



LA REGOLAMENTAZIONE FINANZIARIA NEL CONTESTO GLOBALE: NUOVI OBIETTIVI E FUTURO MODELLO

MARIA ELENA SALERNO*

La crisi finanziaria internazionale ha fatto emergere la necessità di regolare e monitorare i rischi finanziari a livello macro. Da ciò deriva l'adozione, dopo la crisi, di un nuovo approccio regolativo che assume come obiettivo chiave della regolamentazione e della supervisione delle istituzioni e dei mercati finanziari la tradizionale stabilità finanziaria, intesa però nella rinnovata e più ampia prospettiva di "stabilità sistemica". In questa nuova ottica, il modello di regolamentazione finanziaria che presumibilmente si delineerà su scala mondiale al fine di migliorare la governance dei mercati finanziari integrati e, dunque, la "resilienza" di questi ultimi nei confronti di crisi finanziarie future sarà quello in grado di trovare un giusto e soprattutto fattibile equilibrio tra regolamentazione nazionale e regolamentazione internazionale

La crisi finanziaria mondiale ha dato ragione a quelle tesi che reputano la teoria anglo-americana dei mercati auto-regolamentati non solo non corretta ma anche fonte di effetti fortemente pregiudizievoli per l'economia.

Da tale consapevolezza deriva la spinta verso una più rigorosa ed ap-

* Università di Siena - mariaelena.salerno@unisi.it



propriata regolamentazione del sistema finanziario volta a promuovere e mantenere la stabilità finanziaria; peraltro una molteplicità di ragioni (rischio di ricadute globali avverse, necessità di un *level playing field* tra intermediari onde ridurre il *regulatory arbitrage*, esigenza di ridurre l'influenza politica sui regolatori) induce a ritenere che in un contesto globalizzato, quale quello attuale, anche la regolamentazione debba essere globalizzata - quantomeno con riferimento a quei fenomeni caratterizzati da rischio sistemico ed in armonia con le caratteristiche istituzionali e culturali delle singole nazioni -, conformandosi agli *standards* ed i principi elaborati a livello internazionale e multilaterale.

Se queste considerazioni appaiono corrette in termini assoluti, si evidenziano notevoli difficoltà, di natura sia tecnica che politica, in relazione alla tipologia, al livello di regolamentazione nonché al tempo necessario ad elaborare ed implementare la disciplina multilaterale in area finanziaria. Tali difficoltà sono principalmente ascrivibili alle debolezze connaturate al sistema di regolamentazione finanziaria globale, sia sotto il profilo strutturale (cioè in termini di organizzazioni internazionali, comitati transnazionali, interrelazioni reciproche e composizione dei medesimi) sia sotto l'aspetto funzionale (cioè delle regole finanziarie). Più precisamente, la crisi finanziaria mondiale ha evidenziato, con riferimento al primo profilo, la scarsa capacità (in termini di autorità, legittimità e mandato) delle c.d. *Bretton Woods Institutions* (Fondo Monetario Internazionale, Banca Mondiale) di fronteggiare i rischi connessi alla crescente complessità, estensione e dimensione del sistema finanziario globale e, con riguardo al secondo, la prevalenza di meccanismi di regolamentazione e di vigilanza sostanzialmente realizzati su basi nazionali accompagnati dall'esistenza di *standards* internazionali che, per la loro natura di "*soft law*", si sono rivelati inefficaci e fragili nel regolare istituzioni e mercati finanziari globali.

Partendo da questi presupposti (da un lato, la necessità di una regolamentazione in area finanziaria, per quanto possibile, standardizzata a livello globale e, dall'altro, le carenze nel sistema regolatorio internazionale)



numerose iniziative di riforma sono state assunte su scala mondiale (cfr. G-20, *Declaration - Summit on Financial Markets and the World Economy*, (Nov. 15, 2008), 3, http://www.g20.org/documents/g20_summit_declaration.pdf .; G-20, *Global Plan Annex: Declaration on Strengthening the Financial System*, April 2, 2009, http://www.g20.org/documents/g20_summit_declaration.pdf) al fine assicurare una migliore *governance* dei mercati finanziari integrati onde aumentare la “resilienza” nei confronti di future crisi. E tali iniziative sono state concepite guardando all’obiettivo chiave della “stabilità finanziaria” in una prospettiva regolatoria innovativa, volta cioè a regolare e monitorare i rischi finanziari a livello macro onde perseguire la “stabilità sistemica”. L’enfasi sulla stabilità finanziaria come obiettivo ideologico della regolamentazione e supervisione in tale area deriva dal fatto che il concetto di stabilità finanziaria è potenzialmente molto ampio e malleabile da poter essere costruttivamente utilizzato nella definizione del nuovo approccio regolatorio (cfr. Adenas Mads and Chiu Iris H-Y (2014), *The Foundations and Future of Financial Regulation – Governance for Responsibility*, Abingdon, Oxon: Routledge, 21). In altri termini, l’obiettivo regolatorio della “stabilità finanziaria” non è più limitato alla regolamentazione micro-prudenziale, alla protezione dell’investitore, o alla disciplina di mercato, ma viene utilizzato per una regolamentazione macro-prudenziale concernente il sistema nel suo insieme. In altre parole, tale obiettivo viene oggi propriamente inteso in termini di “stabilità sistemica”.

Dal rinnovato obiettivo delle stabilità finanziaria intesa come stabilità sistemica discende il principio essenziale che ispira le proposte di riforma destinate a rafforzare l’architettura finanziaria internazionale ed il regime degli *standards* globali. Come si legge nella *Declaration on Strengthening the Financial System* del G20 “[...] *all systematically important financial intermediaries, markets and instruments should be subject to an appropriate degree of regulation and oversight.*” In aggiunta, il *Financial Stability Board* nei suoi *Reports* (disponibili sul sito www.financialstabilitybo-



ard.org) raccomanda: “*financial supervision should not only be exercised institution by institution (micro-prudential supervision), but it should also encompass the good functioning of the whole financial system (macro prudential supervision)*” (cfr. FSF Report on Enhancing Market and Institutional Resilience).

Venendo alle riforme, per ciò che concerne l’architettura finanziaria globale, quelle attuate a partire dal 2009 più che ad un vero e proprio rifacimento hanno condotto al rafforzamento delle organizzazioni internazionali che la compongono in termini di capacità, autorità e legittimità nel promuovere la concreta implementazione su scala globale di un *international financial standards regime* nonché in termini di reciproca collaborazione ed interrelazione tra le medesime; il che è come dire che in area finanziaria non ci sono ancora le condizioni per la costituzione di un’*autorità di regolamentazione finanziaria unica a livello mondiale del tipo della World Trade Organisation*. Dunque, attualmente in ambito internazionale esiste una struttura di *governance* dei mercati finanziari integrati basata su tre entità, affatto differenti per missione, composizione, *status* giuridico: il G20 che è composto dai capi di Stato e di governo di un ristretto gruppo (informale) di nazioni, privo di sede stabile, e che, successivamente alla crisi, ha assunto il rinnovato ruolo di individuare le aree del mercato finanziario da regolare e di proporre le relative riforme nonché di monitorare l’intero funzionamento dell’architettura finanziaria globale; il Fondo Monetario Internazionale, che si presenta come un’organizzazione formale, con sede stabile e *membership* universale (188 paesi), e che focalizza le proprie competenze sulla sorveglianza e la valutazione del livello di implementazione degli *standards* finanziari internazionali in ciascun paese; il *Financial Stability Board*, creato dal G20 nel 2009 quale successore del *Financial Stability Forum*, che è un’istituzione informale, composta da uno strano *mix* di capi di Stato e di Governo, di *Standards Setters* (BCBC, IAIS, IOSCO), di autorità di vigilanza nazionali appartenenti a 24 paesi con sede a Basilea presso la Banca dei Regolamenti Internazio-



nali e che ha assunto l'ambizioso ruolo di coordinare il processo di produzione degli *standards* globali, attraverso la supervisione dell'attività dei regolatori transnazionali e dell'implementazione da parte di questi ultimi dell'ambizioso programma di riforme della regolamentazione finanziaria predisposto dal G20.

Con riguardo alla regolamentazione finanziaria, il numero di riforme attuate in termini di rinnovamento e rafforzamento degli *standards* internazionali è davvero impressionante. Qui basti ricordare: l'adozione dei requisiti di capitale con Basilea 3, con l'introduzione di un *counter cyclical capital buffer* e un supplemento patrimoniale per le *globally systemically important financial institutions (G-SIFIs)*; l'accordo raggiunto su uno dei due requisiti di liquidità (il *liquidity coverage ratio*); alcuni progressi nella riduzione del fenomeno del "*too-big-to-fail*", con l'identificazione delle G-SIFIs e delle *domestically systemically important banks (D-SIBs)* e la predisposizione di più elevati livelli di adeguatezza patrimoniale e di una più intesa vigilanza nonché di alcune riforme degli schemi nazionali di risoluzione delle crisi (compresi strumenti di *bail-in*); il miglioramento del modello di *securitisation*; l'adozione di principi per sane pratiche di compensazione; l'accordo per la convergenza tra *Generally Accepted Accounting Principles (GAAP)* degli Stati Uniti e *International Financial Reporting Standards (IFRS)* con riferimento al trattamento di alcuni tipi di transazioni; alcune riforme per i derivati OTC.

Quindi, nel suo insieme, le innovazioni della regolamentazione finanziaria globale attuate o in corso di attuazione sono certamente significative, per cui, ad oggi, il problema rimane la concreta ed effettiva implementazione a livello nazionale dei nuovi *standards* internazionali; implementazione non obbligatoria attesa la natura di *soft law* di questi ultimi. Da ciò discende la predisposizione di una serie di incentivi volti ad incoraggiarne l'implementazione: accanto ad incentivi di mercato esistono incentivi ufficiali quali: la valutazione da parte di IMF e WB del livello di implementazione in ciascun paese attraverso i *Financial Sector Asses-*



sment Programs (FSAPs) ed i *Reports on the Observance of Standards and Codes (ROSCs)*; *peer pressures and peer reviews* da parte degli *standard setting bodies* e del FSB; l'impegno dei membri del FSB di implementare gli *standards* e di sottoporsi a FSAPs e *peer reviews* onde verificarne il grado di *compliance* nonché di rendere pubblici i risultati delle valutazioni (meccanismo del *name and shame*); contro-misure nei confronti delle giurisdizioni *non compliant*.

Comunque, al di là degli incentivi ufficiali e di mercato, un punto cruciale ai fini della implementazione su scala mondiale del nuovo *framework* di *standards* internazionali concerne la delimitazione chiara e precisa dell'area regolativa da rimettere ai regolatori internazionali. Il che significa riuscire ad individuare il modello di regolamentazione del mercato finanziario globale da adottare nel futuro prossimo; modello che non potrà che scaturire dalla ricerca di un appropriato bilanciamento tra regolamentazione finanziaria nazionale e *standards* finanziari internazionali.

In proposito, riteniamo che, quantomeno per il momento, nell'ambito del contesto globalizzato, solamente un modello intermedio tra un approccio alla regolamentazione e supervisione finanziaria *globalizzato* (*universale*) ed uno *de-globalizzato* (*nazionale o territoriale*) sarebbe concretamente realizzabile.

Infatti, l'approccio universale presuppone la globalizzazione piena e completa della regolamentazione in tutte le aree del mercato finanziario. Questo risultato potrebbe essere ottenuto attraverso un rafforzamento delle *guidelines* internazionali, la loro vigorosa implementazione ed una strettissima collaborazione tra regolatori. Tuttavia, se è vero che in base a tale modello la regolamentazione finanziaria proseguirebbe di pari passo con la progressiva integrazione dei mercati finanziari, è altresì vero che la sua concreta attuazione appare alquanto utopistica (per la riluttanza dei singoli paesi di cedere la propria sovranità regolativa ad un'unica autorità globale) se non addirittura indesiderabile (perché un sistema di regolamentazione internazionale del tipo "*one size fits all*" potrebbe comporta-



re la perdita di flessibilità regolatoria per rispondere alle condizioni locali nonché la perdita di autorità e di responsabilità delle autorità nazionali).

Dal lato opposto, l'approccio territoriale presuppone la completa de-globalizzazione della regolamentazione finanziaria; risultato quest'ultimo scaturibile da una politica fortemente protezionistica da parte ciascun paese e dall'adozione di regolamentazioni locali diverse le une dalle altre. Sulla base di tale approccio, la regolamentazione finanziaria non seguirebbe l'integrazione dei mercati, anzi la ostacolerebbe. Essa risulterebbe limitata ai confini nazionali e, come tale, sarebbe incapace di gestire e fronteggiare i rischi di insolvenza degli intermediari e dei mercati finanziari *cross-borders*. Ecco perché tale modello dovrebbe essere respinto per definizione in quanto inadatto a regolare e monitorare mercati integrati.

Stanti le precedenti considerazioni, il ricorso ad un modello intermedio tra i due estremi, che potremmo definire *universale modificato* (cfr. Claessens Stijn, Herring Richard J, and Schoemaker Dirk (2010), *A Safer World Financial System: Improving the Resolution of Systemic Institutions*, Geneva Reports on the World Economy 12, International Center for Monetary and Banking Studies), sembrerebbe la scelta più appropriata alla situazione attuale. La realizzazione di tale approccio alla regolamentazione e supervisione finanziaria, infatti, piuttosto che perseguire un'utopica standardizzazione totale delle regole in campo finanziario farebbe sostanzialmente perno su una maggiore collaborazione tra regolatori e supervisori nazionali nel rispetto delle autonomie e sovranità nazionali, presupponendo, da una parte, il rafforzamento del potere di regolazione e di vigilanza delle autorità nazionali al fine di migliorare la regolamentazione domestica e, dall'altra, la predisposizione di un minimo di regole armonizzate a livello globale attraverso gli *standards* finanziari internazionali al fine di mantenere la stabilità finanziaria in un sistema finanziario razionalmente integrato (cfr. Rodrik Dani (2009), *A plan B for Global Finance*, *Economist*, March 12.), *ergo* la *stabilità sistemica*. Allo stesso tempo, l'implementazione nazionale del limitato *framework* di regole internazionali



dovrebbe diventare il più possibile vincolante, attraverso una più ampia partecipazione delle singole nazioni al processo di produzione degli *standards* globali, più stringenti incentivi di mercato ed ufficiali per la relativa implementazione, maggiore cooperazione tra regolatori e supervisor nazionali.

In conclusione, stante la realtà del momento, l'approccio alla regolamentazione finanziaria intermedio rimane l'unico realizzabile o persino desiderabile; l'unico che potrebbe portare ad una concreta implementazione del *minimum* di regole armonizzato finalizzata ad assicurare una efficiente e razionale globalizzazione ed integrazione di mercati finanziari.

Gli anni a venire ci forniranno la risposta.