l'effettivo sviluppo dell'integrazione finanziaria in tale area, giacché, al verificarsi di elementi di crisi, induce massicce "ritirate" nazionalistiche degli operatori nei mercati nazionali e determina un circolo vizioso di autosostenimento tra "sovrano" e banche locali

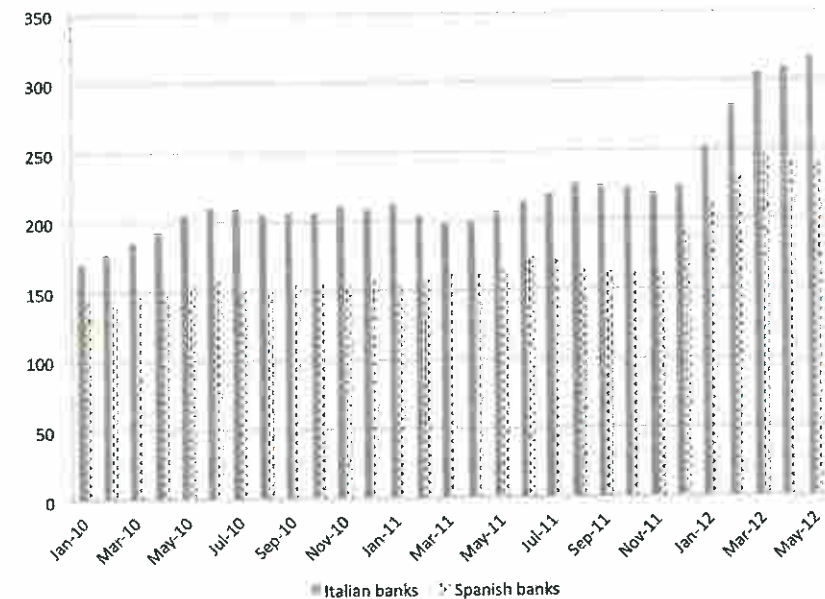
3. A ciò si aggiungono *a*) problemi di selezione avversa e *b*) problemi di azzardo morale.

a) Quanto ai primi, è risultato ormai evidente che in assenza di un meccanismo credibile di vigilanza europea e di una credibile risposta al rischio sovrano e ai suoi effetti sui bilanci delle banche nazionali si determinano le condizioni di un "market for lemons" (per di più, allo stato, incapace di generare anche un "market for cherries"). Le banche, specie straniere, che pur potrebbero prestare agli operatori nazionali in crisi di liquidità non lo fanno perché non riescono a distinguere tra prenditori meritevoli e non meritevoli.

b) Quanto ai secondi (i rischi di azzardo morale e di conseguente "infeudamento" nazionale), è ormai evidente che, in assenza di una credibile vigilanza europea, i "campioni nazionali" hanno incentivi perversi a rafforzare il legame di dipendenza con il proprio "sovrano", a maggior ragione quando questi li sostiene in un circolo di autostenimento reciproco perverso; in tal modo, tuttavia, si aumenta invece che diminuire il complessivo rischio di controparte ulteriormente aggravando l'effetto di selezione avversa già presente sul mercato europeo. La tabella che segue (che

(2) SCHNEIDER, *Banking Supervision and Resolution: The European Dimension*, DSF Policy paper, no. 19, 2012; COSTANTINO, *Towards a European Banking Union*, Lecture held at the start of the academic year of the Duisenberg School of Finance, Amsterdam, 7 settembre 2012.

mostra la correlazione tra debito pubblico e banche nazionali) ne dà visiva dimostrazione con riguardo ai casi di Spagna e Italia.



4. L'attribuzione del potere di vigilanza microprudenziale in capo alla BCE è poi, nei fatti, la logica conseguenza del fatto che, in assenza di un mercato interbancario funzionante la BCE è divenuta la controparte centrale di fatto del sistema e specialmente delle sue componenti più "deboli". Non sorprende che, con sano pragmatismo, in ossequio al generale principio di correlazione potere rischio, invochi corrispondenti poteri di controllo. La natura di "controparte centrale" di fatto è ben evidenziata dalle rilevazioni empiriche riferite alle recenti operazioni innovative di rifinanziamento effettuate dalla BCE a favore delle banche italiane e spagnole e dei loro effetti sul bilancio BCE.

5. Al contempo tanto l'analisi empirica quanto la letteratura economica evidenziano i costi associati al malfunzionamento del sistema di vigilanza nazionale (correlato ai ben noti processi di "regulatory and supervisory competition in laxity"). Nell'area euro, infatti, il livello complessivo del debito privato (a differenza di quello pubblico, con la sola eccezione della Grecia) è aumentato di circa il 30% mentre nei c.d. paesi periferici molto di più (in Grecia del 217%; in Irlanda del 101%; in Spagna del 75%; in Portogallo del 49%). Ciò ha avuto un ruolo determinante nell'aggravare i deficit esterni di tali paesi ed è, a ben vedere, dipeso principalmente da un

eccesso di crescita del credito alle famiglie e alle imprese derivante a sua volta, almeno in parte, da una vigilanza nazionale troppo lassista. Non a caso una precisa correlazione inversa tra dimensione (locale) della vigilanza e severità della stessa è trovata di recente negli Stati Uniti nel confronto tra vigilanza statale e federale ⁽³⁾. Non stupisce, pertanto, che le agenzie di rating abbiano in genere accolto favorevolmente il progetto di vigilanza europea. Emblematico il comunicato di Moodys del 17 Settembre 2012 ove testualmente si legge che « la creazione di un unitario sistema di vigilanza è un requisito essenziale per consentire al MES di iniettare capitale direttamente nelle banche invece che canalizzarlo attraverso gli stati nazionali. L'assunzione di una responsabilità collettiva per tali iniezioni di capitale sarebbe un passo importante nella direzione di rompere il rapporto tra i sovrani e i loro sistemi bancari nazionali, che ha fatto venir meno la fiducia degli investitori nelle aree deboli dell'euro. La creazione di un supervisore unitario bilancerebbe la responsabilità collettiva di sostenere finanziariamente le banche con la responsabilità collettiva di vigilarle. La creazione di un unitario sistema di vigilanza non determina di per sé maggiori costi o rischi; sì, invece, il più ampio processo di integrazione finanziaria ed economica in cui tale sistema si colloca, giacché ciò richiederà che i governi più forti assumano passività condizionali aggiuntive. Questo è un fattore importante per il nostro outlook negativo rispetto ai bond con tripla AAA emessi da Austria, Francia, Germania, Lussemburgo e Olanda ».

6. In questo contesto macroeconomico, nella definizione dei futuri assetti di vigilanza e gestione della crisi bancaria europea, assumono particolare rilevanza (come fattori in parte condizionanti) i limiti giuridici segnati dal Trattato. Mi limito qui ad accennare solo a due di essi.

a) Quanto alla base giuridica prescelta per la costituzione del meccanismo di supervisione unica, e cioè l'art. 127(6) TFEU, è ben noto che tale norma da un lato presenta il limite (oggettivo, risultante dalla stessa lettera del Trattato) di non consentire (almeno su tale base giuridica) l'accentramento europeo anche delle funzioni di supervisione sulle assicurazioni (correndo così il rischio di rendere in tal modo instabile la vigilanza microprudenziale accentrata sui conglomerati bancari assicurativi); dall'altro lato, non del tutto chiarito è allo stato il rapporto tra l'art. 127(6) TFEU e l'art. 65(1)(b) TFEU che riconosce agli Stati membri le competenze in materia di vigilanza prudenziale. Ciò costringe a dare, in assenza di una modifica al Trattato, una "ennesima" lettura "estensiva" della "ambiguità costruttiva" dell'art. 127(6) del Trattato voluta in sede di unione monetaria

⁽³⁾ AGARWAL - LUCCA - SERU - THIRU, *Inconsistent Regulators: Evidence from Banking*, working paper, 2013, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1978548.

(e correlativamente riduzionista dell'art. 65(1)(b)), che potrebbe sollevare conflitti interpretativi e richiedere un riesame da parte della Corte di Giustizia. La base giuridica fondata sull'art. 127(6) si riflette anche sulle modalità di eventuale revisione del futuro regolamento, consentendo (verosimilmente, secondo quanto suggerito dalla stessa BCE) l'utilizzo dell'art. 48(7) per la eventuale futura riforma del regolamento adottato ex art. 127(6) e di sottrarsi in tal modo dal vincolo dell'unanimità.

La base giuridica fondata sull'art. 127(6) TFEU condiziona, mi pare, almeno due scelte "strutturali" di notevole rilevanza: i) rende necessario accentrare la vigilanza prudenziale presso l'autorità monetaria, finendo in tal modo per accrescere la distanza — rispetto alla prospettiva della supervisione unica a 27 — con gli Stati Membri non partecipanti all'euro e, al tempo stesso, riproponendo i consueti interrogativi funzionali circa la coesistenza di funzione monetaria e prudenziale (creando in tal modo difficoltà di *governance*, di cui si dirà *infra*) e ii) consente di trasferire alla BCE esclusivamente un numero "chiuso" di funzioni. L'art. 127 (6) prevede infatti che siano attribuiti "specifici compiti". Coerentemente, il regolamento che istituisce il sistema di vigilanza unica individua tassativamente, seppur con formula ampia (e, anch'essa, "costruttivamente ambigua"), all'art. 4, le funzioni attribuite alla BCE con finalità di vigilanza micro (e macro)prudenziale.

b) L'art. 127(6) TFEU non offre, invece, alcuna utile base giuridica per l'istituzione di una unitaria autorità europea di gestione delle crisi bancarie. Si tratta infatti di competenze che esulano rispetto ai compiti previsti dall'art. 127(6). Ne segue che la base giuridica di una unitaria *resolution authority* può rinvenirsi solo nell'art. 114 TFEU. Questa diversa base giuridica (peraltro la medesima su cui è stata fondata l'istituzione dell'EBA) pone fin d'ora la questione, di prospettiva, se l'ulteriore evoluzione dei 3 pilastri dell'Unione bancaria (funzione regolamentare in capo alla Commissione e all'EBA; funzione di vigilanza prudenziale in capo alla BCE e funzione di gestione della crisi in capo ad una autorità europea) continuerà a poggiare su tre distinte basi giuridiche o se, viceversa, il futuro carattere di accentramento europeo (anche oltre l'Unione monetaria), necessariamente condiviso dai tre pilastri non richiederà di utilizzare per tutti e tre la medesima base giuridica e in tal caso alternativamente: i) l'art. 114, qualora si abbia il medesimo "grado" di "coraggio istituzionale" già utilizzato dal regolamento 513/2011 in relazione alla competenza accentrata di vigilanza ESMA sulle agenzie di rating ma ovviamente spingendo ulteriormente avanti, con l'auspicabile avallo della Corte di Giustizia, quel processo espansivo delle competenze delle agenzie europee che ha trovato il suo primo fondamento nella sentenza della Corte nel caso C-217/04; ovvero ii) l'art. 352 TFEU, qualora tuttavia — visto che tale competenza residuale sussiste solo ove non vi siano competenze speciali — non si

concluda che l'art. 127(6) consente in verità la costruzione di una autorità di vigilanza bancaria unitaria a pieno titolo per tutta l'Unione (e non solo per gli SM partecipanti all'euro); ovvero *iii*) una modifica del Trattato, se del caso con la procedura semplificata dell'art. 48 (6) TUE.

È dunque razionalmente plausibile anche se politicamente non probabile che l'attuale proposta di accentramento "selettivo" presso la BCE delle funzioni di vigilanza prudenziale ai sensi dell'art. 127(6) costituisca una prima fase transitoria di un più ampio percorso istituzionale: un primo, importante, "incubatore" per la soluzione "a regime" diretta all'istituzione di un'autorità di vigilanza (evoluzione dell'attuale EBA) *autonoma* dal sistema delle banche centrali. Anche in questa prospettiva evolucionista, risulta, a mio modo di vedere, fin d'ora importante l'elaborazione di un adeguato assetto di *governance* "autonomistico" della vigilanza prudenziale entro la BCE che ne possa domani favorire lo scorporo.

7. Un ultimo punto, sempre in tema di adeguata base giuridica, merita infine di essere, sia pure brevemente, accennato. Mi riferisco in particolare al ruolo del principio di sussidiarietà nella definizione del *perimetro* della vigilanza accentrata europea. A me pare infatti che, nell'attuale fase di incompiuta integrazione economica e monetaria, il Trattato *sopporti* un'estensione di tale vigilanza alle banche nazionali di rilevanza solo locale e dunque non "sistemicamente rilevanti" (tali essendo solo le circa 30 indicate come tali dal gruppo Liikanen, che raccolgono il 75% circa degli attivi bancari europei) solo al prezzo di una grave forzatura giuridica. Si tratta, a ben vedere, di una scelta marcatamente "politica", altamente qualificante in quanto intimamente connessa alla necessità di conseguire, attraverso il meccanismo di supervisione unica sull'intero comparto bancario, effetti di stabilizzazione non solo per le banche ma anche per gli stati sovrani più vulnerabili. Tale scelta, dunque, per quanto giuridicamente discutibile appare, con decisione, la via ad una più marcata integrazione politica.

SABINO FORTUNATO

LA VIGILANZA DEL MERCATO A LIVELLO COMUNITARIO

SOMMARIO: 1. Considerazioni preliminari. — 2. L'architettura finanziaria. — 3. Vigilanza macroprudenziale, rischio sistemico (CERS). — 4. Vigilanza microprudenziale di vigilanza settoriale (AEV). — 5. La funzione regolata sanzionatoria. — 7. La funzione mediatrice o vincolante. — 8. Considerazioni conclusive.

1. Considerazioni preliminari.

Prima di entrare nel merito del tema di questa nota, si vorrà svolgere quattro rilievi preliminari. Successivamente si affronteranno tre aspetti specifici relativi alla vigilanza comunitaria.

La prima osservazione è che la crisi finanziaria che stiamo da tempo attraversando ha evidenziato come il sistema si assume nelle società contemporanee il "governo" del rischio, del crollo dei derivati costruiti sui *subprime*, non trovai a discutere nel noto convegno annuale *management*, richiamando l'analisi del noto studioso Beck, che ha caratterizzato la modernità con il concetto di "società del rischio", una società articolata e complessa, dinamica e la propria capacità innovativa e proiettata sui modelli previsionali del futuro; e il futuro signifi- cercano di imbrigliare l'inatteso, appunto il rischio.

Di qui il mio secondo rilievo preliminare: il bisogno esponenziale di una regolamentazione crescente e di là dei proclami istituzionali di delegificazione, i principi principali in questo orientamento delle nostre società: tentativo di governare il rischio che si genera e si evolve in modo innovativo.

Non si tratta di un fenomeno esclusivamente nazionale, ma solo l'ambito della regolazione finanziaria. Ma, p