

## **Le soluzioni normative alla crisi: alcune riflessioni sulle riforme britanniche e sulle proposte dell'Unione Europea**

**Costanza A. Russo<sup>1</sup>**

(...) e perchè tanto sangue si è versato e tante energie sono andate distrutte,  
Facciamo in modo che il maggior numero possibile di questioni  
Che il passato ha lasciato insolute, venga risolto e l'umanità possa  
Ripigliare la sua strada senza che ancora tanto grigiame di tristezze  
e di ingiustizie le intralci la via, senza che il suo avvenire possa essere  
a breve scadenza attraversato da un'altra di queste catastrofi  
che richieda di nuovo un altro, come questo, formidabile dispendio  
di vita e di attività.  
(A. Gramsci)<sup>2</sup>

### **Premessa**

All'odierno quesito su quale sia la direzione che assumerà il diritto europeo delle imprese bancarie e finanziarie, è finalmente possibile dare una risposta argomentando non più sulla base di valutazioni ipotetiche e di maggiore o minore opportunità basate sulle interpretazioni che da varie fonti si sono susseguite nel corso del biennio passato ma sulla base dell'ampia produzione normativa che ha interessato e sta interessando sia la Comunità europea sia gli Stati membri singolarmente. E sulla base di questa possiamo oggi dire che l'intervento del regolatore si è fatto più tecnico, più attento, più interessato alle connessioni transfrontaliere, ovviamente più sensibile alla "prevenzione" e alla disciplina di dettaglio, nonchè a quella di mercato, sebbene non sembri particolarmente concentrato sull'aspetto sanzionatorio.

Nella nostra analisi si prenderanno quindi in considerazione due casi: quello dell'Inghilterra e quello dell'Unione europea. Il primo, perchè la Gran Bretagna pare essere il paese che più profondamente ha riformato il proprio sistema regolamentare per il tramite di interventi provenienti e dalle Autorità di vigilanza e dal Parlamento e dalla stessa industria coinvolta, il secondo perchè le decisioni prese in sede EU saranno destinate ad essere recepite da ogni ordinamento ovvero determineranno il nuovo corso dell'architettura complessiva della vigilanza finanziaria, e pertanto ci interessano direttamente.

### **La Gran Bretagna**

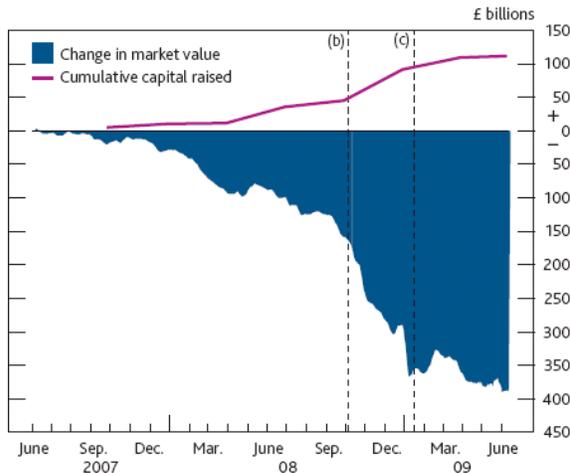
L'Inghilterra, si sa, è stata pesantemente colpita dalla crisi, e il suo governo ha dovuto aiutare, in rapida successione, la Northern Rock, Lloyd's, RBS, HBOS, Bradford&Bingley, nonchè le controllate di alcune banche islandesi insolventi, e solo dopo l'emanazione di una legge sul fallimento bancario ha potuto, finalmente, liquidare in maniera non traumatica (piccole) banche come la *Dunfermline Building Society*.

---

<sup>1</sup> Dottoranda in "Economics, Markets, Institutions", Scuola di Alti Studi, IMT, Lucca.

<sup>2</sup> Tratto da «Il grido del popolo», n. 536, 31 Ottobre 1914, nella rubrica: *La guerra e le opinioni dei socialisti*.

**Chart 2** Loss of market value of major UK banks' banking book assets and their capital raising<sup>(a)</sup>



Sources: Bank of England, Bloomberg, JPMorgan Chase & Co., Merrill Lynch, UBS Delta, published accounts and Bank calculations.

- (a) Based on weekly moving average prices of traded Instruments as proxies for market value of similar banking book exposures. Group comprises Banco Santander, Barclays, HSBC, Lloyds Banking Group, Nationwide, Northern Rock and RBS.  
 (b) First UK support package announced (8 October 2008).  
 (c) Second UK package of measures announced (19 January 2009).

Ma non si è trattato di episodi isolati perchè la crisi ha coinvolto l'intero comparto bancario le cui perdite di bilancio *mark-to-market* sono praticamente raddoppiate nel giro di pochi mesi superando ampiamente l'ammontare di capitale raccolto (si v. Chart 2). La serietà delle condizioni del settore era tale che la situazione si è relativamente stabilizzata solo svariati mesi dopo il massiccio intervento governativo che ha saputo combinare interventi diretti sul capitale con interventi di politica monetaria e *quantitative easing* - grazie alla collaborazione della banca centrale - e che ha avuto l'indubbio pregio di ristabilire un adeguato livello di fiducia tra gli operatori del mercato.

Il passo successivo è stato quindi quello di riscrivere le regole del settore per

colmare da un lato, lacune normative e dall'altro per rendere più stringenti i requisiti di liquidità a cui le banche avrebbero dovuto attenersi, con ciò abbandonando per certi versi la tradizionale regolamentazione inglese basata su principi piuttosto che su discipline di dettaglio<sup>3</sup>.

Nel corso della presente sezione, si analizzeranno sia le proposte *de jure condendo*, sia quanto è già in vigore o che comunque lo sarà a partire da una specifica data.

Tra le prime rientrano le proposte contenute nel rapporto *Walker* sulla *governance* bancaria e in quello *Turner* di riordino globale del sistema che si accompagna a documenti di consultazione e da ultimo ad una proposta di legge attualmente in discussione al Parlamento, poi ci occuperemo del tentativo di regolare il mercato dei mutui e la trasparenza delle informazioni finanziarie nonché quello di migliorare i rapporti tra le banche e il fisco britannico. Tra le norme *de jure condito* analizzeremo sia la nuova legge sull'insolvenza bancaria, sia i cambiamenti al *Handbook* della Autorità di controllo, ossia al corrispondente delle nostre Istruzioni di vigilanza e Disposizioni prudenziali, che hanno riguardato i requisiti di liquidità, i compensi dei *managers*, la *governance* e i sistemi di protezione dei depositi.

### **Il Turner review e il Financial Services Bill**

Nel marzo 2009 viene pubblicato il rapporto commissionato dal Ministero del tesoro a Sir Adair Turner, *Chairman* della FSA, nel quale si indagano le cause della crisi, si auspica un approccio di tipo sistemico, si indicano quindi i settori su cui deve concentrarsi il regolatore futuro e poi ci si chiede se non sia opportuno anche intervenire in altri ambiti,

<sup>3</sup> Premonitrici in questo senso le parole di Hector Sands, allora alla FSA: "Principles based regulation cannot work for people who have no principles".

quali la regolamentazione dei prodotti finanziari *retail* e all'ingrosso e se non sia opportuno introdurre ulteriori strumenti anticiclici.

Le proposte del *Chairman* si concentrano innanzitutto su capitale, regole contabili e liquidità e nello specifico sulla necessità di evitare ogni effetto prociclico, di aumentare i requisiti di capitale degli istituti di credito e di mitigare il rischio di liquidità sia a livello di sistema che di singola banca. Inoltre, e giustamente, si afferma che non bisogna avere come riferimento la “denominazione giuridica” di una istituzione, ma bisogna aver riguardo alla sostanza economica: molti soggetti erano di fatto banche ma non erano regolati come tali (c.d. *shadow banking system* composto, tra gli altri, da società veicolo e *money market mutual funds*) di questi, quelli che creano un rischio sostanziale non devono essere contabilizzati fuori bilancio. Ed è al *trading book* di una banca che bisogna prestare particolare attenzione per evitare crisi di liquidità. Altri suggerimenti riguardano la protezione dei depositi, la liquidazione di una banca, le agenzie di *rating*, la remunerazione e i sistemi di compensazione e pagamento (*clearing* e *netting*).

Alcune proposte del *Turner Review*, incluse quelle elaborate successivamente relative alle banche di importanza sistemica, sono state riprese dal *Financial services Bill*, ossia la proposta di legge discussa in Parlamento da fine Novembre 2009 che modificherà il *Financial Services Markets Act* del 2000, e della quale ci occuperemo dettagliatamente in questa sede. Altre invece –come quelle sui requisiti di capitale –sono state accolte dalla FSA che ha modificato, si diceva, il proprio Handbook, e verranno analizzate nel prosieguo della trattazione.

Del *Financial Services Bill* va innanzitutto segnalata la creazione di un nuovo organismo *ad hoc*, il **Council for Financial Stability** che serve piuttosto ad ovviare alle deficienze contenute nel *Memorandum of Understanding* tra le Autorità Tripartite in caso di crisi, e il cui compito consiste nel monitorare gli elementi di criticità relativi alla stabilità del sistema finanziario e nel coordinare ogni azione a tal proposito intrapresa o da intraprendere da parte delle Autorità. Non a caso fanno parte del *Council* il Ministro del Tesoro –che lo presiede –il presidente della FSA e il Governatore della Banca d'Inghilterra. È richiesta la pubblicazione annuale di un *report* contenente l'attività dell'organo.

È altresì prevista l'istituzione di una **nuova Authority** che supporti il consumatore nelle scelte finanziarie e che si affiancherà al già esistente programma della FSA *Money Market Made Clear*. Infatti grande attenzione è stata rivolta al problema del c.d. *advice gap*: persone con reddito medio-basso non hanno accesso a consulenza finanziaria gratuita o comunque a costi contenuti, e che sia imparziale e affidabile, il che aumenta l'esposizione di tali soggetti a scelte di investimento sbagliate o pericolose che possono poi portarli nel lungo tempo a difficoltà economiche, che a loro volta si traducono in un fattore di rischio per la stessa industria finanziaria (i debitori *subprime* ne sono stati un esempio). Non a caso uno studio commissionato proprio dalla FSA mostra come tali soggetti basino le proprie scelte di investimento su consigli ricevuti da amici e parenti e dall'utilizzo di motori di ricerca come GOOGLE.

È per ovviare a questi pericoli che nascerà il *Consumer Financial Education Body*, i cui obiettivi statuari consisteranno nel promuovere la conoscenza e comprensione di argomenti finanziari e nel migliorare la capacità del pubblico di gestire i propri affari. In particolare l'Autorità dovrà occuparsi di promuovere la consapevolezza dei benefici del *financial planning*, delle caratteristiche dei beni e servizi offerti dagli operatori, nonché

dei rischi ad essi connessi. Sarà composta da un presidente, un *chief executive* ed un consiglio formato dai direttori generali dell'Autorità stessa. La maggiore fonte di finanziamento sarà data da contributi della stessa industria interessata come anche potrà ricevere eventuali fondi dal Ministero del Tesoro o dal Segretariato di Stato.

La legge in analisi modifica inoltre gli **obiettivi** e i poteri della **FSA**. Al momento della sua istituzione alla stessa era stato affidato (dal *Financial Services Markets Act*) il compito di mantenere la fiducia nel sistema finanziario, di promuovere nei confronti del pubblico la conoscenza e la comprensione dello stesso, di assicurare un adeguato grado di protezione dei consumatori e di ridurre la criminalità finanziaria. Oggi la competenza sull'educazione dei risparmiatori è passata all'Autorità appena descritta ma se ne è aggiunta una specifica –anche in questo caso pare volersi ovviare all'iniziale inattività delle Autorità –riguardante la stabilità finanziaria, laddove con essa si intende attribuire alla FSA il compito di contribuire alla protezione e al miglioramento della stabilità del sistema finanziario britannico. A tal fine la FSA deve considerare le conseguenze di tipo economico e fiscali derivanti da una eventuale instabilità, quelle generali derivanti dalla crescita nonché l'impatto che può essere causato da eventi o circostanze esterne e interne alla Gran Bretagna. Da ultimo la legge impone all'Autorità un obbligo di promuovere la cooperazione internazionale nell'ambito della regolamentazione e supervisione finanziaria, al fine di realizzare nel miglior modo possibile l'obiettivo della stabilità del sistema.

Per quanto riguarda i **poteri del supervisore**, ne vengono rafforzati quelli di tipo disciplinare.

Infatti, ai generali poteri dalla FSA –contenuti nelle Sec. 205 e 206 del FSMA –di non autorizzare l'esercizio dell'attività quando ritenga che non possa essere garantita la sana e prudente (*fit and proper*) gestione e di variare i termini dell'autorizzazione laddove vengano meno alcuni requisiti per l'autorizzazione (*threshold conditions*) si aggiunge quello specifico di poter sospendere o limitare la prosecuzione di una determinata attività o vendita di un certo prodotto, come misura sanzionatoria per un periodo non superiore ai 12 mesi. Secondo studi condotti dalla FSA, la stessa si avvarrà di questi poteri in circa 10-20 casi l'anno.

Un altro potere riguarda la possibilità di multare anche il soggetto persona fisica che avrebbe dovuto richiedere l'autorizzazione all'esercizio di una determinata attività (*controlled functions*, tra cui vi rientrano ad es. quelle riguardanti i requisiti di nomina ad amministratore, o il rispetto delle prescrizioni regolamentari relative alla prestazione dei servizi di investimento o bancari) ma non lo ha fatto. Finora infatti era possibile solo multare l'impresa per la quale il rappresentante lavorava ma non il soggetto stesso. Chiaramente la disposizione non si applica nel caso in cui la FSA, dopo aver ascoltato l'interessato, abbia la ragionevole certezza che egli non sapeva che non era stata concessa l'autorizzazione o non ci si poteva ragionevolmente attendere che ne fosse a conoscenza. Ad ogni modo, l'Autorità ritiene di ricorrere a tale nuovo potere in 5-15 casi all'anno. Ma la FSA potrà altresì utilizzare i nuovi poteri sanzionatori (sospensione o restrizione) anche in caso di *misconducts* poste in essere da soggetti autorizzati, che si sommano a quelli già in vigore che riguardano la possibilità di imporre sanzioni finanziarie e di rendere pubblica la notizia della condotta illecita dell'impresa (*public statement of misconduct e financial penalty* contenute nella Sec. 66 del FSMA).

Vengono inoltre rafforzati i poteri di informazione dell’Autorità ogni volta che la stessa ritenga che l’esibizione di documenti o altre specifiche richieste sia necessaria per tutelare la stabilità del sistema. Gli stessi poteri sono garantiti al Ministero del tesoro che li esercita nei confronti dei partecipanti ai piani di aiuti di Stato.

Il parlamento inglese sta intervenendo anche sulle **remunerazioni** degli *executives* con delle previsioni che complementano quanto già deciso dalla FSA con il suo *policy statement 09.15* con il quale si modificano le istruzioni di vigilanza e che sarà trattato nella sezione relativa alle norme in vigore assieme alle conclusioni in materia del Walker Review.

In materia il Bill stabilisce –avendo evidentemente a mente le conclusioni del FSB su *Sound Compensation Practices* che auspicavano anche un maggior grado di trasparenza – che il *Treasury* deve disciplinare in dettaglio il contenuto del *report* predisposto dalle imprese sulla remunerazione dei propri *executives* e altri soggetti rilevanti. Inoltre, la FSA deve imporre alle imprese vigilate l’adozione di una politica remunerativa che sia coerente con le pratiche di gestione del rischio e con gli *standards* internazionali in materia (si vedrà come la stessa FSA ha provveduto a dettare i principi a cui le remunerazioni devono adeguarsi). In caso di inottemperanza la FSA può prendere ogni provvedimento che ritenga opportuno.

Si interviene anche in materia di **liquidazione** dell’ente vigilato. Con le disposizioni sulle c.d. *living wills* si impone alle imprese di predisporre dei piani *ad hoc* (*recovery plans*, da sottoporre alla FSA) che prevedano o meno la continuazione dell’attività al verificarsi di un evento di *stress* o altre difficoltà e se nella stessa forma o meno. Lo scopo pare essere quello di limitare, prevenire e in un certo senso pianificare le conseguenze dannose che derivano da una gestione inaspettata delle crisi. In questo senso sembra anche volersi lanciare un chiaro messaggio alle imprese regolate: in caso di crisi...preparatevi a fallire!

Come noto, all’acuirsi della turbolenza finanziaria, grande discredito e responsabilità fu attribuito al massiccio utilizzo delle vendite allo scoperto che finirono per essere “bandite” un po’ in tutti gli Stati. Come è altrettanto noto, le **short selling** normalmente hanno due tipi di effetti: da un lato migliorano l’efficienza di mercato perchè rappresentano una buona cartina di tornasole per la valutazione che lo stesso dà ad uno strumento ed iniettano liquidità nel sistema, ma dall’altro ne causano seri fallimenti. Di questi l’Inghilterra, nel regolare il fenomeno, ne prende in considerazione almeno tre: abusi di mercato, disordini nelle trattazioni e opacità. Al fine quindi di limitare al massimo queste inefficienze, si attribuiscono alla FSA due ordini di poteri: 1) quello di proibire –in caso di necessità –l’utilizzo di tali vendite su determinati strumenti finanziari scambiati sul mercato inglese, anche se da soggetti terzi e anche se trattasi di enti non regolati e 2) quello di richiedere ogni informazione o la produzione di documenti che si reputino opportuni. In caso di violazione delle richieste provenienti dalla Autorità, questa può prendere ogni misura che ritenga appropriata.

Il Bill in analisi contiene anche previsioni relative ad una sorta di **class action** e che va sotto il nome di *collective proceeding*. In previsione dell’aumento di casi giudiziari dovuti alla crisi, il *financial services bill* ammette oggi la possibilità che un giudice possa autorizzare la presentazione di un caso da parte di un soggetto che agisce non per sè (associazione consumatori, avvocati), ma in rappresentanza di più persone per cause connesse o nel caso di vera e propria identità di *petitum* e *causa petendi* (*the specified kind of claims raise the same, similar or related issue of fact or law*). Inoltre è previsto

che il giudice debba decidere se applicare un meccanismo di *opting-in* o *opting-out* ossia se deve essere dato un termine perentorio per le adesioni all'azione ovvero se questa viene portata avanti in nome di ogni persona interessata e quest'ultima, qualora non intenda avvalersene, possa specificarlo espressamente entro un certo termine. Il giudice dovrà poi valutare se la decisione sarà giuridicamente vincolante per tutte le persone rappresentate o meno (può essere il caso di una decisione che riguarda specificamente solo alcuni soggetti e a cui gli altri non interessati possono non aderire). Soggetti passivi sono gli enti creditizi o imprese di investimento, loro rappresentanti legali, prestatori di servizi di pagamento o di credito al consumo, mentre l'ambito di applicazione oggettivo comprende quelle cause riguardanti la prestazione di servizi finanziari, relativi ad un *ancillary service*, servizi di pagamento e altri affari.

Sempre in tema di protezione dei consumatori sono istituiti anche dei particolari **sistemi di indennizzo** per danni subiti a seguito di un diffuso comportamento ingiusto o di un costante inadempimento delle regole di vigilanza da parte di imprese autorizzate o di prestatori di servizi di pagamento. Tali meccanismi si applicano laddove le richieste dei soggetti danneggiati potrebbero trovare adeguata protezione in sede giudiziaria. Per *consumer redress scheme* si intende quindi l'obbligo da parte dell'(ufficio reclami dell') impresa di valutare se non abbia rispettato le prescrizioni dell'Autorità (ad esempio in materia di mutui o piani previdenziali) e se sì, di quantificare la natura e i termini dell'inadempimento e in che misura questo possa aver nociuto ai soggetti interessati e quindi rimborsarli di conseguenza. Il che significa che il consumatore non dovrà più adire singolarmente l'ufficio reclami piuttosto che l'Ombudsman, ma è previsto che l'impresa li risarcisca tutti automaticamente e collettivamente.

Per limitare il più possibile l'uso improprio di ***credit card cheques***, che vengono utilizzate in maniera tanto diffusa e sollecitata quanto inconsapevole e rischiosa dalla popolazione britannica, si stabilisce che gli enti creditizi non possano inviare ai correntisti tali cheques, se non specificamente richiesti e comunque in misura non superiore a tre per carta di credito.

La crisi della Northern Rock e la corsa agli sportelli che ne è seguita, ha evidenziato tutta la debolezza del sistema inglese di **protezione dei depositi** (*Financial Services Compensation Scheme*, FSCS). Il governo è corso ai ripari innalzando immediatamente la soglia rimborsabile e poi ha iniziato una serie di consultazioni con le parti interessate. Il risultato di questa *better regulation* è contenuto sostanzialmente nel *Banking Act 2009* (sull'insolvenza bancaria) e in minima parte nel nostro Bill: lì si imponeva agli enti di contribuire anticipatamente ai costi che avrebbe sostenuto il FSCS in caso di fallimento di una banca (*pre-funding*), qui si ammette che nel caso in cui il tesoro debba esercitare uno dei suoi poteri di scioglimento di un ente, questi siano rimborsati dal FSCS mentre allo stesso tempo si rinforza il ruolo dello Schema consentendogli di fungere da agente per il pagamento dei depositanti inglesi in caso di *default* di banca estera.

## **La regolamentazione dei mutui**

Il *discussion paper* della FSA dal titolo *Mortgage Market Review*, esprime gli orientamenti futuri del regolatore in materia di mutui. Sebbene si tratti di un documento in cui l'Autorità si rivolge a tutti i soggetti potenzialmente interessati al fine di discutere

insieme le criticità del settore e gli elementi migliorabili, sono già ben chiari gli intenti e le posizioni della stessa.

Punto di partenza è la necessità di avere un mercato sostenibile per tutti, ossia i concedenti devono essere adeguatamente capitalizzati, senza per ciò perdere in competitività e innovazione, i prenditori devono essere garantiti da un quadro regolamentare chiaro, certo e affidabile e il mercato deve contenere al suo interno i costi e i rischi delle attività senza che questi siano sopportati dalla società nel suo complesso. È pertanto necessario un sistema che sia funzionale alle necessità dei consumatori, ovvero si modelli sulla base delle diverse possibilità e mezzi economici, e che allo stesso tempo metta in guardia gli utenti dei rischi, delle implicazioni e dei costi associati alle proprie scelte. Insomma quello che sarebbe lecito attendersi da sempre.

Le proposte avanzate riguardano la **regolamentazione dei prodotti** e quella della vendite.

Nel primo caso si chiedono stringenti obblighi di indagine documentale circa la condizione patrimoniale del richiedente, eliminando la possibilità di ricorrere ad autocertificazioni e “corsie veloci”. Verrebbe altresì vietata la vendita di certi prodotti a soggetti con un alto rapporto *loan-to-income*, ovvero che abbiano profili e caratteristiche di rischio multiple. Nel caso della **regolamentazione delle vendite** si intende far ricadere la responsabilità finale della valutazione di affidabilità del debitore sul venditore, che è l'ultimo anello della catena del mercato dei prestiti immobiliari (nel mezzo c'è l'intermediario –il *broker* –ed esperienza insegna che questo non conduce un'attenta *due diligence* del debitore o perchè è interessato solo a concludere o perchè confida che lo faccia la finanziaria che a sua volta si fida di quest'ultimo). Ai venditori finali si vorrebbero imporre regole più stringenti sulla trasparenza e sugli strumenti di valutazione della capacità finanziaria del debitore, nonchè ammettere la possibilità di negoziare un mutuo *interest-only* solo sulla base dei pagamenti effettivamente realizzati. Si vuole poi stabilire un tetto massimo di prestito ad un soggetto sulla base del reddito documentato e comunque fissare dei requisiti di accantonamento di capitale in capo alla società specificamente calibrati sul rischio del prenditore appunto per disincentivare la pratica invalsa di concedere prestiti ad alto rischio. Come anche si intende limitare la possibilità di ricorrere all'*equity withdrawal*, ossia continuare a dare in garanzia la propria casa per nuovi prestiti o rinegoziazioni del precedente mutuo sfruttando l'eventuale aumento di valore del bene.

La FSA vorrebbe regolare anche il settore della **distribuzione e consulenza** estendendo ai consulenti, i procuratori e coloro che comunque gestiscono un mutuo, il regime richiesto per i soggetti autorizzati (*approved persons*) i quali devono dimostrare di agire in maniera sana e prudente e di essere in possesso dei necessari requisiti di professionalità ed esperienza. Si propone di dare al prestatore la possibilità di condurre *test* di *stress* sul merito del credito del prenditore (il che non è tanto lontano da quanto previsto dalla direttiva sul credito al consumo) nonchè l'obbligo di aderire a codici di condotta. Si vorrebbe quindi istituire un *Professional Standards board* in materia.

Da ultimo la FSA considera i casi delle **pratiche scorrette** e delle **tariffe** applicate. Si vorrebbero infatti eliminare gli interessi di mora per il mancato pagamento allorquando il soggetto abbia ripreso a pagare, le penali per l'estinzione anticipata del mutuo e le *rolling up fees* previste in determinati tipi di mutuo (*i.e.* quelli che durano tutta la vita del debitore) ossia la possibilità che le commissioni dell'intermediario e quelle extra del

mutuo vengano calcolate a parte e pagate annualmente. Visto che di solito raggiungono livelli particolarmente elevati, il cliente non è ben consapevole del costo finale che sopporterà.

Obiettivo dell'Autorità di vigilanza è anche quello di trasformare in legge la regola del codice di condotta sui mutui che riguarda il **“perdono”** (*forbearance*), ossia la rinuncia della banca a riscuotere la penale in cambio di una rinegoziazione del mutuo in senso favorevole all'ente nonchè di fare in modo che sia assicurata una migliore applicazione delle regole già in vigore sulle commissioni eccessive.

### **Trasparenza delle informazioni finanziarie**

L'idea di fondo in materia è che alla base delle informazioni finanziarie vi siano degli elementi di complessità tali che sia necessario un chiarimento ed una omogeneità anche terminologica al fine proprio di rendere comparabili le informazioni emesse da banche e altre istituzioni finanziarie.

Si ritiene necessario quindi andare oltre quanto previsto dagli IFRS e dalle stesse regole emanate dalla FSA (*Disclosure and Transparency Rules*) al fine di creare un nuovo regime che si basi su principi di chiarezza, omogeneità e comparabilità.

La FSA propone di specificare per lo meno per alcune particolari attività e passività i singoli **valori di riferimento** ossia gli alti, i bassi, e le medie di periodo.

È però altrettanto vero che una eccessiva trasparenza da parte delle banche potrebbe portare a delle esternalità negative date da eventuali asimmetrie informative e da fallimenti nel coordinamento della *disclosure* delle informazioni: di ciò la FSA si mostra particolarmente consapevole e ammette che è necessario bilanciare adeguatamente i benefici (maggior grado di fiducia e aumento della disciplina di mercato) e i costi (di adeguamento alla nuova disciplina derivanti dalla produzione di nuove informazioni e l'impatto che possono avere sul mercato la disponibilità di informazioni che altrimenti non si sarebbero rivelate).

Circa l'individuazione del documento contabile al quale le nuove regole dovrebbero applicarsi si preferisce il bilancio annuale piuttosto che aggiungere/integrare le previsioni del terzo pilastro di Basilea II, il quale pare non aver riscontrato particolare successo tra gli operatori. Non si intendono invece modificare i *reports* trimestrali.

Bisogna anche segnalare l'iniziativa dell'associazione bancaria inglese in base alla quale le 7 maggiori banche britanniche si sono impegnate ad adeguarsi ad un **codice di condotta** in materia, il *BBA Code for Financial Reporting Disclosure*.

### **Le banche e il fisco**

E proprio in materia di codici di condotta, si segnala l'intento da parte del governo di incentivare le banche a “comportarsi bene” e a non nascondere nulla all'amministrazione finanziaria.

Il codice di comportamento proposto pare in realtà una *summa* di buoni principi, niente di particolarmente innovativo. Si richiede agli istituti di credito di predisporre un sistema di *governance* che sia in grado di controllare le transazioni proprie e delle controllate, di non indulgere in pratiche che siano contrarie al volere dell'Agenzia tributaria e di

mantenere rapporti trasparenti con la stessa. Si sottolinea la ovvia necessità di non approfittare della situazione di gruppo per evadere le tasse.

Insomma il governo, ritenendo che l'impegno delle banche ad accettare ed implementare il codice proposto possa aiutare ad aumentare la fiducia del pubblico nei confronti degli istituti, chiede loro di migliorare le proprie pratiche di *governance*, *tax planning* e rapporti con il *High Majesty Revenue and Customs*.

## **Il Walker Review sulla governance degli istituti bancari e finanziari**

Il 26 novembre 2009 vengono resi noti i risultati dell'indagine commissionata dal Primo Ministro a Sir David Walker che aveva il compito di esaminare la *corporate governance* del settore bancario e investigare l'effettività dei sistemi di gestione del rischio da parte degli amministratori, quella dei comitati di controllo interno, remunerazione e nomine, di valutare quale dovesse essere la media ottimale tra competenza, indipendenza ed esperienza all'interno di un *board*, e quale il ruolo degli investitori istituzionali nel monitorare l'operato degli amministratori, se l'approccio britannico fosse in linea con i migliori standards internazionali e in quale forma questi potessero essere efficacemente introdotti in Gran Bretagna.

Su ognuno di questi punti è stata quindi predisposta una serie di raccomandazioni che saranno brevemente analizzate.

In tema di **composizione e competenza del board** si suggerisce di obbligare i membri a seguire corsi di formazione e aggiornamento anche su materie di cui non sono direttamente investiti e bisogna far sì che vi sia un canale societario dedicato a cui possa rivolgersi l'amministratore non esecutivo (NED) per qualsiasi chiarimento necessario. Sempre a proposito di NED's si ritiene che vada aumentato il tempo che costoro dedicano alla società, anche prevedendo nello stesso contratto un numero minimo di giorni (30-36) e che gli stessi siano esaminati al momento della nomina da un comitato di cui facciano parte *senior advisors* con esperienza rilevante nel settore.

Per quanto attiene al **funzionamento e alla valutazione della performance** del *board*, si richiede ai NED's un comportamento pro attivo e critico, laddove necessario, sulle scelte di gestione; lo stesso dicasi per il presidente della società che deve essere portatore di un mix di esperienza finanziarie e "a track record of successful leadership capability" (!), deve assicurare la circolazione delle informazioni richieste tra gli amministratori e dovrebbe essere eletto annualmente. La valutazione della propria *performance* –formale e rigorosa –e di quella dei comitati istituiti è compito dello stesso *board* che ne riporta le conclusioni in un apposito documento allegato o alla dichiarazione annuale del presidente o al bilancio. Tale valutazione può essere oggetto di revisione da parte di un valutatore indipendente che deve verificare l'effettivo rigore con cui è stata condotta l'analisi.

Circa il ruolo degli **investitori istituzionali** si richiede loro sostanzialmente maggiore trasparenza nell'esercizio del voto e l'adesione ad un apposito codice di condotta (Stewardship Code) emanato sotto l'egida del Financial Reporting Council. La FSA deve essere prontamente informata dei casi in cui vi siano avvicendamenti proprietari durante un breve lasso di tempo. Sulla **gestione del rischio** il *report* raccomanda l'istituzione di un comitato *ad hoc* separato da quello di controllo (*audit*) all'interno delle banche e delle compagnie di assicurazione ammesse al listino FTSE100. Il *board* sarà organo consultivo e di analisi del rischio presente e futuro della società anche rispetto alle strategie di

gestione del capitale e della liquidità. Dovrebbe essere invece presente in ogni società finanziaria la figura del CRO, il *chief risk officer* con compiti di valutazione del rischio, il quale deve essere indipendente dalla *business unit* di riferimento e la cui revoca deve essere soggetta all'approvazione del *board*. Deve anche essere predisposto un *report* separato a cadenza annuale sulla gestione del rischio e su i test di *stress* nonché sulla *due diligence* condotta per le varie operazioni. Infine sulle **remunerazioni** i suggerimenti di Sir Walker si concentrano innanzitutto su quelle da corrispondere agli *high end employees* e sul ruolo che deve essere svolto dal comitato per le remunerazioni. Quanto ai primi, si raccomanda che i salari che rientrano in fasce particolarmente alte (1-2.5 mln, 2.5-5mln, da 5 in su) siano chiaramente riportati nel relazione annuale e ne siano descritte e specificate le componenti (stipendio, *bonus* monetario, azionario, contributo pensionistico, premi di produttività di lungo termine). E proprio le componenti devono essere ponderate sulla base dei rendimenti e del rischio e almeno metà della remunerazione variabile deve essere costituita da un incentivo di lungo termine di cui a sua volta la metà da godere non prima dei tre anni e il resto dopo 5. Anche i *bonus* di breve termine devono essere pagati entro i tre anni e non più di un terzo entro il primo. In caso di cattiva gestione deve essere possibile per la società recuperare il *bonus* elargito. I membri esecutivi e l'alta dirigenza (*high end*) devono mantenere una partecipazione nell'impresa in linea con la loro remunerazione totale su base storica. Il comitato remunerazioni deve consigliarsi con quello sul rischio e valutare se sia opportuno o meno concedere ulteriori benefici ad alcuni tra gli esecutivi e gli *high end* anche in caso di dimissioni, pensionamento, scadenza o cambio di controllo.

Pasando invece all'analisi delle riforme già in vigore, si descriverà la regolamentazione delle remunerazioni, dei requisiti di capitale e i sistemi di compensazione dei depositanti

### **La nuova disciplina delle remunerazioni**

L'Autorità di vigilanza inglese ha deciso che il miglior approccio per risolvere il tanto dibattuto problema delle remunerazioni fosse quello di inserire le relative previsioni direttamente nelle proprie Istruzioni di vigilanza, così da rendere obbligatoria l'adesione alla relativa disciplina. Dal primo gennaio 2010 dunque il codice di condotta sulle remunerazioni entrerà a far parte del *Handbook* della FSA. Conseguentemente di quest'ultimo documento è stata modificata la sezione del *senior management*, del GENPRU (*General Prudential Sourcebook*, non essendo stata accolta l'idea di considerare quello relativo ai compensi un rischio a se stante, si è preferito considerarlo come parte del *business risk*) e del SUP (*Supervision Manual*). In buona sostanza, il codice consta di otto principi che si applicano alle banche e *building societies* inglesi che abbiano risorse di capitale superiori ad un miliardo, o a quelle BIPRU 730k<sup>4</sup>, con risorse superiori a 750 milioni, o a quelle banche, BIPRU 730k inglese o estera, facenti parte di un gruppo le cui risorse complessive eccedano se banche o *building societies*, 1 miliardo,

---

<sup>4</sup> Non è purtroppo possibile in questa sede analizzare diffusamente la classificazione delle società inglesi. Basti sapere che le imprese di investimento BIPRU (la sigla indica la sezione dell'*Handbook* di riferimento ossia *Prudential sourcebook for Banks, Building Societies, and Investment firms*) sono classificate in maniera diversa a seconda del capitale (*k*) che viene assunto come base di calcolo per gli accantonamenti prudenziali. Possono essere quindi classificate come UCITS, 50k, 125k, 730k. Nel nostro caso specifico una BIPRU 730k è quella impresa di investimento che non sia un UCITS, una 50k o una 125k e che gestisca un servizio multilaterale di negoziazione.

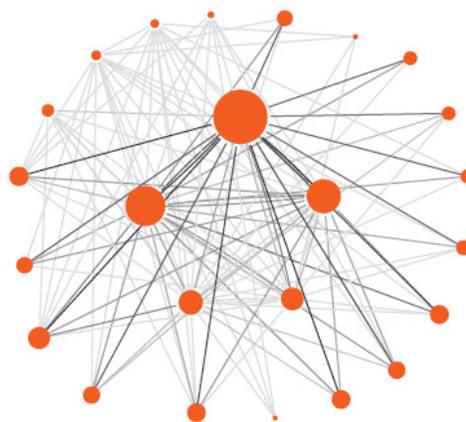
se BIPRU 730k, 750 milioni. Non si applica alle banche che non abbiano sede legale in UK. Si stabilisce quindi che tali imprese devono rispettare il codice in analisi, il quale prevede come principio generale che le politiche di remunerazione debbano essere coerenti con quelle di gestione del **rischio** e questa correlazione viene ribadita lungo tutto il codice, allorquando si stabilisce che il comitato delle remunerazioni deve porre particolare attenzione a questo aspetto, che bisogna presentare una relazione alla FSA specificando l'impatto che esse hanno sul profilo generale di rischio della società, che la funzione di gestione del rischio e di *compliance* deve approvare e valutare la determinazione dello stesso fatta dal comitato sulle remunerazioni nel decidere sull'ammontare degli stipendi, e che la società deve far sì che la remunerazione di un soggetto la cui funzione abbia una influenza significativa sulla società o le cui attività hanno o potrebbero avere un impatto significativo sul profilo di rischio dell'impresa sia in linea con e ne promuova una gestione effettiva. Una disciplina particolare è dettata per la determinazione dell'ammontare spettante a coloro i quali si occupano di *risk management* e *compliance*.

Altri punti interessanti riguardano il principio sul **conflitto di interessi** che richiede che un soggetto non partecipi alla determinazione della remunerazione della propria area di *business* e quelli sulla correlazione tra profitto, **performance** e salari, laddove si chiede di tener conto del lungo termine, della possibilità di differire il godimento del *bonus* e di valutare non solo i risultati finanziari ma anche quelli relativi al rispetto del *framework* regolamentare e di vigilanza, anche estero.

### La nuova regolamentazione della liquidità delle banche

Il livello di esposizione reciproca delle banche inglesi ha contribuito non poco alla diffusione a macchia d'olio della crisi nel sistema (si v. Chart 3.8.). Le nuove regole sugli *standards* di liquidità delle banche hanno quindi permesso all'Autorità da un lato di arginare il fenomeno, e dall'altro di incentivare – si spera – un comportamento più virtuoso da parte degli operatori con indubbi riflessi sulla stabilità del sistema (ma anche sui debitori finali). Le modifiche così effettuate hanno introdotto nel BIPRU sei particolari richieste che riguardano: 1) autosufficienza e liquidità adeguata; 2) sistemi e controlli del rischio di liquidità; 3) *Individual Liquidity Adequacy Standards*; 4) ILAS semplificati; 5) *Regular and Low Frequency Quantitative Reporting*; 6) norme transitorie. Destinatari, sebbene in maniera differenziata, sono banche, *building societies*, succursali di rilevanza sistemica, imprese BIPRU.

**Chart 3.8** Network of large exposures<sup>(a)</sup> between UK banks<sup>(b)(c)</sup>



Source: FSA returns.

- (a) A large exposure is one that exceeds 10% of a lending bank's eligible capital during a period. Eligible capital is defined as Tier 1 plus Tier 2 capital, minus regulatory deductions.
- (b) Each node represents a bank in the United Kingdom. The size of each node is scaled in proportion to the sum of (1) the total value of exposures to a bank, and (2) the total value of exposures of the bank to others in the network. The thickness of a line is proportionate to the value of a single bilateral exposure.
- (c) Based on 2008 Q1 data.

Circa **l'autosufficienza** si stabilisce che ogni succursale deve essere in grado di monitorare e gestire la propria liquidità separatamente da quella delle altre. Vi sono poi dei *caveat* relativi alla dimensione *cross border* dalla *branch* e quelli relativi alla possibilità caso per caso di richiedere una modifica. Per far sì che l'autorità consideri sufficiente la liquidità dell'istituto è richiesto (tra l'altro) che questo detenga una percentuale di obbligazioni del Tesoro, riserve della banca centrale e *bonds* emessi da banche multilaterali di sviluppo. Con i **sistemi e controlli** del rischio si richiede che le imprese pongano in essere, alternativamente, dei particolari meccanismi di gestione dello stesso, *stress test* o piani finanziari di emergenza, la cui attuazione finale ricade sull'organo amministrativo. I sistemi di gestione del rischio devono essere tali da poter valutare adeguatamente (*pricing*) i problemi di liquidità connessi alle diverse linee di *business* e prodotti, alle transazioni quotidiane e al valore della garanzia (*collateral*). I *test* di *stress* devono considerare diverse assunzioni di prezzo, scenari di breve e lungo termine e in particolar modo quelli tipici dell'istituzione, del mercato e la combinazione dei due. I *contingency plans* invece devono identificare chiaramente e quantificare un *range* di fondi che possa essere utilizzato in caso di crisi e quanto tempo possa essere necessario per avervi accesso. In base ai nuovi **standards di liquidità (ILAS)**, le imprese devono condurre a livello di singola impresa (e non di gruppo quindi) dei *tests* che considerino il rischio idiosincratice (es. impossibilità di avere accesso ai fondi, chiusura dei mercati FX, *downgrade*..), quello di crisi di liquidità nel mercato (es. impossibilità di vendita di certi *assets*, incertezza circa la solvibilità delle altre imprese..) ed entrambi, e il cui arco temporale di riferimento vada da due settimane a tre mesi. Vengono ulteriormente specificati i rischi di liquidità a cui far riferimento nonché le fonti di rischio, tra cui vi rientrano quelle intragrupo e di società fuori bilancio.

Gli **ILAS semplificati** invece si applicano, come giusto, a imprese di minori dimensioni e con un *business model* tradizionale ("money box"). Quanto alla trasmissione di **informazioni all'Autorità**, ne viene incrementata la frequenza, la quantità e la tipologia.

### **Sistemi di protezione dei depositi e insolvenza bancaria**

La crisi della NR ha evidenziato le incredibili deficienze regolamentari del sistema di tutela dei depositi e della gestione della **crisi bancaria**. È per questo che è stato prima emanato il *Banking Act 2009* il quale prevede tre ipotesi di "stabilizzazione": *a*) trasferimento della banca o parte di essa ad un acquirente privato, oppure *b*) ad una "banca ponte" o, ma solo a carattere temporaneo, *c*) allo Stato. Il requisito di fondo affinché una banca possa essere considerata insolvente, e quindi in crisi, è che non soddisfi più i requisiti regolamentari richiesti per l'accesso a quel tipo di attività. In tale valutazione, compiuta dalla FSA, bisogna tener conto delle specifiche condizioni del momento e del fatto che per poter rientrare nei requisiti fissati, l'istituto avrebbe bisogno di un aiuto finanziario straordinario da parte della Banca centrale o del Tesoro. A quel punto la FSA deve consultarsi con la Banca d'Inghilterra (BoE) e il Tesoro e valutare il da farsi.

È stato anche rivisto il **Financial Services Compensation Scheme** prima aumentando l'ammontare massimo di fondi garantiti e prevedendo che il rimborso debba avvenire entro 7 giorni (grazie anche alla modifica della piattaforma tecnologica utilizzata, la SCV) e poi ampliando i compiti dello stesso, che diventa l'unico ente deputato al

rimborso dei depositi di compensazioni dovuti da altra fonte (che a sua volta rimborserà il FSCS).

Nascono una serie di iniziative tese a migliorare la consapevolezza dei consumatori sull'esistenza del fondo anche prevedendo obblighi di informazioni semestrali; il rimborso diventa automatico, e nel futuro, anche in base agli orientamenti EU in materia, si valuterà se aumentare ulteriormente la soglia oltre i 50,000 pound attuali.

## L'Unione Europea

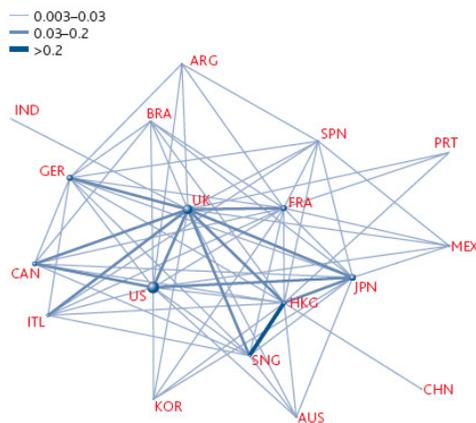
Per quanto riguarda le misure europee, era lecito attendersi che le risposte non fossero particolarmente veloci, visti i tempi minimi richiesti dalle diverse procedure di decisione dell'Unione e comunque di predisposizione delle proposte. Eppure, abbiamo assistito ad un fiorire di raccomandazioni, comunicazioni e proposte di regolamento/direttive, nonché alla stessa emanazione di alcune di esse (sebbene non particolarmente innovative e già in cantiere). Sicuramente degne di maggior nota sono le proposte di costituzione di un sistema di vigilanza a rete e quella di disciplina dei fondi di investimento alternativi (tra cui i tanto vituperati *hedge funds*).

Partiamo allora da queste ultime.

## La nuova architettura della vigilanza

Sulla necessità di riformare il sistema di vigilanza finanziaria nel senso di tener conto delle interconnessioni transnazionali, vi sono pochi dubbi, basta dare un'occhiata a come siano quantitativamente aumentati gli scambi finanziari a livello globale<sup>5</sup> nell'ultimo ventennio (si v. Charts 3.6 e 3.7, laddove l'intensità degli scambi è data dalla grandezza dei pallini e dallo spessore delle linee che uniscono i diversi paesi).

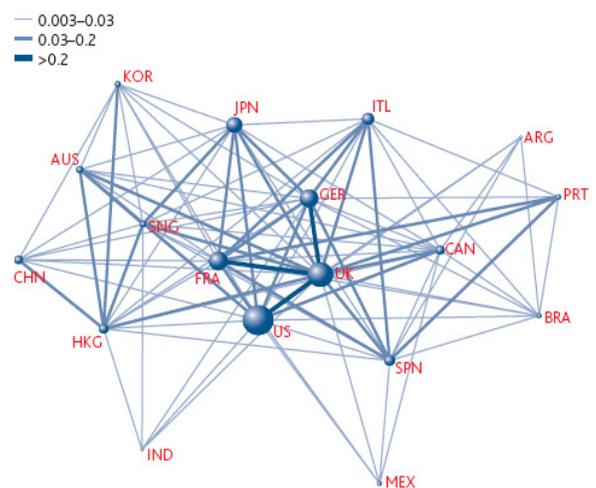
Chart 3.6 Global financial network, 1985<sup>(a)</sup>



Sources: BIS, IMF, OECD, UNCTAD and Kubelec and Sa (2009).

(a) Nodes represent countries and are scaled in proportion to a country's gross external financial stocks (Total External Assets + Total External Liabilities). The thickness of the lines between the nodes is proportional to the bilateral external financial stocks, relative to the nodes' combined GDP, i.e.  $(\text{Total External Assets}_{ij} + \text{Total External Liabilities}_{ij}) / (\text{GDP}_i + \text{GDP}_j)$ .

Chart 3.7 Global financial network, 2005<sup>(a)</sup>



Sources: BIS, IMF, OECD, UNCTAD and Kubelec and Sa (2009).

<sup>5</sup> In ambito europeo, si v. dal grafico come si sono intensificati i rapporti tra Inghilterra, Francia e Germania.

Su questo ambito la Commissione ha elaborato una soluzione che sembra piuttosto di compromesso che di effettiva praticità avendo deciso, su suggerimento di un gruppo di esperti guidati da Jacques de Larosière, di istituire due nuovi organismi di vigilanza: uno, lo *European Financial Stability Board (EFSB)*, si occuperà della supervisione del rischio macro prudenziale, l'altro, lo *European System of Financial Supervision (ESFS)* è sostanzialmente un *network* di regolatori/supervisor che avrà la funzione di monitorare e coordinare l'aspetto micro-prudenziale della materia.

Lo **EFSB**, presieduto dal Presidente della ECB, e coadiuvato da un comitato tecnico consultivo, sarà composto dai membri del consiglio generale della Banca Centrale Europea (ECB), dai presidenti delle tre autorità di supervisione europee e dalla commissione; saranno invitati come membri senza diritto di voto i presidenti dei supervisor nazionali e il presidente dello *European and Financial Committee*. I compiti e i poteri del nuovo *board* possono così sintetizzarsi: quanto ai primi dovrà a) raccogliere ed analizzare le informazioni rilevanti; b) identificare e “gerarchizzare” i diversi tipi di rischio sistemico; c) promuovere il coordinamento con altre istituzioni quali lo IMF e il FSB nonché lo ESFS; quanto ai secondi a<sup>1</sup>) emanare documenti di allerta (*risk warnings*) in caso di rischi rilevanti; b<sup>2</sup>) emanare raccomandazioni sui rimedi da attuare; e c<sup>3</sup>) monitorare l'applicazione delle raccomandazioni fatte. Queste ultime –eventualmente rese pubbliche –potranno essere indirizzate a singoli Stati membri, alla Comunità europea tutta o a singole autorità di supervisione sulla base del principio *act or explain*. Nel caso in cui lo EFSB non sia soddisfatto delle spiegazioni date circa l'eventuale inattività, dovrà informare il Consiglio d'Europa ed eventualmente rivolgersi direttamente all'Autorità europea interessata. Lo EFSB non avrà personalità giuridica e al suo interno un ruolo dominante sarà svolto proprio dalla ECB che provvederà altresì al Segretariato e metterà a disposizione il necessario supporto analitico, statistico, logistico e amministrativo. Non a caso lo EFSB avrà sede a Francoforte.

Quanto allo **ESFS**, esso sarà composto dai supervisor nazionali, dalle tre nuove autorità europee che sostituiranno i comitati Lamfalussy (CEBS, CEIOPS e CESR) e che prenderanno il nome di *European Banking Authority (EBA)*, *European Securities and Markets Authority (ESMA)* e *European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)*, avrà personalità giuridica, e si occuperà di vigilanza micro prudenziale delle istituzioni finanziarie; per migliorare gli scambi tra i diversi settori coinvolti si creerà un subcomitato *ad hoc*. Gli obiettivi statuari dell'organo comprendevano l'obbligo di coordinare l'operato delle vigilanze nazionali, quello di adottare *standards* tecnici condivisi (su questo è già intervenuta la commissione con la recente proposta di direttiva *Omnibus* –scopo ultimo è quello dell'armonizzazione massima) nonché di coordinare le risposte dei governi in caso di crisi. Avrà poi lo specifico compito di autorizzare e vigilare le agenzie di *rating*.

Gli strumenti a disposizione dello ESFS spazieranno dall'emanazione di linee guida, raccomandazioni e decisioni rivolte a singoli paesi, ai poteri di mediazione e cooperazione tra i collegi di supervisor anche per il tramite di una banca dati comune (è qui che si raccoglieranno le informazioni microprudenziali). Dovrà anche condurre regolarmente prove di *stress* sull'andamento del mercato, in cooperazione con lo EFSB. Quella delle decisioni pare essere la funzione più interessante perchè non è ben chiaro in che misura esse finiranno per essere vincolanti per il paese destinatario. Questo perchè la stessa dovrebbe servire a risolvere un contrasto sorto tra le autorità nazionali sull'obbligo

di cooperazione, coordinamento o sulle decisioni da prendere in casi di crisi ovvero dovrebbe essere indirizzata alla singola istituzione interessata, in caso di inattività del supervisore nazionale. Nel caso in cui destinatarie siano le Autorità però, se la decisione dello ESFS ha riflessi sulla “fiscal responsibility” dello Stato membro, è ammesso un meccanismo di appello al Consiglio che deve decidere a maggioranza qualificata entro due mesi. Il fatto è che, tranne nelle ipotesi riguardanti cooperazione e coordinamento, è difficile immaginare una decisione presa in stato di crisi che non coinvolga le finanze pubbliche.

Ad ogni modo, il rapporto de Larosiere, da cui le analizzate proposte di regolamento EU traggono origine, contenevano molte altre raccomandazioni non ancora implementate che però si vorrebbe brevemente citare. Si suggerisce di introdurre una **definizione comune di capitale regolamentare** a livello europeo e chiarire quali strumenti ibridi possano essere considerati tier 1 (rec. 2, a tal proposito si v. *infra* la nuova direttiva sui requisiti di capitale); di **riformare le regole di basilea II**, aumentando gradualmente i requisiti di capitale; introdurre regole più stringenti quanto ai prodotti fuori bilancio e alla gestione della liquidità, rafforzare le regole di controllo interno e gestione del rischio, soprattutto per quanto riguarda i criteri di sana e prudente gestione (rec 1); per quanto riguarda le **regole contabili** è necessaria una riflessione sulla validità del principio di *mark-to-market*, lo IASB dovrebbe chiarire e decidere una metodologia trasparente circa la valutazione di *assets* illiquidi laddove il sistema *mark-to-model* non possa essere applicato e infine la stessa supervisione e *governance* dello IASB dovrebbe essere migliorata (rec 4); per quanto riguarda il **sistema bancario parallelo** il *report* raccomanda di estendere in maniera proporzionale anche a tutte le imprese e gli enti che conducono attività finanziarie di natura potenzialmente sistemica la regolamentazione appropriata anche se non hanno direttamente contatti con il pubblico.

### **La regolamentazione dei fondi alternativi di investimento.**

Come sottolineato dalla ECB, parte della responsabilità del disastro finanziario appena trascorso può essere attribuita alla tendenza degli intermediari finanziari a rivolgersi ai mercati non regolamentati e a imitarne i comportamenti (leggasi massiccio ricorso a cartolarizzazioni e operazioni fuori bilancio), attirati dagli alti profitti che ivi si realizzavano. A cause della maggiore concorrenza però, anche i profitti nei mercati OTC cominciarono a diminuire e quindi gli *hedge funds* e gli altri fondi hanno iniziato a trattare prodotti ancora più innovativi e sofisticati. Il che non ha fatto altro che aumentare il rischio di credito. Ma si sa, la caratteristica dei fondi che maggiormente preoccupa è la loro esposizione a rischi macroprudenziali e microprudenziali che possono contagiare gli altri operatori del mercato. La risposta, di entrambe le sponde dell’Atlantico, è stata quella di regolamentare il settore, prevedendo una serie di regole che dovrebbero diminuire l’opacità delle transazioni svolte e aumentare l’affidabilità della *governance* dei fondi.

La proposta di direttiva europea sugli *alternative investment funds*, da subito osteggiata dalle associazioni di categoria che stimano perdite milionarie dei propri rappresentati ma di recente messa in discussione anche da alcuni membri del Parlamento Europeo, interviene sostanzialmente sulla *governance*, sulla trasparenza e sulla gestione patrimoniale e del rischio. Innanzitutto si sottopongono i fondi ad un **regime**

**autorizzatorio**, nel senso che se intendono esercitare attività di gestione e commercializzazione di quote e azioni devono chiedere l'autorizzazione alla competente autorità nazionale, che la concederà sulla base delle informazioni ricevute riguardanti azionariato, programma di attività, caratteristiche fondi che si intendono gestire, regolamento e documenti costitutivi, modalità di delega di funzioni e custodia di attività, coincidenza sede amministrativa e statutaria. È prevista la possibilità di revocare l'autorizzazione qualora il gestore abbia ottenuto l'autorizzazione fornendo informazioni false o con mezzi irregolari, non soddisfatti più le condizioni iniziali ovvero abbia gravemente o sistematicamente violato le disposizioni della direttiva. Non sono soggetti ad autorizzazione i fondi di minori dimensioni o importanza sistemica.

Quanto all'aspetto patrimoniale, si regolamentano sia la **gestione dei rischi**, sia quella della liquidità. Quanto alla prima, si prevede innanzitutto che debba essere tenuta distinta dalla gestione del portafoglio, poi che i rischi debbano essere costantemente monitorati, misurati e rivisti anche tramite una *due diligence* adeguata, mentre *test* di *stress* devono verificare gli effetti complessivi dei rischi associati ad ogni posizione di investimento, assicurare che il profilo di rischio del fondo corrisponda alle dimensioni, alla struttura, alle strategie e agli obiettivi di investimento. Tale corrispondenza deve essere verificata anche per le vendite allo scoperto. Circa la **gestione della liquidità** il gestore del fondo deve adottare *test* di *stress*, sia in condizioni di liquidità normali che in casi eccezionali, la politica in materia di riscatti deve essere adeguata al profilo di liquidità e regole specifiche sono previste sull'investimento in prodotti cartolarizzati. Quanto ai **requisiti patrimoniali**, che non possono mai essere inferiori a quelli richiesti alle banche, e organizzativi si richiede l'adozione di procedure e controlli interni documentati e regolari, sulle modalità di condotta degli affari. A tal fine sarà compito di un **valutatore indipendente** (persona fisica o giuridica) occuparsi di stabilire almeno annualmente –o con maggior frequenza –il valore delle attività delle azioni e delle quote acquisite dal fondo di investimento alternativo. Regole specifiche riguardano le responsabilità della **banca depositaria** e **l'esercizio della delega** che in nessun caso può ostacolare l'effettiva vigilanza del gestore né impedire allo stesso di agire nel miglior interesse dei clienti né può esonerarlo da qualsiasi responsabilità.

Circa gli **obblighi di correttezza e trasparenza**, la proposta di direttiva prevede l'obbligo di predisposizione di una relazione annuale (che consti almeno di bilancio o stato patrimoniale, conto dei redditi e delle spese di esercizio) e della revisione del bilancio. L'investitore deve essere preventivamente informato circa la strategia e gli obiettivi di investimento, le tecniche di investimento e i rischi associati, le circostanze in cui il fondo può utilizzare la leva, i tipi, le fonti e i rischi associati; le procedure relative a cambi di strategia o di politiche di investimento o entrambe, e tutte le varie implicazioni giuridiche e processuali derivanti dal rapporto in essere; l'identità del depositari, del valutatore e del revisore, le caratteristiche della eventuale delega e così via. In questo senso, analoghe informazioni devono essere fornite alle autorità competenti. I fondi devono poi rispettare la parità di trattamento e i principi di uguaglianza, onestà, correttezza, diligenza e devono agire nel miglior interesse dell'investitore.

Sui **conflitti di interesse** è prevista una disciplina analoga a quella contenuta nella MiFID, forse addirittura meno rigorosa stante la differenza tra ragionevole "certezza" e ragionevole "fiducia"; infatti i gestori hanno l'obbligo di adottare ogni misura ragionevole per individuare i conflitti tra gestori, compresi i rispettivi direttori, dipendenti o ogni

persona direttamente o indirettamente legata al fondo da una rapporto di controllo, e investitori o tra investitori. Essi hanno l'obbligo di dotarsi di disposizioni organizzative e amministrative efficaci al fine di evitare che i conflitti ledano l'interesse del cliente e dei fondi stessi e devono tenere distinti compiti e responsabilità che possano essere considerati incompatibili. Nel caso in cui le misure organizzative attuate non bastino a garantire, con ragionevole fiducia, che sia evitato il rischio di ledere gli interessi degli investitori, allora il fondo comunica la natura generale o la fonte specifica di conflitto agli investitori prima di agire per loro conto ed elabora politiche e procedure adeguate.

Circa i **poteri delle Autorità**, queste devono avere almeno la possibilità, da sole o in collaborazione con altre autorità anche giudiziarie, di avere accesso a qualsiasi documento, di chiedere informazioni o interrogare chiunque, di eseguire ispezioni sul posto con o senza preavviso, di richiedere registrazioni telefoniche o informazioni relative al traffico nonché, a livello sanzionatorio, la possibilità di imporre l'interdizione temporanea, o adottare misure appropriate affinché il gestore di fondi rispetti la legislazione vigente. Le autorità dei diversi stati membri hanno l'obbligo di cooperazione reciproca, di scambio di informazioni e di cooperazione nella vigilanza; in caso di disaccordo tra autorità è istituito presso il CESR (ora ESMA) un meccanismo di mediazione.

**Misure ad hoc** sono previste per i diversi fondi interessati (i.e. di private equity, di sfruttamento della leva finanziaria) e per la **prestazione di servizi di gestione e di commercializzazione** soggetta a regole di pubblicità e trasparenza.

### **La disciplina delle agenzie di *rating***

Il regolamento CE/1069/09 del 16 settembre 2009 introduce l'obbligo da parte di banche, imprese di investimento, assicurazioni e riassicurazioni, fondi pensione e OICVM di utilizzare le valutazioni provenienti da agenzie registrate e stabilite nella comunità (ECAI, previste dall'accordo di Basilea II e specificate da linee guida del CEBS). La registrazione effettuata in un paese ha effetto su tutto il territorio comunitario: è per questo che la domanda deve essere presentata al CESR che la inoltra all'Autorità competente dello stato interessato il quale decide se concederla o meno, previo parere dello stesso CESR.

In presenza di avallo da parte della agenzia comunitaria, concesso al verificarsi di determinate condizioni, ci si potrà però avvalere anche di *rating* emessi in un paese terzo. L'aspetto più interessante riguarda la disciplina dell'indipendenza e del **conflitto di interessi** delle agenzie che si traduce in una lunga serie di disposizioni sui requisiti organizzativi e operativi dell'agenzia, su disposizioni relative a soggetti che partecipano alla stesura del *rating*, nonché su obblighi di informazione e trasparenza. Quanto ai conflitti si richiede che questi debbano essere chiaramente identificati, resi noti, gestiti o eliminati. Si richiede che siano poi comunicati al pubblico i soggetti valutati o a questi collegati che contribuiscono in misura superiore al 5% del fatturato della agenzia. Questa deve poi astenersi dall'emettere il *rating* in ipotesi specifiche in cui questo possa essere gravemente compromesso, ad es. in caso di partecipazioni nel soggetto valutato, o quando ne sia altrimenti controllata ovvero in caso di *interlocking directorates*. Regole di incompatibilità analoghe –e che ricordano quelle previste per il personale delle società di revisione –valgono poi per le persone fisiche che contribuiscono alla predisposizione del

giudizio, per le quali sono anche previsti limiti temporali di partecipazione alla valutazione di uno stesso ente (4, 5, 7 anni). Si è poi stabilita l'impossibilità di contemporanea prestazione nei confronti di uno stesso soggetto e di enti ad esso collegati del servizio di consulenza societaria e di *rating*, con ciò introducendo una sorta di separazione delle due attività che in effetti erano fonte di serie criticità nell'oggettività del giudizio espresso. Sono invece consentiti i servizi ausiliari che non determinano un conflitto. Nel caso specifico dell'**indipendenza e governance**, è richiesto che l'agenzia deve essere estranea ad ogni forma di condizionamento politico o economico e deve garantire che i propri interessi economici non mettano a rischio l'indipendenza e l'accuratezza dell'attività di *rating*. L'indipendenza è valutata anche sugli assetti di governo in base ai quali si richiede il possesso di requisiti reputazionali e di esperienza all'alta dirigenza che deve garantire anche una gestione sana e prudente dell'istituto. Inoltre, non meno di due membri del cda devono essere indipendenti e non devono partecipare alle attività di valutazione del credito. Essi sono eletti per 5 anni, non rinnovabili, revocabili solo per condotta scorretta o scarso rendimento professionale e la loro remunerazione non deve essere legata ai risultati dell'attività. Tutti i membri del consiglio devono avere una conoscenza sufficiente in materia di servizi finanziari.

Devono essere predisposti controlli di *compliance*, procedure amministrative e contabili solide, procedure efficaci per la valutazione del rischio e così via.

Vanno poi differenziati simbolicamente i rating dei **prodotti strutturati** da quelli delle altre categorie di strumenti, indica quale tipo di valutazione ha utilizzato per la due diligence e più in generale deve rendere nota la tipologia, i modelli e le ipotesi sottostanti il rating. Quanto ai **poteri investigativi delle Autorità** competenti, questi sono del tutto analoghi a quelli previsti nei confronti dei fondi alternativi, quanto a quelli **sanzionatori** essi hanno ad oggetto la possibilità di revocare la registrazione, vietare temporaneamente l'esercizio dell'attività, sospendere l'utilizzo di quei rating in tutta la Comunità, adottare altre misure appropriate e riferire i fatti alle competenti autorità giudiziarie per l'esercizio dell'azione penale. Dovrebbero essere anche istituiti accordi di cooperazione e collaborazione tra le autorità di diversi paesi.

Insomma, se da un lato è apprezzabile il tentativo di regolare gli istituti e l'attribuzione di ampi e potenzialmente incisivi poteri alle autorità, dall'altro la direttiva in analisi sembra troppo appiattita su quanto già stabilito dallo IOSCO, e poco o per nulla adatta ad aprire il mercato alla concorrenza e quindi a spezzare l'oligopolio e lo strapotere che hanno consentito alle agenzie di uscire di fatto indenni, anche in termini reputazionali, dalla crisi.

## **I regolamenti sui principi contabili e le modifiche alla direttiva sui requisiti di capitale.**

Come noto, la valutazione contabile degli *assets* di bilancio ha creato non pochi problemi alle banche e agli altri attori del mercato incerti sulla affidabilità o meno del valore espresso in bilancio. Il regolamento 1165/09 del 27 novembre 2009 modifica in parte gli **IAS 4** e **7**, relativi rispettivamente ai contratti di assicurazione e agli strumenti finanziari. Per il primo si richiede di fornire le informazioni relative alla natura e alla portata del rischio di credito, di liquidità e di mercato, mentre lo **IAS 7** viene modificato nel senso di richiedere maggiori informazioni per quegli strumenti valutati al *fair value*. Per esempio

le assunzioni relative al pagamento anticipato, alle perdite previste e così via. Bisogna poi gerarchizzare le informazioni sulla base dei prezzi nei mercati di riferimento, di altri *input* osservabili e non, e sulla base della categorizzazione fatta secondo particolari accorgimenti, classificare lo strumento. Sempre con riferimento al *fair value* si aumenta la lista di informazioni per ogni classe di strumenti finanziari, anche riferite al rischio di liquidità che viene a sua volta meglio precisato. Il regolamento 1171/09 modifica invece lo **IFRIC 9** e lo **IAS 39** con riferimento ai derivati incorporati.

La direttiva 2009/111 del 16 settembre 2009 emenda la **direttiva sui requisiti di capitale** su vari fronti. Innanzitutto ammette la possibilità di considerare a certe condizioni ed entro certi limiti, gli **strumenti ibridi** come capitale *tier 1*, impone l'obbligo di effettuare la *due diligence* nelle operazioni di **cartolarizzazione**, sia per il portafoglio di negoziazione sia per quello di non negoziazione. Viene poi incluso il rischio di rimborso tra le difficoltà finanziarie che possono verificarsi tra soggetti non legati da vincoli di controllo in senso stretto, ma comunque interdipendenti. Si obbligano le autorità di **vigilanza** a valutare l'impatto che le loro decisioni possono avere sul sistema finanziario di tutti gli Stati membri interessati, in particolare in situazioni di emergenza. Il che pare una richiesta non facilmente realizzabile laddove la cooperazione e quindi lo scambio di informazioni rilevanti tra autorità non sia efficiente. Al fine proprio di migliorare il coordinamento e il raccordo tra Autorità, è stato definito in capo all'autorità di vigilanza su base consolidata l'obbligo di istituire collegi di supervisor che avranno il compito di scambiarsi le informazioni, accordarsi su eventuali deleghe di funzioni, definire programmi comuni di valutazione prudenziale ed eliminare duplicazioni di controlli non necessarie. Viene altresì modificato in senso restrittivo il regime dei **grandi fidi** e vengono espressi i requisiti alla cui sussistenza una **succursale** debba essere considerata "**significativa**". Al verificarsi di tale ultima ipotesi devono essere intensificati gli obblighi di cooperazione tra autorità coinvolte (*home* e *host*). Si introduce poi una sezione *ad hoc* riguardante le **esposizioni sul rischio di credito trasferito** a seguito di operazioni di cartolarizzazione, in base alla quale l'ente creditizio si considera esposto a tale rischio qualora il cedente abbia comunicato che manterrà in modo permanente un "interesse economico netto rilevante" che in ogni caso non è inferiore al 5%.

La direttiva in analisi fa seguito ad altre due direttive (2009/27 del 7 aprile 2009 e 2009/83 del 27 luglio 2009) che hanno modificato alcuni allegati dell'altra direttiva sui requisiti di capitale (2006/49) con riferimento al trattamento nei confronti del compratore della protezione di alcuni particolari tipi di derivati (*first to default* e *nth to default*) e per quanto riguarda le esposizioni verso enti o imprese con una valutazione del merito di breve termine e altri cambiamenti tecnici.

Infine, è allo studio della commissione una nuova proposta sull'eventualità di modificare le regole della direttiva in analisi che ha ad oggetto il *trading book*, le ricartolarizzazioni –in cui si suggerisce di aumentare i requisiti di capitale richiesti in questi due ultimi casi –e le remunerazioni.

**Le raccomandazioni su remunerazioni, derivati e prodotti di investimento destinati alla clientela *retail*.**

Nell'ambito dell'ambizioso piano dell'Unione per uscire dalla crisi "Driving the European recovery", rientrano le raccomandazioni, che dovrebbero essere tradotte in proposte normative nel corso del 2010, sulle politiche retributive degli amministratori delle società operanti nell'ambito dei servizi finanziari. Queste si concentrano su disciplina delle componenti la remunerazione, grado di collegamento con i risultati della gestione, *governance*, trasparenza e vigilanza. Per i **bonus** si chiede di prevedere la possibilità di posticiparli nel caso di deterioramento della situazione finanziaria dell'ente, ma anche nel caso in cui questi siano di notevole importo; l'erogazione di una parte significativa dovrebbe essere differita e tener conto dei risultati di gestione, o eventualmente non erogata affatto qualora i dipendenti non rispettino criteri di efficienza. Dovrebbe esserne comunque previsto un limite massimo ovvero dovrebbe essere restituito se basato su dati errati. In genere la remunerazione dovrebbe seguire i rendimenti di lungo periodo, dovrebbe essere adeguata in base al rischio, al costo del capitale, alla liquidità. In ogni caso, la componente fissa dovrebbe costituire la parte più significativa ("percentuale sufficientemente elevata"), previsione quest'ultima che non pare particolarmente efficiente e che anzi potrebbe "disallineare" gli incentivi degli amministratori, dando loro anche maggiore potere contrattuale nella determinazione dell'ammontare complessivo dello stipendio. Circa la **governance** si richiede che la determinazione delle remunerazioni sia fatta in modo tale da evitare conflitti di interesse, sebbene non venga rimarcata l'esigenza di affidarla ad appositi comitati ammettendosi che possa essere decisa dal cda o dal consiglio di sorveglianza, sempreché i membri responsabili della politica remunerativa siano indipendenti dalle unità operative soggette al loro controllo. Deve essere garantita la massima **trasparenza** e accessibilità circa le informazioni relative al processo decisionale complessivo della remunerazione. Compito dell'**autorità di vigilanza** dovrebbe essere quello di garantire l'applicazione dei principi di una sana politica retributiva che tenga conto del rischio e sia proporzionale alla dimensioni e alla attività dell'impresa.

Per quanto riguarda i **prodotti derivati** si propone una regolamentazione che mira sostanzialmente alla riduzione del rischio operativo e di controparte, all'aumento della trasparenza e al miglioramento della disciplina di mercato. Come noto le operazioni su i derivati nei mercati non regolati hanno contribuito al trasferimento del rischio di credito e hanno permesso alle istituzioni finanziarie di aumentare la propria leva: ciononostante all'importanza della funzione non è corrisposto il necessario grado di trasparenza dei prodotti sottostanti. La Commissione propone di stabilire degli *standards* comuni sui **sistemi di compensazione**, sia **centralizzati** sia bilaterali, e che si applicheranno a tutti gli strumenti finanziari. Per i primi dovranno essere previste specifiche regole di condotta (es. su conflitti di interesse, trasparenza, ecc.), alti *standards* di gestione del rischio (della cui predisposizione deve occuparsi lo ESMA), protezione legale sulla garanzia prestata (es. *ring fencing* di *assets* e "portabilità" della posizione e degli *assets* del cliente), istituzione di un passaporto europeo dei sistemi di compensazione e possibilità di riconoscimento di quelli di paesi terzi. Per quelli **bilaterali**, in cui vi è uno scambio di garanzia tra le controparti, si chiederà alle imprese finanziarie di detenere un ammontare maggiore di *collateral* che tenga conto sia del valore marginale sia della variazione di valore dello scambio. A scopo forse disincentivante, verranno inoltre aumentate le commissioni sul capitale riferito ai contratti compensati bilateralmente rispetto a quelli centralizzati, in virtù del maggior rischio che i primi pongono rispetto ai secondi, quando

gli scambi raggiungono livelli critici e si vorrebbero identificare dei contratti standardizzati da essere obbligatoriamente regolati con il metodo CCP (centralizzato). Quanto al **rischio operativo**, si pensa di modificare le previsioni contenute nella direttiva sui requisiti di capitale, e di stimolare il più possibile la partecipazione del mercato nella definizione di soluzioni ottimali. L'intervento sulla **trasparenza** nel mercato dei derivati punta a chiarire transazioni, posizioni e prezzi la cui opacità è stata causa della difficoltà dei supervisori e soprattutto di abusi e insorgenza di rischio sistemico. A questo proposito si propone la creazione di una sorta di grande banca dati in cui le imprese devono registrare tutte le transazioni non compensate con sistemi di CCP: queste super banche dati (*trade repositories*) saranno poi soggette a regolamentazione e vigilanza. Tale ipotesi è stata già messa a consultazione dal CESR e da una lettura delle prime risposte emergono diverse perplessità da parte degli operatori. Si chiede poi di modificare la MiFiD nel senso di aumentare i requisiti di trasparenza *pre* e *post* negoziazione nei mercati, incluso quello delle materie prime. Mentre si renderà necessario modificare la direttiva sul **Market Abuse** nel senso di estendere le previsioni sulle manipolazioni di mercato anche ai prodotti derivati e di dare ai regolatori la possibilità di stabilire limiti massimi alle posizioni aperte al fine di evitare oscillazioni eccessive di prezzo o comportamenti speculativi.

Nella comunicazione relativa ai **prodotti finanziari** assemblati rivolti alla **clientela retail** si intende migliorare il regime informativo e di trasparenza degli stessi. La comunicazione non contiene in realtà ancora proposte di riforma, ma si ribadisce la necessità di un approccio di tipo "orizzontale" circa l'informativa e le pratiche di vendita.

## Conclusioni

Accingendosi a concludere bisogna aggiungere ancora qualche spunto di riflessione alle perplessità espresse di volta in volta nel corso della trattazione. Partendo dall'attività normativa dell'Unione, e cominciando dalla nuova architettura di vigilanza, balza agli occhi il rischio che, soprattutto nel settore macroprudenziale, vi possa essere una vigilanza a due velocità. L'espressione è certo un po' forte ma parte dalla constatazione che dello EFSB non tutti i membri che partecipano al *general council* della ECB hanno adottato l'euro, per cui in quei paesi le banche centrali godono di maggiore autonomia rispetto a quelli che invece vi aderiscono. Il che potrebbe portare ad una sorta di doppio grado di valutazione sull'opportunità di aderire o meno alle valutazioni della nuova autorità<sup>6</sup>. Ma un doppio binario è pensabile anche nel caso della vigilanza microprudenziale laddove potrebbero esservi delle resistenze particolarmente forti ad aderire alle decisioni del Board da parte di quei paesi il cui sistema bancario/finanziario è meno vulnerabile (perché magari meno avanzato) di altri e che quindi avranno minori necessità di intervento, o magari da parte di quei governi che vorrebbero conservare il primato e l'autonomia del proprio sistema, mettendolo al riparo da ingerenze "esterne" che si potrebbe ipotizzare, più restrittive. Anche sulla possibilità di fare appello al Consiglio si nutrono alcune perplessità: lì vi siedono gli stessi rappresentanti –politici però –degli Stati che hanno adottato quella decisione a livello tecnico. A quel punto una

---

<sup>6</sup> Perplessità sullo ESRB sono state espresse da Bini Smaghi L. *Going Forward: regulation and supervision after the financial turmoil*, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), il quale sottolinea i limiti del modello adottato laddove non vi sia una chiara definizione dei poteri di stabilità dei prezzi e di stabilità macro della banca centrale.

effettiva possibilità di obiettività di giudizio dipenderà dal livello di indipendenza e mancanza di interesse politico alla decisione in analisi. In ogni caso, si rischia di ritardare di molto l'attuazione della decisione e quindi l'efficacia della stessa.

Ma il problema di fondo è proprio l'indipendenza in sé perché non tutte le autorità nazionali sono completamente sottratte a margini di influenza politica, per cui se a livello europeo è possibile immaginare che l'istituzione nel suo complesso lo sia, al momento di discutere e implementare la decisione a livello nazionale, è possibile che sorgano contrasti tra governo e Autorità, soprattutto laddove la vigilanza sulle banche non è affidata alla banche centrali (è il caso dell'Inghilterra, ma anche di Germania, Irlanda, Finlandia, Svezia, Belgio, Lussemburgo e alcuni paesi dell'est Europa).

Di natura più generale i rilievi che pure vengono in mente e che riguardano la circostanza che non si sia coinvolta affatto la ECB nello ESFS, laddove la presenza di un membro della banca centrale avrebbe potuto facilmente e speditamente fungere da raccordo tra i due organi; circa il fatto che molto facilmente possono verificarsi conflitti di interesse tra i diversi obiettivi di cui sono portatrici le diverse istituzioni coinvolte nei due tipi di vigilanza (*i.e.* le decisioni di politica monetaria e stabilità dei prezzi prese dalla banca centrale possono non essere in linea con l'interesse a mantenere alta l'attrattività del proprio mercato per i governi). A tal proposito è rimasta insoluta la questione sul concedere il potere alla stessa ecb di decidere, o meno, su operazioni di prestito di ultima istanza: questa dovrà evidentemente essere ancora condotta dalle singole autorità, in accordo con il governo laddove implicino l'utilizzo di finanze pubbliche.

Per quanto riguarda la regolamentazione dei fondi alternativi, l'iniziativa è sicuramente da valutare con favore, soprattutto in materia di autorizzazione e per la più generale trasparenza a cui si sottopongono i gestori, ma dall'altro lato vi è ancora tanto lavoro da fare, intanto di coordinamento fra direttive (soprattutto MiFID e UCITS per quanto riguarda regole di condotta, requisiti organizzativi, banche depositarie, valutatore e definizioni, e in un certo senso anche con lo IOSCO), ma anche tra paesi terzi (problema particolarmente sentito nel caso degli *hedge funds*) perché altrimenti si rischiano pericolosi arbitraggi regolamentari laddove la legislazione non sia equivalente, ma si rischia anche di considerare come fondi alternativi di investimento quei fondi che non sono classificati come tali nei propri paesi di origine. Tra gli operatori, la critica che viene più di frequente mossa è che si sia utilizzato un modello unico ("one size fit all", evidentemente basato sui fondi speculativi) per disciplinare ipotesi in sé fondamentalmente diverse.

Apprezzabile anche la regolamentazione delle agenzie di *rating*, ma, si diceva, non sembra comunque essere in grado né di eliminare le barriere all'ingresso (in un settore laddove la concorrenza sarebbe veramente un toccasana) né sembra dare particolari incentivi alle agenzie a "comportarsi bene" se non per lo spauracchio della vigilanza.

Positiva anche la regolamentazione delle remunerazioni, anche se va detto che comunque la crisi ha avuto almeno il merito di mettere in discussione uno dei baluardi delle moderne teorie sulla *corporate governance*, ovvero l'allineamento degli incentivi degli amministratori tramite la partecipazione degli stessi ai risultati dell'impresa, che si è visto non funzionare visto che la stragrande maggioranza dei *managers* delle istituzioni finanziarie coinvolte aveva azioni della società ma non c'è stata quella corsa alle vendite delle proprie partecipazioni da parte di costoro, a voler significare che non si è (sempre) verificata l'ipotesi sottostante il rischio "da remunerazione", ossia guadagnare il più

possibile nel breve termine così da far aumentare il valore della società e poi alienare le proprie azioni nel medio termine evitando così di subire le conseguenze di scelte rischiose. Ovviamente questa conclusione non vale per i *bonus* monetari, che è giusto collegare ai risultati di lungo termine ed erogare anche in un momento successivo a quando si è maturato il diritto alla corresponsione.

Sarebbe poi interessante valutare come la raccomandazione verrà attuata in quei paesi dove vi è già un codice sulle remunerazioni (es. Francia e oggi Inghilterra).

Per quanto riguarda invece le riforme inglesi, bisogna ammettere che nel complesso aumenteranno gli oneri sulle imprese vigilate (ma in certi casi sulla stessa FSA), che vanno dai maggiori costi dovuti alla sponsorizzazione della nuova Authority o quelli amministrativi collegati alla trasparenza sulle remunerazioni (trascurabili però se paragonate ai benefici per gli azionisti) o dal dover cambiare le proprie *policies* sulle *credit card cheques*. Ma i costi maggiori sembrano provenire dai più numerosi e consistenti *test* di *stress* che dovranno essere fatti nell'ambito della nuova regolamentazione sui requisiti di liquidità, che potrebbero portare anche a dover "ritoccare" alcuni valori espressi in bilancio. In linea generale per l'Inghilterra era necessaria una regolamentazione del settore, finora affidato ai meccanismi di mercato, e questa sembra essere per di più una regolazione non solo di facciata, sebbene faccia sorgere comunque alcuni dubbi. Il primo riguarda il fatto che rispetto ai documenti di consultazione avanzati, la legislazione poi attuata sia più *soft*, ma questo è forse spiegabile pensando al fatto che il governo non poteva rischiare di veder "emigrare" le proprie imprese e di rovinare la reputazione della City come centro finanziario ricorrendo a regole disincentivanti, mentre il secondo dubbio porta a chiedersi se i maggiori oneri non finiranno comunque per gravare sui consumatori, nella forma di commissioni maggiori o situazioni di sfavore nella concessione del credito.

Da ultimo, la Gran Bretagna dovrà poi coordinare le proprie regole con quelle dettate in sede EU, ma questo non pare un problema particolarmente rilevante visti i margini di manovra che vengono comunque lasciati dalle direttive.

Grazie.