

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE  
GIANFRANCO CONTE

**La seduta comincia alle 11.**

**Sulla pubblicità dei lavori.**

PRESIDENTE. Avverto che, se non vi sono obiezioni, la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso l'attivazione di impianti audiovisivi a circuito chiuso.

*(Così rimane stabilito).*

**Audizione del presidente vicario della Consob, Vittorio Conti, nell'ambito dell'esame della Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009, relativo alle agenzie di rating del credito (COM (2010) 289 definitivo).**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, ai sensi dell'articolo 143, comma 2, del Regolamento, l'audizione del Presidente vicario della Consob, Vittorio Conti, nell'ambito dell'esame della Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009, relativo alle agenzie di rating del credito (COM (2010) 289 definitivo).

Sono presenti, e li ringraziamo per avere aderito al nostro invito, il dottor Vittorio Conti, presidente vicario della Commissione nazionale per le società e la borsa, il dottor Antonio Rosati, direttore generale, la dottoressa Nicoletta Giusto, responsabile dell'ufficio relazioni internazionali, il dottor Riccardo Carriero, del-

l'ufficio studi giuridici e rapporti con il Parlamento, e il dottor Manlio Pisu, responsabile dell'ufficio rapporti con la stampa.

Credo sia già noto al presidente vicario che, nell'ambito dell'esame della predetta proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio, la Commissione ha già ascoltato il professor Giovanni Ferri, dell'Università di Bari, e il direttore generale del CESR. Colgo l'occasione per informarlo che il prossimo 30 settembre è prevista l'audizione di parlamentari europei, dopo la quale abbiamo in programma di sentire anche le principali agenzie di rating.

Do la parola al presidente vicario della Consob.

VITTORIO CONTI, *Presidente vicario della Consob*. Onorevole presidente, onorevoli deputati, credo che, dopo le audizioni già svolte, molte delle cose di cui parlerò vi siano già note.

Nel corso di questo mio primo intervento, che immagino – e spero – stimolerà una successiva discussione, desidero ripercorrere essenzialmente tre aspetti.

Innanzitutto, vorrei chiarire, da un lato, per quali ragioni il problema delle agenzie di rating è diventato così critico in questi ultimi anni e, dall'altro, perché si è deciso di prendere posizione a livello regolamentare e di avviare riflessioni e interventi di sistema, fino ad arrivare a concepire, per lo meno a livello europeo, un nuovo assetto di tutta la regolamentazione dell'attività di vigilanza riguardante il settore.

In chiusura dell'intervento svolgerò alcune considerazioni relative alle conseguenze per il nostro sistema, nonché alle ricadute sulla Consob.

Quanto all'aspetto organizzativo, la materia è ancora relativamente in via di formazione. Ritengo utile, tuttavia, riferire alcuni elementi circa il modo in cui i nuovi orientamenti di vigilanza modificheranno anche l'efficacia della nostra azione.

Inizierò con alcune ovvietà, di cui mi scuso in anticipo: lo faccio soltanto affinché sia chiaro il filo rosso sotteso a tutto il nostro ragionamento.

In primo luogo, sono evidenti la rilevanza assunta dalle agenzie di *rating* e, di conseguenza, il ruolo centrale che queste hanno avuto nell'orientare le misure di tipo regolamentare di cui si sta discutendo.

Il G20 di Toronto aveva inviato un chiaro messaggio al Financial Stability Board, che era stato invitato ad affrontare, in tempi rapidi, una riflessione relativa allo sviluppo di principi generali finalizzati a ridurre l'affidamento eccessivo sui *rating* esterni.

La sollecitazione era originata — e dobbiamo tenere ben presente che questo è tuttora il punto di riferimento di tutte le riflessioni — dalla preoccupazione di garantire la stabilità sistemica. In termini più chiari, il tentativo era quello di isolare le possibili ricadute negative indotte da un comportamento delle agenzie di *rating* non presidiato a livello regolamentare.

Il mercato odierno è ampiamente influenzato dalle decisioni assunte dalle società di *rating*. Gli operatori e i cittadini se ne rendono conto soltanto nel momento in cui un problema assume una valenza sistemica; in realtà, i giudizi delle agenzie di *rating* condizionano i processi di allocazione del risparmio e, per usare una semplificazione probabilmente eccessiva, incidono in modo significativo sia sul costo della raccolta delle imprese sia sulla formazione dei prezzi sui mercati.

Premesso che bisogna distinguere i problemi delle società di *rating* da quelli del *rating* in quanto tale, le società di cui ci stiamo occupando veicolano nel mercato informazioni che sono, per loro natura, *price-sensitive*, ossia suscettibili di incidere, nel caso di soggetti quotati, sul processo di formazione dei prezzi degli

strumenti finanziari. Questa è la condizione normale con cui ci confrontiamo, a prescindere dagli sviluppi e dalle manifestazioni che la crisi ha evidenziato.

La crisi ci ha consentito di analizzare alcuni problemi strutturali, legati alla produzione e all'utilizzo del *rating*, che prima d'ora non avevano suscitato grande attenzione e, tanto meno, preoccupazione. Basta ripercorrere i primi avvenimenti a seguito dei quali i *rating* e le agenzie che li diffondono hanno cominciato a diventare argomento di discussione, anche a livello di organi di informazione.

Innanzitutto, il caso Lehman Brothers ha dato modo di constatare come un primo problema sia costituito dalla cosiddetta inerzia del *rating*, ovvero dal fatto che i giudizi di *rating* non vengono aggiornati e, quindi, non consentono di reagire con la necessaria prontezza ai cambiamenti del mercato. Ciò ha insinuato i primi dubbi sui potenziali conflitti di interessi e sul modo in cui questi venivano gestiti all'interno dei soggetti produttori di segnali *price-sensitive*.

I casi Lehman Brothers, Enron e Parmalat hanno portato alla luce, di fatto, qualcosa di più di un improprio modo di trasmettere segnali al mercato, in quanto hanno avuto, dal punto di vista microeconomico, una rilevanza e una risonanza sistemica, per lo meno a livello di informazione.

A seguito di tali episodi, ovviamente, le agenzie di *rating* si sono difese. In particolare, esse hanno molto circoscritto le proprie responsabilità, riconducendo la cattiva *performance* dei *rating* non a un problema di conflitto di interessi, ma a fatti tecnici che, nei casi specifici, avevano impedito di dare al mercato un segnale corretto e tempestivo. Tra le giustificazioni addotte, abbiamo letto, ad esempio, quella secondo la quale, in caso di frodi o di manipolazione dell'informativa contabile, la valutazione erronea è da imputare, in realtà, a carenze nel processo di revisione contabile e nei controlli interni. In altri termini, se le informazioni che le società di *rating* raccolgono, e sulle quali sono costrette a fare affidamento per esprimere

i loro giudizi, non sono corrette, ne risulta inevitabilmente inficiato anche il *rating*.

Al caso del gruppo Lehman Brothers gli osservatori hanno dato una spiegazione diversa: il problema è nato da una crisi di liquidità che è repentinamente diventata una crisi di solvibilità. In proposito, le società di *rating* hanno addotto a propria discolta che la difficoltà di stabilire quando, nel settore degli intermediari finanziari, una problema di liquidità si trasforma in un problema di solvibilità rende non facile discriminare una fattispecie dall'altra e inviare al mercato i segnali giusti.

Aggiungo che se l'operato delle società di *rating* fosse apparso criticabile soltanto nei casi citati, non ci troveremmo, probabilmente, a discutere di una riforma sistemica e invasiva qual è quella di cui ci stiamo occupando: la riflessione sarebbe rimasta circoscritta alle problematiche dell'autodisciplina e, in particolare, alla coerenza tra i codici di condotta e la capacità, o la volontà, di interpretarli correttamente.

Invece, la crisi ha evidenziato una questione diversa: l'informazione fornita dalle agenzie di *rating* è diventata uno degli ingranaggi che hanno consentito l'espansione della finanza strutturata. Tuttavia, essa ha rappresentato una delle componenti che hanno alimentato lo sviluppo dei nuovi prodotti finanziari. È importante precisare che non si è trattato della componente determinante del processo evolutivo al quale abbiamo assistito perché, in questi momenti, è facile perdersi nella ricerca di capri espiatori: un simile atteggiamento ci permetterebbe, forse, di scaricare la nostra coscienza, ma ci impedirebbe di comprendere un problema che è, in effetti, molto più complesso e sistemico.

La finanza strutturata ha indubbiamente contribuito a ciò che è avvenuto. Il modello *originate to distribute* ha portato sul mercato prodotti complicati e ha contribuito ad accrescerne l'opacità, destrutturando il rischio (ho utilizzato una locuzione approssimativa), che non è più quello connesso al classico rapporto tra il prenditore di denaro e la banca.

Quando una banca presta denaro, il rischio di credito che l'operazione comporta è interamente associato al mutuatario. Nell'ipotesi in cui si consideri un singolo rapporto di credito, a quel prenditore sarà specificamente riferita ogni valutazione.

Nel mondo della finanza strutturata, invece, si ragiona su un portafoglio di crediti: questo viene ceduto a una società veicolo, che emette titoli destinati al pubblico degli investitori. Per rendere più chiaro ciò che si verifica in questa seconda ipotesi, possiamo dire che l'*originator*, vale a dire l'istituto che ha erogato i crediti, li « impacchetta », distribuendo il rischio per *tranche*: ad esempio, il primo 10 per cento di operatori che falliranno all'interno di un portafoglio, il secondo 10 per cento all'interno di un altro portafoglio e via discorrendo. In altre parole, il rischio è collegato non all'ipotesi di fallimento di un singolo individuo, ma alla probabilità di fallimenti associata all'intero portafoglio di crediti sottostante ai titoli emessi.

In tal modo, come si può immaginare, il rischio di credito non è più valutabile, di fatto, nemmeno da parte degli investitori istituzionali. L'operazione è connotata, in questi casi, da un'alea che la avvicina al negozio assicurativo: vengono meno, infatti, i punti di riferimento in base ai quali il mercato aveva la possibilità di scrutinare la validità dei giudizi emessi dalle società di *rating*.

Ciò premesso, il processo di elaborazione dei *rating* appare caratterizzato da significative debolezze strutturali, che non avremmo nemmeno rilevato o ritenuto necessario affrontare, probabilmente, se non avessero determinato implicazioni sistemiche così rilevanti.

Sono due, da questo punto di vista, i fattori di cui bisogna tenere conto: la modellistica inadeguata (basata, ad esempio, su scenari troppo favorevoli circa l'evoluzione del quadro congiunturale o su informazioni non aggiornate) e i conflitti d'interessi.

Indubbiamente, le agenzie di *rating* hanno visto nei cosiddetti veicoli un nuovo spazio di mercato: lo sviluppo della fi-

nanza strutturata ha offerto loro la possibilità di svolgere un'attività di consulenza, che ne distorceva, in qualche modo, le finalità originarie.

Le agenzie si sono difese sostenendo che, a differenza di quanto avviene nelle ipotesi in cui occorre valutare obbligazioni ordinarie, o il rischio connesso all'erogazione di credito ad un soggetto determinato, il *rating* concernente i prodotti della finanza strutturata è molto più sensibile al tipo di modello e ai parametri utilizzati. Tale maggiore sensibilità accresce la possibilità che sopravvenga un *downgrading*, elemento che può provocare isteria nei mercati.

Il fatto è che un *rating* discendente è un segnale comunque negativo. Chi sta sul mercato difficilmente considera fisiologico il *downgrading*: di solito, si spaventa e mette in moto tutti quei meccanismi che, come ho detto poc'anzi, possono provocare isteria.

Durante la crisi, i problemi evidenziati hanno innescato effetti di natura sistemica, che hanno indotto a rivedere l'approccio alla regolazione.

Nel lessico adoperato da quanti si stanno affannando nella ricerca delle responsabilità della crisi, i predetti problemi sono ricondotti all'interno di quelli che sono definiti fallimenti del mercato. Potremmo parlare, in realtà, di fallimenti della scienza economica, la quale ha pensato che i mercati e gli operatori fossero perfetti ed efficienti e che vi fosse una perfetta informazione.

Con riferimento al tema dei fallimenti del mercato, consentitemi di citare, sia pure rapidamente, alcune determinanti di tale fenomeno — mi scuso se mi soffermerò su problematiche che avete già ben presenti —, che richiamo unicamente perché sarà possibile darle per assodate quando affronteremo, tra breve, il discorso sugli sviluppi regolamentari.

Un primo problema strutturale dell'industria del *rating* consiste in quello che gli economisti definiscono « effetto bene pubblico ». Il concetto è molto semplice: un operatore (in questo caso l'emittente) so-

stiene interamente il costo di un bene (in questo caso, il *rating*), che tuttavia è utilizzato anche dagli investitori.

Si verifica, quindi, una classica ipotesi di esternalità, della quale bisogna tenere conto quando si analizza il funzionamento del mercato. Nel caso specifico, la teoria economica ci insegna che la qualità del *rating* sarà disallineata rispetto alla funzione ad esso attribuita.

Su tale base, si potrebbe giungere alla conclusione che è necessario far pagare il costo del *rating* ai potenziali investitori. Si tratta, tuttavia, di una soluzione non praticabile, attesa l'impossibilità di eliminare il fenomeno del *free riding*.

Un secondo problema è costituito dall'effetto *rating shopping*, che determina instabilità e inefficienza del mercato sotto il profilo concorrenziale. Teoricamente, la concorrenza nel settore del *rating* dovrebbe garantire l'esclusione dal mercato — come risultato del virtuoso operare della « mano invisibile » — di quelle agenzie che si discostino dalla logica del mercato. In altre parole, il meccanismo concorrenziale dovrebbe automaticamente espellere dal mercato, a causa del loro scarso « capitale reputazionale », le agenzie di *rating* i cui giudizi si rivelassero sistematicamente errati, alle quali nessuno si rivolgerebbe più. Tuttavia, più alto è il numero delle agenzie di *rating* presenti sul mercato, più aumenta la propensione degli emittenti a utilizzare l'agenzia disposta ad assegnare il *rating* più elevato (e questo è ciò che si definisce, appunto, *rating shopping*).

Per comprendere il processo che determina l'instabilità/inefficienza del mercato sotto il profilo concorrenziale, basta considerare come, di fatto, l'agenzia che assegna il *rating* iniziale detti le regole, per così dire, per i nuovi entranti nel settore: costoro, infatti, non avranno alcun incentivo ad assegnare ai potenziali clienti *rating* peggiori di quelli già forniti, per la semplice ragione che gli emittenti non avrebbero interesse a richiederli a loro e, quindi, a remunerarli.

Il sistema è tale da determinare una sostanziale e automatica soppressione di un meccanismo che potrebbe correggere,

attraverso il rischio reputazionale, il rilevato difetto concorrenziale. Infatti, chi aspira a entrare nel mercato sa che, se vuole riuscire nell'intento, deve comportarsi esattamente come gli altri operatori.

Non si tratta di un discorso nuovo. Del resto, avrete certamente letto anche voi alcune dichiarazioni diffuse nei primi momenti dopo la crisi: *chief executive officer* di grandi banche e istituzioni finanziarie hanno affermato che, pur esistendo regole di condotta, quando qualche soggetto le infrange, traendone vantaggio sul piano competitivo, gli altri non possono fare altro che adeguarsi, applicando il criterio secondo il quale finché la musica suona, non si può far altro che ballare. Da qui la rincorsa al ribasso nei comportamenti e la sempre minore efficacia dei codici di autoregolamentazione.

Si determina quindi, di fatto, un mercato oligopolistico, che è l'anticamera di potenziali conflitti di interessi.

Un terzo problema è quello degli effetti prociclici dell'aggiornamento dei giudizi. Anche a prescindere da un eventuale uso strumentale del *rating* e da potenziali conflitti di interessi, il comportamento delle agenzie può essere condizionato dal fatto che una modifica al ribasso della valutazione può far precipitare la situazione finanziaria dell'emittente sino al punto di determinarne l'insolvenza. Si sa che l'effetto della variazione del *rating* è asimmetrico: in su fa bene, in giù fa male; e può fare talmente male da rendere impossibile rimediare al danno. È per questo motivo che le società di *rating* sono molto caute nel rivedere al ribasso i propri giudizi.

Qualcuno potrebbe obiettare che basterebbe assegnare *rating* più bassi agli emittenti. Tuttavia, come abbiamo già avuto modo di constatare, il *rating shopping* incentiva l'attribuzione di valutazioni migliori.

Occorre considerare, peraltro, che è obiettivamente difficile giudicare *ex ante* se i mutamenti del quadro macroeconomico abbiano carattere permanente ovvero transitorio. A tale proposito, ricordo che, quando la crisi dei mercati finanziari si è

manifestata, il problema sembrava essere costituito dai soli *sub-prime*. Illustri colleghi, e anche persone con notevole conoscenza del mercato, mi dicevano che non vi era alcuna crisi sistemica all'orizzonte e che la bolla sarebbe stata riassorbita, perché il prezzo degli immobili sarebbe tornato in condizioni di equilibrio, analogamente a quanto già verificatosi in passato. Dunque, chi non aveva uno specifico interesse di *business* mostrava difficoltà a capire come si sarebbe evoluta la situazione.

È opportuno svolgere ulteriori considerazioni al riguardo, poiché le dinamiche del *rating* e il ruolo delle società che lo producono non bastano a spiegare quanto è avvenuto.

Non si può imputare alle società di *rating*, le quali hanno agito secondo i meccanismi che abbiamo descritto, la responsabilità di non avere capito che da qualche parte si stava sviluppando una bolla sistemica. Fin quando l'*overreliance* era circoscritta a livello microeconomico, il danno — concedetemi una banalità — era limitato. Il problema ha assunto una diversa rilevanza perché chi avrebbe dovuto avere una visione più generale non si è accorto in tempo che certi comportamenti avrebbero potuto alimentare un'instabilità sistemica.

Come ho già detto, anche il G20 di Toronto ha richiamato l'attenzione del Comitato di Basilea e del Financial Stability Board sul tema dell'affidamento sui *rating* esterni. Bisogna tener conto — si è detto — del fatto che il *rating*, per quanto elaborato e sofisticato, è pur sempre un frammento di informazione. Altri Paesi, ad esempio gli Stati Uniti, stanno cercando di ridurre l'eccessivo affidamento sul *rating*, al fine di neutralizzare, in qualche modo, le implicazioni sistemiche della *overreliance*.

Non condivido del tutto tale impostazione. Sebbene l'attenzione generale sia fondamentalmente concentrata, in questo momento, sulle implicazioni sistemiche dell'attività delle agenzie, non si deve dimenticare che i *rating* sono in grado di condizionare ogni giorno le scelte degli

investitori e i loro portafogli e costituiscono, di conseguenza, informazioni che hanno grande rilevanza per tali soggetti, sotto il profilo della trasparenza e della correttezza dei comportamenti. Analogamente, quando si tratta di regolamentare i requisiti di capitale delle banche, non può essere sufficiente stabilire di affrancarsi dal criterio dell'affidamento sui *rating*, il ricorso ai quali dovrebbe in qualche modo garantire l'esistenza di patrimoni di vigilanza commisurati ai rischi assunti.

Le novità intervenute a livello normativo confermano la necessità di distinguere nettamente tra i *rating*, in quanto informazioni, e le società che li elaborano.

La consapevolezza della potenziale rilevanza sistemica dei fallimenti di mercato, di cui si è detto, ha determinato un mutamento nell'orientamento del legislatore comunitario, prima favorevole all'autodisciplina e ora incline a una disciplina pubblica del settore.

L'approccio maturato a livello comunitario è volto a garantire l'integrità del processo di produzione e di diffusione dei *rating*, attraverso una disciplina che richiede alle agenzie il possesso di determinati requisiti procedurali e organizzativi, la capacità di ridurre al minimo i conflitti di interessi, nonché di assicurare un adeguato livello di trasparenza del *rating* e delle metodologie utilizzate per produrlo.

Il regolamento (CE) n. 1060/2009, in vigore dal 9 dicembre 2009, prevede una serie di regole riferite a specifici aspetti organizzativi, procedurali e di trasparenza, che costituiscono oggetto di valutazione, da parte delle autorità di vigilanza, sia nel momento in cui bisogna decidere sulla domanda di registrazione (ai fini dell'ingresso nel mercato) sia nella fase successiva, quando si tratta di vigilare, verificando il rispetto delle regole da parte delle agenzie, e di svolgere eventuali attività di *enforcement*.

Per quanto riguarda le regole in materia di procedure e di assetti organizzativi, le agenzie sono tenute ad assicurare che i *rating* emessi siano basati su un'attenta analisi di tutte le informazioni disponibili, a verificare che le informazioni

utilizzate siano di sufficiente qualità e provengano da fonti affidabili e a monitorare in via continuativa i giudizi ai quali sono pervenute.

Inoltre, le metodologie utilizzate devono essere rigorose, sistematiche, continuative e soggette a validazione sulla base dell'esperienza storica.

Allo svolgimento delle predette attività devono essere destinate adeguate risorse. Nel gergo abitualmente adoperato a livello operativo, queste ultime sono equiparate ai costi che non producono immediatamente profitti. Gli scarsi investimenti realizzati dalle agenzie per dotarsi di sistemi di controllo interno, da noi riscontrati, sono testimoniati anche da interviste pubblicate da *The Economist*, nelle quali alcuni *risk manager* « disperati » hanno affermato che le loro indicazioni circa gli investimenti da destinare a tale scopo, ove non in linea con il *budget* assegnato all'unità operativa, non erano nemmeno prese in considerazione.

Gli obiettivi di *budget* sono ritenuti prioritari. Secondo l'idea dominante, gli operativi costruiscono il conto economico, i *risk manager* lo demoliscono, aumentando i costi: la ricerca di un *trade-off* tra queste due componenti costituisce un problema endemico.

Nel caso delle società di *rating*, a parità di fatturato, quanto maggiore è il costo per produrre determinati risultati, tanto maggiore dovrebbe essere l'investimento in qualità, anche in considerazione del fatto che, come dicevamo, il mercato è sostanzialmente oligopolistico, nelle mani di pochi, grandi operatori.

Al fine di evitare potenziali conflitti di interessi, il regolamento stabilisce che un'agenzia di *rating* del credito non fornisca servizi di consulenza all'entità valutata o a terzi collegati per quanto riguarda la loro struttura societaria o giuridica, il loro attivo e il loro passivo o le loro attività. Chi produce *rating* non deve far sospettare che a tale attività sia associata, direttamente o indirettamente, un'attività di consulenza, nonostante i *chinese wall* che si possono creare: il giudizio deve

essere dato, per così dire, nudo e crudo, affinché qualcun altro possa utilizzarlo, eventualmente a fini di consulenza.

Un altro presidio interno è costituito dalla necessità di istituire e mantenere un dipartimento avente funzione di controllo della conformità (*compliance function*), indipendente dalle linee di *business*. Le agenzie di *rating* del credito devono applicare le disposizioni necessarie per assicurare una solida *governance* societaria. È altresì richiesto che almeno un terzo, ma non meno di due, dei membri del consiglio di amministrazione o di sorveglianza siano indipendenti, non partecipino all'attività di *rating* del credito e abbiano il compito specifico di controllare, tra l'altro, l'efficacia delle misure e procedure istituite per garantire che eventuali conflitti di interesse siano identificati, eliminati o gestiti e resi pubblici.

Le agenzie di *rating* del credito devono anche rendere disponibili al pubblico le metodologie, i modelli e le assunzioni chiave utilizzate. In altre parole, tutto il processo di produzione deve essere trasparente.

Il regolamento prevede che le agenzie di *rating* del credito comunichino ogni *rating* e ogni decisione di interrompere la copertura di uno strumento finanziario o di un emittente su base non selettiva e in maniera tempestiva, specificando tutti i motivi alla base della decisione.

Per la presentazione dei *rating* sono previsti, inoltre, i seguenti requisiti: l'indicazione del nome e della funzione dell'analista principale in una determinata attività di *rating* del credito, nonché del nome e della posizione del responsabile principale dell'approvazione; le principali fonti informative rilevanti, riferite agli elementi su cui il *rating* si basa; la principale metodologia o versione della metodologia utilizzata per elaborare il *rating*; il significato di ciascuna categoria di *rating*; la data alla quale il *rating* è stato distribuito per la prima volta e aggiornato per l'ultima volta; l'indicazione chiara ed evidente di ogni attributo e limite del *rating*, compresa la specificazione se la qualità dell'informazione sull'entità oggetto di valu-

tazione sia ritenuta soddisfacente; l'indicazione, nei comunicati stampa o nelle relazioni, all'atto dell'annuncio di un *rating*, degli elementi fondamentali ad esso sottesi. Obblighi aggiuntivi sono stabiliti dal regolamento in relazione ai *rating* di strumenti finanziari strutturati.

Oltre che al pubblico, le agenzie di *rating* del credito sono tenute a comunicare informazioni periodiche anche all'Autorità di vigilanza: trasparenza verso il mercato, quindi, ma non solo. I documenti devono essere a disposizione delle autorità di vigilanza, affinché queste possano controllare i comportamenti delle agenzie con una *ongoing supervision*. Infine, è previsto che le agenzie di *rating* del credito pubblicino annualmente sul proprio sito web una relazione di trasparenza (*transparency report*), che include ulteriori informazioni.

Il quadro generale che ho sinteticamente esposto è riferito all'Europa, i cui Stati membri stanno tentando di affrontare le problematiche relative alle agenzie di *rating* del credito mediante un approccio congiunto e condiviso.

La proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio, recante modifica del citato regolamento (CE) n. 1060/2009, riflette, sostanzialmente, i nuovi orientamenti maturati a livello comunitario nell'ambito della riforma del sistema europeo di vigilanza finanziaria. Il principio che si cerca di tradurre in pratica è quello di evitare che, in Europa, si creino spazi per arbitraggi regolamentari: per ottenere tale risultato, si centralizza la vigilanza, introducendo regole *binding* e standard comuni.

Per le società di *rating* si sta operando la medesima scelta: in concomitanza con l'istituzione della European Securities and Markets Authority (ESMA), destinata a sostituire il Committee of European Securities Regulators (CESR), si è deciso di centralizzare in sede europea la vigilanza sulle agenzie di *rating* del credito.

Nella materia *de qua* tale opzione è particolarmente giustificata. Infatti, il mercato del *rating* è di fatto limitato, a livello internazionale, a poche agenzie, le quali si qualificano come *most relevant*

*institutions* e, in quanto tali, necessitano di un controllo operato dagli organi posti a presidio della stabilità sistemica.

Il modello proposto è incentrato, quindi, su un'autorità europea, l'ESMA (evoluzione del CESR), la quale accentrerà la vigilanza sulle società di *rating*.

In particolare, all'ESMA saranno assegnate, innanzitutto, competenze in materia di registrazione iniziale delle agenzie (*registration*) e di vigilanza su base continuativa (*ongoing supervision*).

Saranno accentrate a livello europeo anche le attribuzioni in materia di *enforcement*. Su questo aspetto tornerò più avanti, per illustrare in maniera più dettagliata il modo in cui dovrebbero essere ripartite, a livello europeo, le competenze in materia sanzionatoria, anticipando fin d'ora che la discussione al riguardo è tuttora aperta.

Una volta adottata la proposta di regolamento, l'ESMA subentrerà nella titolarità dei poteri attualmente attribuiti alle autorità competenti nazionali: potrà esaminare e ottenere copia di documenti, procedere ad audizioni personali o richieste di chiarimenti, richiedere registrazioni telefoniche e dati relativi al traffico telefonico, apporre sigilli su locali, libri o registri nel corso di un'ispezione, proporre alla Commissione europea l'irrogazione di penalità di mora (*periodic penalty payment*) nell'ipotesi in cui le informazioni o i documenti forniti risultassero incompleti, inesatti o fuorvianti.

Tuttavia, in tale contesto, l'ESMA dovrà collaborare con le autorità nazionali. Con riferimento ai poteri ispettivi, ciò si traduce nella previsione di un obbligo di consultazione dell'Autorità dello Stato membro nel cui territorio è prevista l'ispezione, mentre, per il semplice svolgimento di un'indagine, l'ESMA sarà tenuta soltanto a informare in via preventiva l'Autorità nazionale.

Ovviamente, nella prassi operativa, i rapporti tra Autorità centrale e *Authority* nazionali non si attergeranno in maniera troppo rigida: ad esempio, è già previsto

che l'ESMA potrà delegare il compimento di attività specifiche alle autorità nazionali.

La delega non comporta un esonero da responsabilità, ma è volta a trarre il maggiore giovamento possibile dal patrimonio informativo già in possesso dei soggetti che svolgono l'attività di vigilanza nei singoli contesti nazionali. Infatti, l'esperienza da questi maturata e la prossimità agli operatori e al mercato oggetto di attenzione consentono di individuare con maggiore precisione ed efficacia l'oggetto e la tempistica dell'azione di vigilanza.

L'anzidetta previsione del regolamento dovrebbe, da un lato, accrescere l'efficacia dell'attività di vigilanza e, dall'altro, facilitare l'interlocuzione con le autorità nazionali.

L'interazione tra Autorità nazionali e ESMA funziona non soltanto in senso discendente (c.d. *top down approach*), ma anche in senso ascendente (c.d. *bottom up approach*). È previsto, infatti, che le Autorità nazionali possano segnalare eventuali violazioni che abbiano identificato o di cui siano venute a conoscenza.

In altre parole, qualora un'autorità insediata in un territorio, con terminali sensibili a ciò che avviene in quel territorio, intercetti avvisaglie di potenziali anomalie, ne informa l'ESMA, alla quale può anche richiedere – in caso di violazioni gravi e ripetute da parte di un'agenzia di *rating* del credito, tali da produrre effetti significativi sulla tutela degli investitori e sulla stabilità del sistema finanziario dello Stato membro interessato – di imporre la sospensione dell'utilizzo a fini regolamentari dei *rating* emessi da detta agenzia.

In materia di *enforcement* – riprendo un argomento importante, al quale ho soltanto accennato –, la proposta di regolamento sottrae agli Stati membri, nell'ottica dell'accentramento a livello europeo di tutte le competenze in materia di vigilanza, la facoltà di stabilire e di applicare sanzioni a carico delle agenzie di *rating* del credito che si rendano responsabili di violazioni.

Tuttavia, la perdita della potestà sanzionatoria da parte degli Stati Membri non si traduce in un'attribuzione *tout court* all'ESMA dei poteri di *enforcement*.

La proposta di regolamento opera una netta distinzione tra misure di vigilanza (*supervisory measures*), di tipo cautelare e interdittivo, e sanzioni, suddivise in ammende (*finés*) e penalità di mora (*periodic penalty payments*). Tanto le misure cautelari e interdittive quanto le ammende possono essere applicate solo in ipotesi di violazioni tassativamente previste nell'allegato III alla proposta.

In materia di sanzioni, la proposta di regolamento attua uno sdoppiamento: l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati ha il potere di adottare le misure di vigilanza (ad esempio, il divieto temporaneo di emissione di *rating* efficaci in tutta l'Unione, la sospensione dell'uso a fini regolamentari dei *rating* emessi da un'agenzia, e via dicendo), mentre l'applicazione di ammende e penalità di mora spetta alla Commissione Europea, su richiesta dell'Autorità.

La scelta fa discutere, soprattutto perché appare contraddittoria rispetto alla disciplina comunitaria di settore: mentre quest'ultima tende a rafforzare l'autonomia e l'indipendenza dei regolatori nazionali dagli organi di indirizzo politico, la proposta affida importanti funzioni di *enforcement* alla Commissione europea, ovvero all'organo che può essere assimilato, a livello europeo, all'esecutivo. L'argomento è oggetto di dibattito all'interno del gruppo di lavoro del Consiglio che sta esaminando la proposta, mentre non è ancora dato di conoscere, allo stato, l'orientamento del Parlamento europeo.

Peraltro, la definizione di un catalogo tassativo di violazioni costituisce essa stessa un profilo problematico, in quanto espone al rischio di non poter procedere ad *enforcement* in presenza di comportamenti che, pur apparendo scorretti o illeciti, non siano catalogati. Insomma, l'idea di fare riferimento a una tassonomia di violazioni irrigidisce molto tutto il sistema sanzionatorio e può lasciare scoperte aree rilevanti.

Poiché il mercato cambia continuamente, è assolutamente indispensabile la capacità di adattare regole e approcci di vigilanza ai mutamenti del contesto. La preponderanza di un meccanismo di vigilanza reattiva, rispetto ad un modello di vigilanza proattiva, è certamente una delle cause della crisi di cui stiamo ancora discutendo.

Nell'avviarmi alla conclusione, ritengo opportuno illustrare i riflessi della proposta di regolamento sulla Consob, la cui attività nei confronti delle agenzie di *rating* si è svolta, finora, nell'ambito della vigilanza sull'informativa societaria e finanziaria relativa agli emittenti e ai titoli quotati, che è diffusa quotidianamente. Non esistevano, infatti, nell'ordinamento interno, norme specifiche in materia di regolamentazione e vigilanza sulle agenzie di *rating*.

Se si eccettuano casi di indagini in tema di abusi di mercato, gli interventi della Consob nei confronti delle agenzie di *rating* hanno avuto, pressoché esclusivamente, la forma di azioni di *moral suasion*. La Consob è intervenuta, pertanto, in quei casi in cui l'emissione di giudizi di *rating* è apparsa — o per il contenuto o per la tempistica — turbare il regolare andamento del mercato o di singoli titoli.

Tale approccio è stato seguito anche recentemente, il 6 maggio scorso, quando il mercato azionario ha reagito negativamente — forse lo ricorderete — a un rapporto diffuso da Moody's, a mercati aperti, che esprimeva forti dubbi sulla tenuta del sistema finanziario italiano, essenzialmente a causa del forte peso del debito pubblico, che, secondo il *report* dell'agenzia, poteva avere ripercussioni sul sistema bancario.

In particolare, abbiamo fatto ciò che ci è consentito dalla normativa vigente: abbiamo inviato alle principali agenzie di *rating* — non soltanto a Moody's, ma anche a Fitch Ratings e a Standard & Poor's — tre lettere, nelle quali abbiamo rappresentato l'esigenza che, specialmente ove si tratti di rapporti la cui diffusione non appaia estremamente urgente, l'agenzia di *rating* valuti con attenzione, in futuro,

l'opzione di diffondere gli stessi non a mercati aperti, ma a mercati chiusi, al fine di minimizzarne gli effetti in termini di volatilità dei mercati e di tutelare nel miglior modo possibile gli investitori.

Nel caso di specie, la nostra azione, per quanto limitata, ha avuto soddisfazione, nel senso che, come certamente saprete, Moody's è sembrata correggere il tiro, evidenziando sia la stabilità del sistema bancario italiano sia la buona capacità della politica economica nel fare fronte ai problemi del debito pubblico.

Cosa sta per cambiare, quindi? Come in parte ho già detto, la Consob è coinvolta nel processo di trasformazione in atto a livello europeo.

Nella fase attuale, la Consob sta procedendo, insieme alle altre Autorità europee competenti, all'esame delle domande presentate dalle agenzie di *rating* in ambito europeo per ottenere la registrazione. Hanno presentato domanda di registrazione non soltanto le grandi agenzie di *rating* già menzionate, ma anche agenzie a carattere locale.

L'esame delle domande si svolge nell'ambito di un collegio di autorità competenti, al quale la Consob partecipa insieme alle autorità di altri Paesi europei. Nel caso specifico di Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings, avendo queste una sede legale in Italia, la Consob risulta per ognuna Autorità competente del Paese membro d'origine (*Home Competent Authority*), come le Autorità competenti dei principali Stati dell'Unione europea.

Come ho avuto modo di sottolineare in precedenza, quando sarà approvata la proposta di regolamento comunitario, i poteri in materia di registrazione, di vigilanza *ongoing* e di *enforcement* saranno attribuiti all'ESMA. Con l'adozione del nuovo regime, saremo in grado, anche a livello nazionale, di capire esattamente il tipo di contesto all'interno del quale ci muoveremo e quali modalità di interloquazione dovremo seguire.

Personalmente, ritengo che la fase di transizione e di collaborazione non si concluderà con il traghettamento delle funzioni dalle Autorità nazionali all'Auto-

rità europea, in quanto le realtà socio-economiche e tutto quanto sarà oggetto della disciplina recata dalle nuove regole, comuni e condivise, sono ancora molto disallineati a livello europeo.

Anche nel futuro contesto di vigilanza centralizzata sarà assolutamente indispensabile, per gli organismi europei, avere comunque qualcuno che fornisca una rappresentazione, la più informata e la più neutrale possibile, delle specificità dei singoli Paesi. Se intendiamo avere, a livello europeo, un sistema di vigilanza efficiente, anche sotto il profilo dell'adattamento della normativa ai cambiamenti del mercato, non potremo prescindere dai terminali sensibili situati sul territorio dei singoli Stati.

A mio avviso, quindi, le Autorità nazionali continueranno a svolgere un ruolo importante anche dopo il trasferimento delle predette funzioni all'ESMA.

Per quanto ci riguarda, la Consob continuerà ad avere il polso del mercato finanziario nazionale, sul quale seguirà a svolgere un'attività di vigilanza avente ad oggetto l'informazione societaria, l'operatività sui titoli e gli eventuali profili di abusi di mercato, in modo da individuare le eventuali violazioni della normativa comunitaria e da indirizzare la successiva attività di vigilanza e di *enforcement* da parte dell'ESMA. Di ciò dovranno tenere conto anche i nostri assetti organizzativi.

**PRESIDENTE.** Do la parola ai colleghi che desiderino intervenire per porre quesiti o formulare osservazioni.

**ALBERTO FLUVI.** Desidero svolgere alcune considerazioni e porre alcune domande al presidente Conti, che ringrazio per la sua esauriente e interessante esposizione.

Stiamo attraversando, presidente, una fase che lei ha definito, in maniera sintetica, di passaggio da un sistema di auto-disciplina a una sorta di regolamentazione pubblica. In tale contesto, è sopraggiunta ieri la novità, positiva, dell'intervenuta approvazione, da parte del Parlamento europeo, della nuova architettura di vigi-

lanza basata sul Sistema europeo delle autorità di vigilanza e sul Comitato per il rischio sistemico. Il provvedimento vedrà definitivamente la luce non appena sarà approvato anche dal Consiglio, ma ormai siamo alla stretta finale. Tutti, forse, avremmo auspicato un passo più veloce e più deciso, ma stiamo andando, sia pure gradualmente, nella direzione giusta, anche tenendo conto delle compatibilità di una Unione della quale fanno parte 27 Stati.

Sappiamo già che le tre autorità di vigilanza avranno sede a Londra, Parigi e Francoforte e, benché il Parlamento abbia approvato soltanto ieri le proposte di riforma trasmesse a suo tempo dalla Commissione, mentre il Consiglio deve ancora approvarle, immagino che l'Autorità bancaria europea, l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati cominceranno a darsi, l'anno prossimo, una struttura organizzativa.

È questo, quindi, il momento per dedicarsi alla costruzione dell'assetto organizzativo dell'ESMA, che comporterà, naturalmente, anche l'assegnazione di ruoli chiave al suo interno.

Premesso che la responsabilità di non avere ancora garantito la ricostituzione del *plenum* del collegio della Consob è da imputare al Parlamento e al Governo, di certo non ai commissari della Consob in carica, non vorrei che si ripetesse quanto accaduto in occasione dell'organizzazione del Servizio europeo per l'azione esterna (altrimenti detto Servizio diplomatico europeo), quando sono state assegnate al nostro Paese sedi importanti, ma non prestigiose. Chiedo, pertanto, anche alla Consob, che immagino stia già lavorando in tal senso, di impegnarsi affinché vi sia una presenza adeguata del nostro Paese all'interno dell'ESMA.

Passando ad argomenti più specifici, in quale modo è possibile coinvolgere le agenzie di *rating* del credito nel rischio d'errore? È sufficiente il danno reputazionale, oppure si possono dettare norme

e individuare sanzioni che rendano le agenzie compartecipi del predetto rischio?

La discussione che sta riguardando le agenzie di *rating* del credito mi ricorda quella che ebbe ad oggetto le società di revisione tra il 2002 e il 2004, dopo i dissesti Cirio e Parmalat, dei quali si discusse, in Parlamento, anche nell'ambito dell'indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio. Il rischio reputazionale incise, in quegli anni, in modo significativo, tant'è che Arthur Andersen, ad esempio, ha cessato l'attività dopo il fallimento della Enron.

Il 15 settembre 2008 sia Moody's, sia Standard & Poor's, sia Fitch Ratings avevano assegnato una doppia « A » a Lehman Brothers. Mi rendo conto di fare una battuta, ma non mi pare che il rischio reputazionale abbia inciso sulle sorti delle tre agenzie, le quali continuano a controllare, di fatto, la quasi totalità del mercato.

In Europa e nel nostro Paese, poi, c'è un problema in più: mentre negli Stati Uniti esiste la *class action*, nel nostro Paese i risparmiatori non hanno a disposizione nemmeno tale strumento di tutela.

La seconda domanda verte sul conflitto di interessi, che ritengo uno dei temi più rilevanti.

Il regolamento (CE) n. 1060/2009 affronta espressamente il tema dell'attività di consulenza, stabilendo che un'agenzia di *rating* del credito non fornisca servizi di consulenza all'entità valutata o a terzi collegati per quanto riguarda la loro struttura societaria o giuridica, il loro attivo e il loro passivo o le loro attività. Esso prevede, inoltre, che le agenzie di *rating* del credito debbano comunicare al pubblico i nomi delle entità valutate o di terzi collegati dai quali provenga oltre il 5 per cento del loro fatturato annuale.

Il Segretario generale del CESR ci diceva ieri che alla Consob sono arrivate sei domande di registrazione: le tre delle agenzie a tutti note più altre tre, tanto per intenderci (e immagino che le cose non siano andate diversamente in Francia, in Germania e via dicendo).

Poiché le agenzie di *rating* del credito presentano in Europa una struttura di gruppo, caratterizzata dalla presenza di varie società aventi sedi legali in diversi Paesi dell'Unione, se un emittente chiede una consulenza a Standard & Poor's con sede legale in Francia, può rivolgersi, poi, per un *rating* del credito, a Standard & Poor's con sede legale in Italia? E in quale modo si calcola la soglia del 5 per cento?

FRANCESCO BARBATO. A nome del gruppo parlamentare Italia dei Valori, ringrazio preliminarmente la Consob per averci offerto, nell'odierna audizione, interessanti elementi di riflessione.

Ciò premesso, desidero rivolgere al presidente vicario Conti alcune domande relative alla riforma del sistema europeo di vigilanza finanziaria, imperniato sull'istituzione, nell'ambito del Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria, di tre nuove autorità di vigilanza europee (Autorità bancaria europea, Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati e Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali), le quali avranno sede, rispettivamente, a Londra, a Parigi e a Francoforte.

In tale contesto, desta senz'altro meraviglia l'esclusione di Milano, città che, anche per il suo ruolo specifico, poteva essere, a mio avviso, la sede più adatta a ospitare uno dei nuovi organismi di vigilanza.

Mi domando, allora, se la predetta esclusione non sia da ascrivere a una debolezza del nostro Paese a livello europeo, segnatamente a una debolezza politica del Governo, il quale non riesce ad avere, fuori dei confini nazionali, la forza necessaria per rappresentare le nostre giuste rivendicazioni.

Mi chiedo, altresì, se nella scelta delle sedi delle nuove autorità di vigilanza non abbia influito un ulteriore fattore di debolezza dell'Italia, evidente anche all'estero, vale a dire il fatto che la Consob non ha ancora un presidente.

Si è forse optato, alla fine, per Londra, Parigi e Francoforte perché l'Italia, pur

rappresentando uno dei Paesi guida dell'Unione, ha offerto, a causa dell'attuale gracilità, nonché dello scarso peso politico del Governo (lo stesso Berlusconi ha dichiarato che, quando si reca all'estero, gli chiedono se sia ancora Presidente del Consiglio), un'immagine di minore robustezza rispetto ad altri Paesi?

Inoltre, desidero chiedere al presidente vicario se la perdurante acefalia della Consob, oltre ad avere contribuito, forse, ad una rappresentazione negativa del nostro Paese all'estero, possa avere conseguenze anche sul piano interno, in un momento in cui, ad esempio, si verificano avvenimenti come quelli che hanno interessato Unicredit.

Coglierei l'occasione, presidente, per chiederle una riflessione — che sarebbe comunque gradita, pur non attenendo strettamente al tema dell'audizione — sulla condizione di sbandamento che stiamo attualmente vivendo.

Nel contesto di una crisi economico-finanziaria di portata internazionale, sarebbe opportuno adoperarsi per offrire punti di riferimento più sicuri, per assestare ulteriormente il sistema bancario italiano; invece, certi eventi, come l'allontanamento dell'amministratore delegato di Unicredit, dottor Profumo, vanno in una direzione diametralmente opposta.

Nella sua relazione, presidente, mi è sembrato di cogliere l'idea secondo la quale finché la musica suona, si deve ballare. Si tratta di un concetto che non condivido (anche perché richiama l'immagine del *Titanic*, che affondava mentre l'orchestra di bordo continuava a suonare): non mi sembra, insomma, una filosofia da seguire.

Tornando al tema principale, abbiamo appreso, in occasione delle precedenti audizioni, che le società di *rating*, la cui funzione è quella di rendere più trasparente il rapporto tra emittenti e investitori, non dimostrano alcuna propensione a rendere trasparenti se stesse, com'è testimoniato dalla resistenza che hanno sempre opposto alle richieste di documenti e informazioni concernenti la propria attività.

Si tratta di un atteggiamento che non può assolutamente riscuotere l'apprezzamento di chi, come noi di Italia dei Valori, lavora affinché sia rispettato un principio troppo spesso misconosciuto, ovvero quello di responsabilità.

Quanto alla pretesa inattaccabilità delle agenzie di *rating*, le quali si difendono dalle accuse loro rivolte sostenendo di esprimere semplici opinioni, ritengo comunque inaccettabile che si verifichino casi come quello di Lehman Brothers, che continuava a godere di un *rating* elevato (« AA ») nonostante si trovasse già in una condizione di grave difficoltà.

Se ho inteso bene, presidente, quando ha diffuso, a maggio dello scorso anno, un rapporto che esprimeva forti dubbi circa la tenuta del sistema finanziario italiano, Moody's si è presa una tirata d'orecchi dalla Consob, la quale ha rappresentato l'esigenza di non allarmare i mercati con notizie la cui diffusione non risponda ad esigenze di estrema urgenza (come lei ha ricordato, presidente, il peggioramento di un *rating* può determinare il fallimento di un emittente).

Poiché non sono dello stesso avviso, presidente, vorrei una sua valutazione più precisa. In particolare, ritengo che non si debba mettere sotto processo chi lancia un grido d'allarme, chi segnala una situazione che potrebbe pregiudicare il sistema e, in definitiva, gli investitori e i risparmiatori; occorrerebbe, invece, individuare le cause che hanno determinato le situazioni di pericolo denunciate: è su queste che dovrebbero essere accesi i riflettori, non su chi ha lanciato il segnale d'allarme!

COSIMO VENTUCCI. Presidente Conti, le rivolgerò una sola domanda, non senza averla prima ringraziata, anche a nome del mio gruppo, per la relazione che ha svolto.

Premetto subito che avverto quasi una forma di diffidenza nei confronti delle decisioni che stanno maturando in sede europea, le quali avranno riflessi anche sull'attività della Consob.

Vantando, nel settore del commercio con l'estero, un'esperienza professionale

che risale alle origini del MEC, conosco bene la materia dei dazi doganali. Di conseguenza, nutro un certo scetticismo in merito al potenziale economico delle Nazioni che hanno gestito per più di un secolo le colonie. Paesi come la Francia, la Germania e l'Inghilterra continuano ad avere una notevole importanza per l'economia delle ex colonie, per le quali rappresentano rilevanti mercati di sbocco. Analoga è la situazione dei Paesi del Benelux: Olanda e Belgio hanno mantenuto importanti rapporti, rispettivamente, con l'Indonesia e la Repubblica Democratica del Congo (e tutti conosciamo le risorse dei Paesi africani).

Mi fa piacere, quindi, leggere - finalmente, lo si dice - che l'adeguatezza dell'approccio basato sull'autodisciplina è stata messa profondamente in discussione, più che dai *default* Enron e Parmalat, dalla cattiva *performance* delle agenzie di *rating* nel settore dei cosiddetti prodotti di finanza strutturata, che hanno penalizzato anche alcuni miei amici.

Ebbene, quei miei amici, rispetto all'architettura finanziaria nazionale e internazionale sono come me, come noi: hanno la convinzione che, per organizzare al meglio una sala operatoria, occorra non soltanto un'ottima strumentazione, ma anche un chirurgo capace di operare una cistifellea, un pancreas e via discorrendo.

Sebbene la finanza globale sia in grado di determinare notevoli mutamenti nell'intera organizzazione sociale e del lavoro, la maggior parte dei circa sessanta milioni di italiani, ovviamente, non ha la benché minima conoscenza della materia di cui ci stiamo occupando. A tale proposito, mi è arrivato, poco fa, un *sms* in cui si dice che la disoccupazione è arrivata all'8,5 per cento e che la disoccupazione giovanile è del 29,7 per cento.

Venendo più specificamente al tema oggetto dell'audizione, le nuove regole di vigilanza sulle agenzie di *rating* del credito mi sembrano avere il tono di comandamenti religiosi. Si fanno nuove regole, ma da chi saranno gestite? Tutto sarà demandato a un'autorità centrale europea?

Il trasferimento a un'autorità centrale europea di competenze in precedenza gestite all'interno dei singoli Paesi è già avvenuto in altri settori (ad esempio, per la regolamentazione dei requisiti minimi di capitale delle banche e nel comparto doganale). Sembra una banalità, ma se ci si sofferma sulle implicazioni di certe operazioni, ci si rende conto che è molto concreto il rischio di vedere fagocitate dai funzionari della Commissione europea tutte le competenze in precedenza attribuite ad autorità nazionali.

Quando, poi, leggo che le agenzie di *rating* del credito devono rendere disponibili al pubblico le metodologie, i modelli e le assunzioni chiave utilizzate nell'emissione dei propri *rating*, mi domando se questa forma di arroccamento europeo sia proponibile in un mondo globalizzato.

Mi chiedo, in particolare, come si collochi la proposta di regolamento in esame in un contesto nel quale le agenzie di *rating* del credito, operando su scala mondiale con 30.000 dipendenti, di cui 17.000 esperti della materia, veicolano informazioni relative non soltanto al mercato europeo, ma all'intero mercato finanziario internazionale. In altre parole, come ci comporteremo noi italiani, che facciamo parte dei 27 Paesi dell'Unione europea? Se io investo, posso farlo anche in Cina, dove troverò, presumibilmente, regole differenti.

Inoltre, mi piacerebbe conoscere meglio il suo pensiero, presidente Conti, in relazione a un orientamento che, se non ho inteso male, lei ha implicitamente criticato. I sistemi di *common law* sono basati più sulla giurisprudenza che sulle norme approvate dal legislatore, diversamente da quanto avviene nei sistemi di *civil law*, vale a dire negli ordinamenti di derivazione romanistica. Ebbene, la produzione normativa dell'Unione europea, nella quale è assolutamente dominante, a livello nazionale, il modello del *civil law*, appare profondamente condizionata dalla cultura giuridica che ha la propria matrice nel *common law*.

PRESIDENTE. Il collega Fluvi desidera aggiungere qualcosa?

ALBERTO FLUVI. Mi scuso, signor presidente, ma mi era sfuggita una questione.

Presidente Conti, premesso che la Commissione sta per avviare un'indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari — che ci consentirà di approfondire, tra l'altro, le vicende relative a Borsa Italiana Spa —, mi ha colpito, in una precedente audizione, un'affermazione del professor Giovanni Ferri, dell'Università di Bari, secondo il quale la presenza di agenzie di *rating* regionali — non le tre più grandi, tanto per intenderci — può agevolare lo sviluppo delle piccole e medie imprese (a proposito, non mi pare che la piattaforma per le PMI abbia raggiunto gli effetti sperati, almeno fino ad oggi).

Secondo lei, presidente, esiste una relazione tra presenza di agenzie di *rating* regionali e piattaforme di sviluppo per piccole e medie imprese?

PRESIDENTE. Presidente Conti, le rivolgerò alcune domande sintetiche, ringraziandola, innanzitutto, per la sua relazione.

In primo luogo, la Consob ha le risorse necessarie per esercitare la propria attività di vigilanza?

Venendo più direttamente al tema oggetto dell'audizione, credo che la soluzione di attribuire la potestà sanzionatoria alla Commissione europea, frutto evidentemente di un compromesso, rappresenti — come, del resto, è stato opportunamente evidenziato nella relazione — un limite della proposta di regolamento, anche perché lascia presagire i soliti veti da parte dei francesi, degli inglesi e via discorrendo.

Allora, poiché la Commissione si accinge ad approvare un documento, vorrei che lei ci dicesse, presidente, quale operatività concreta esso potrà avere. In altri termini, mi chiedo se la questione sia definitivamente chiusa. Possiamo sperare che un miglioramento della situazione generale consenta di riaprire il discorso, al fine di attribuire poteri sanzionatori di-