

rettamente alle autorità di settore, oppure dobbiamo sin d'ora rassegnarci a realizzare una mera operazione di facciata (che, comunque, era necessaria, perché le responsabilità delle agenzie di *rating* ci sono, indipendentemente dal modo in cui si concepisce il loro ruolo)?

Mi è sembrato che la sua relazione, presidente, riconosca l'importanza della funzione svolta dalle agenzie di *rating* nell'ambito del sistema finanziario. Certo, si potrebbe sostenere che al *rating* non bisogna dare importanza, oppure un'importanza molto relativa. In tal modo, si risolverebbe la questione a monte: il giudizio delle agenzie sui titoli immessi sul mercato dagli emittenti costituirebbe sostanzialmente un orpello, che come tale dovrebbe essere considerato.

Non sarebbe stato meglio realizzare un'operazione di questo secondo tipo? So che sarebbe perfettamente inutile portare avanti una proposta legislativa in tal senso, perché essa si scontrerebbe con la diversa regolamentazione decisa a livello europeo. Ciò nonostante, sono fra coloro i quali pensano che le agenzie di *rating*, nella configurazione attuale, siano del tutto inutili: si tratta soltanto di una fonte di *business*, per le ragioni che lei stesso ha espresso, presidente, quando ha fatto riferimento agli evidenti conflitti di interessi e al fenomeno del *rating shopping*.

Peraltro, non condivido la posizione del collega Barbato, perché è chiaro che si deve tener conto della localizzazione delle grandi agenzie di *rating* sui mercati americani. Il fatto è che i *rating*, specie dopo i disastri verificatisi, andrebbero considerati in maniera diversa. Come rilevava giustamente Fluvi, Arthur Andersen ha cessato l'attività, mentre Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings sono ancora lì, nonostante i disastri finanziari che le loro valutazioni hanno contribuito a produrre. Il danno reputazionale, se c'è stato, è stato opportunamente messo in sordina.

Ora è stata elaborata una proposta di regolamentazione che presenta, a mio avviso, molti limiti. Nutro, infatti, molti dubbi sull'efficacia di una legislazione di

dettaglio, anche in considerazione del fatto che le operazioni *over the counter* sono state la risposta dei mercati finanziari all'eccesso di regolamentazione (da qui l'esplosione dei CDS e di altri prodotti similari).

Se andiamo verso una regolamentazione di dettaglio, è evidente che, ritenendoci ammesso tutto ciò che non è vietato, si troverà comunque il modo per bypassare i «comandamenti» — come li ha definiti il collega Ventucci — sanciti nel regolamento e per dare vita ad altre formule di *business*. Il fatto che alla Consob sia stata presentata domanda di registrazione da parte di Cerved, che, per quanto mi risulta, si occupa prevalentemente di informazioni societarie, e da parte di CRIF, che gestisce un sistema di informazioni creditizie, la dice lunga sulla prospettiva di alcune società di creare nuove aree di *business* e di inserirsi, in particolare, in questo segmento di mercato.

Vorrei una sua valutazione più precisa, presidente, perché mi è parso di capire che, secondo lei, le agenzie di *rating* sono utili. Si era partiti dal presupposto che esse dovessero garantire gli investitori; invece, garantiscono gli emittenti, cioè quelli che pagano i loro servizi. Allora, non sarebbe stato meglio definire in maniera diversa la questione del pagamento dei *rating*?

Per me, sarebbe stato preferibile fare a meno delle agenzie di *rating*. Dal momento che, invece, si sceglie la strada di una migliore regolamentazione, sarebbe opportuno, anche per evitare i conflitti di interessi e il *rating shopping*, stabilire alcune regole minime in materia di sanzioni. A tale proposito, sono d'accordo con Fluvi, quando sostiene che qualcuno deve pur rispondere degli errori. Quindi, bisognerebbe applicare un regime sanzionatorio adeguato in caso di *rating* che si rivelassero, per così dire, audaci.

Naturalmente, se si prevede l'impiego dei *rating* a fini regolamentari, si deve anche fare in modo che il lavoro svolto per produrli — considerato, come lei ha posto in risalto, presidente, costoso e non produttivo — sia remunerato secondo mecca-

nismi che assicurino l'indipendenza delle agenzie. Se si parte dal presupposto che le agenzie di *rating* debbono continuare a esistere, occorre anche riflettere su chi debba pagare le loro valutazioni.

Per quanto riguarda la normativa di dettaglio, quando approvammo la legge sul risparmio, modificammo l'articolo 160 del TUF, vietando, tra l'altro, che la società di revisione e le entità appartenenti alla rete della medesima, i soci, gli amministratori, i componenti degli organi di controllo e gli stessi dipendenti della società di revisione, delle società controllanti o controllate, collegate o sottoposte a comune controllo non potessero fornire servizi di consulenza alla società che aveva conferito l'incarico di revisione, alle società controllanti, controllate o sottoposte a comune controllo. Prevedemmo, inoltre, alcune incompatibilità di durata triennale per l'assunzione di determinati incarichi.

Ebbene, mi chiedo perché il tema delle incompatibilità non sia stato affrontato in modo adeguato rispetto all'attività delle agenzie di *rating*, per evitare, o per lo meno per limitare, la possibilità di un conflitto di interessi, che può essere determinato, come osservava il collega Fluvi, da meccanismi volti a riportare i servizi di consulenza all'interno dello stesso gruppo, nonostante l'espresso divieto sancito dal regolamento.

VITTORIO CONTI, *Presidente vicario della Consob*. Innanzitutto, devo all'onorevole Barbato una puntualizzazione alla quale tengo molto.

Probabilmente, c'è stato un fraintendimento, perché « finché la musica suona, dobbiamo ballare » non è la filosofia con la quale mi approccio alle situazioni: ho semplicemente riportato una delle giustificazioni che hanno addotto a propria discolta, durante la crisi, alcuni manager, i quali hanno spiegato come, in certi contesti, i nuovi entranti nel mercato si adeguino alle prassi, talvolta devianti, imposte da quanti hanno acquisito nel tempo una posizione oligopolistica.

Ci tenevo molto a precisarlo, perché non vorrei essere frainteso. Credevo di

essere stato chiaro ma, evidentemente, mi ero espresso in maniera ambigua.

Cercherò di rispondere a tutte le domande, ripercorrendo i temi che hanno suscitato l'interesse della Commissione.

Il discorso relativo alle sanzioni da applicare in caso di errori è complesso.

Se attribuissimo la responsabilità degli incidenti causati dalla circolazione dei veicoli a motore a chi li ha inventati, e imponessimo a tutti di circolare in bicicletta, tale scelta comporterebbe un salto di qualità o, comunque, un cambiamento radicale delle nostre abitudini. Tuttavia, una simile opzione presupporrebbe un giudizio di valore di tipo squisitamente politico.

È chiaro che è difficile, per me, misurarmi su questo terreno: il mio compito, infatti, è quello di contribuire alla soluzione di un problema offrendo argomentazioni di tipo tecnico.

Restando, quindi, nell'ambito tecnico, e utilizzando l'esempio già proposto, credo che l'idea di accentrare a livello europeo l'azione di vigilanza sia un modo per garantire che le auto immesse sul mercato siano esenti da difetti di costruzione: per evitare, insomma, che siano esse stesse la causa degli incidenti.

Poi, naturalmente, c'è la responsabilità di chi sta al volante, che non deve superare i limiti di velocità.

Pertanto, si tratta non soltanto di fissare gli standard di qualità che devono rispettare i costruttori di automobili, ma anche di dettare le appropriate regole di condotta per chi si mette alla guida delle stesse.

L'osservazione relativa alla scarsa efficacia dissuasiva del rischio reputazionale è fondata. All'indomani della crisi, la FSA (Financial Services Authority), accortasi che in giro per il mondo c'è anche gente senza principi, ha deciso di passare da una regolamentazione per principi ad una regolamentazione più vincolante, basata su divieti e regole più rigorose.

In Europa, si sta cercando di creare un contesto all'interno del quale non sia incentivata la tendenza alla *overreliance* sui *rating* delle agenzie.

Come ho rilevato in precedenza, è importante tenere distinti i problemi del *rating*, che è un frammento di informazione, da quelli delle società di *rating*. Nel momento in cui si accettano i principi dell'economia di libero mercato, la valutazione degli emittenti e degli strumenti finanziari qualcuno la deve esprimere: in un contesto all'interno del quale vigono determinate regole, si tratta di un passaggio dal quale, a mio avviso, non si può prescindere.

PRESIDENTE. La interrompo per chiederle un chiarimento, presidente.

Assodato che la crisi ha posto in risalto i grossolani errori di valutazione compiuti dalle agenzie di *rating*, il mercato non ha, forse, la possibilità di discernere tra un prodotto buono e uno che non lo è in base a indicatori diversi dai *rating*? Penso, ad esempio, alla stampa specializzata, ai siti Internet, ai dati desumibili dai bilanci delle società, a tutte le altre informazioni, relative ai fatti che possono influenzare il prezzo degli strumenti finanziari, alle quali sono in grado di accedere gli operatori professionali o gli stessi investitori più esperti.

L'indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari, che avvieremo tra qualche settimana, ci offrirà l'occasione per approfondire anche il funzionamento del mercato borsistico e il ruolo svolto dalle banche nelle procedure di ammissione alla quotazione.

È vero che non esiste un unico strumento in grado di offrire garanzie assolute; tuttavia, mi sembra che i giudizi espressi dalle agenzie di *rating* del credito non costituiscano, tutto sommato, un elemento imprescindibile per gli investitori.

VITTORIO CONTI, Presidente vicario della Consob. Per rispondere meglio alla sua domanda, signor presidente, farò riferimento all'esperienza professionale maturata prima che fossi chiamato a far parte della Consob.

Dopo aver lavorato presso il Servizio studi della Banca d'Italia, sono stato docente di macroeconomia e microeconomia

presso l'Università cattolica del S. Cuore di Milano e ho ricoperto la carica di responsabile del *risk management* prima della Banca commerciale italiana e, successivamente, del Gruppo Intesa. Sto parlando di anni molto lontani, degli anni Ottanta, nei quali mi sono cimentato con la difficoltà di definire metodologie efficaci per effettuare una valutazione corretta del rischio di credito.

Allora, per capire se stavamo usando bene i soldi dei nostri depositanti, senza rischiare di perderli, ci basavamo su indicatori di rischio esterni, tra i quali i *rating* emessi dalle società specializzate, e interni, elaborati mediante i nostri modelli di valutazione del rischio.

Salvo che non si sia in mala fede, è folle — e, comunque, profondamente sbagliato — affidarsi ad un unico indicatore, perché non c'è modello che, da solo, consenta di misurare correttamente il rischio. Chiunque si dedichi a questo mestiere deve saperlo e deve adottare le opportune cautele; se non lo fa, le eventuali conseguenze negative dell'omissione non potranno essere ascritte a chi ha realizzato un determinato modello di elaborazione del *rating*.

È stato citato il caso Enron. Ho seguito la vicenda come responsabile della struttura che doveva misurare e monitorare i rischi. Allora, l'indicatore implicito nei dati di mercato dava la posizione di Enron in costante peggioramento nei ventiquattro mesi precedenti al fallimento. Al contrario, i *rating*, che tenevamo sotto costante monitoraggio, sono rimasti invariati fino a quindici giorni prima del fallimento.

Chi sbagliava? Probabilmente, sbagliavano le agenzie. Sbagliava, tuttavia, anche chi, omettendo di considerare le debolezze del processo di elaborazione dei *rating*, non aveva un approccio responsabile alla valutazione del rischio. Quindi, c'era anche un eccessivo affidamento, un *overreliance*.

Il problema, quindi, non sta nello strumento in sé: bisogna fare in modo che il *rating* sia elaborato secondo buona fede,

con la necessaria diligenza e competenza e, soprattutto, in assenza di conflitti di interessi.

La normativa europea va esattamente in tale direzione, cercando, innanzitutto, di evitare il fenomeno dell'eccessivo affidamento.

Tuttavia, è il conflitto di interessi il vero punto dirimente. È per questa ragione che il regolamento (CE) n. 1060/2009 detta specifiche prescrizioni relative ai requisiti organizzativi e amministrativi delle agenzie di *rating*: le disposizioni concernenti l'alta dirigenza, i consigli di amministrazione o di sorveglianza, i membri indipendenti di tali organi, la funzione di controllo della conformità, l'indipendenza dell'attività di *rating*, gli analisti di *rating*, nonché i dipendenti e le altre persone che comunque partecipano all'attività di *rating*, sono finalizzate a individuare e a circoscrivere eventuali anomalie riconducibili a comportamenti, per così dire, non fisiologici.

Una volta che l'Autorità si sarà insediata, bisognerà monitorare costantemente i *rating*, per verificare quali tra essi siano troppo lontani dagli indicatori di rischio ricavabili da altre fonti e per intraprendere, eventualmente, sulla base di tali scostamenti, iniziative di vigilanza mirate.

Nell'attuale contesto, è fondamentale che le autorità di vigilanza siano preparate a fronteggiare in maniera adeguata l'innovazione finanziaria, in gran parte mossa dalla volontà di aggirare la regolamentazione. Per svolgere efficacemente tale funzione, esse debbono sviluppare la capacità di intercettare senza ritardo i segnali di anomalia, di attivare in maniera tempestiva le conseguenti azioni di vigilanza e, se del caso, i procedimenti sanzionatori appropriati.

In questa fase, si stanno definendo i criteri generali della vigilanza, ai quali bisognerà dare corpo mediante ulteriori specificazioni.

Credo che ciascun Paese dovrà responsabilmente immaginare anche quanto robuste dovranno essere le rispettive autorità di vigilanza. Non voglio sollevare polemiche, ma penso che un'autorità di vi-

gilanza, in quanto strumento fondamentale per la tutela di rilevanti interessi pubblici, debba essere considerata un bene pubblico, da preservare anche attraverso adeguati investimenti di risorse. Quando la sopravvivenza di un'autorità rimane affidata al finanziamento da parte del mercato, i vincoli di bilancio si traducono inevitabilmente in vincoli alla capacità operativa.

A tale proposito, mi chiedeva, signor presidente, se abbiamo le risorse necessarie per esercitare l'attività di vigilanza. A quanto ho già detto poco fa posso aggiungere che il nostro bilancio pesa al 100 per cento sul mercato: questo è il perimetro all'interno del quale ci dobbiamo muovere.

Poiché ho qualche imbarazzo a rispondere alla domanda relativa alla Consob acefala, onorevole Barbato, mi riservo di tornare su tale questione in chiusura della mia replica.

Per quanto riguarda la domanda dell'onorevole Fluvi relativa ai conflitti di interessi, questi si misurano a livello consolidato. La vigilanza europea è finalizzata ad intercettare problemi di questo tipo, specialmente quando vengono in considerazione grandi gruppi che hanno diramazioni in diversi Paesi.

Tuttavia, esiste — è vero — un problema più ampio. L'onorevole Ventucci ha rilevato come la globalizzazione imponga di guardare al di là dei confini europei.

Tuttavia, la nostra attività riguarda i soggetti che operano all'interno del nostro mercato mobiliare, effettuando operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio attraverso l'emissione e il collocamento di strumenti finanziari.

Per quanto riguarda gli aspetti più generali della riforma del sistema finanziario internazionale, altri organismi stanno portando avanti le azioni opportune. Per quanto riguarda il tema specifico delle società di *rating*, invece, le problematiche relative agli effetti dell'impiego dei *rating* a fini regolamentari costituiscono oggetto di studio da parte dell'Organizzazione internazionale delle autorità di controllo dei mercati finanziari (IOSCO) e del Financial Stability Board. A chi mi chiede

se le risposte siano adeguate all'urgenza dei problemi posso rispondere, innanzitutto, che il processo di mediazione tra gli interessi in gioco è molto complicato e riguarda, in gran parte, la politica. Quindi dovrete essere voi, non io, a dire qualcosa al riguardo. Noi siamo a valle del processo e, molto spesso, constatiamo la difficoltà della politica a convergere sulle soluzioni che condizionano le nostre scelte tecniche.

Ciò premesso, con riferimento al tema specifico dei *rating*, è previsto un meccanismo di avallo o di certificazione, a determinate condizioni, di *rating* emessi da società aventi sede in Paesi terzi. Ciò al fine di evitare che il nostro mercato venga contaminato, per così dire, da informazioni che potrebbero risultare devianti.

PRESIDENZA DEL VICEPRESIDENTE COSIMO VENTUCCI

VITTORIO CONTI, *Presidente vicario della Consob*. Dire che a Moody's abbiamo soltanto « tirato le orecchie » sminuisce ciò che la Consob ha fatto. Il nostro intervento può essere considerato minimale, ma è esattamente quello che potevamo fare nel caso specifico.

Le iniziative che l'Unione europea ha assunto, nell'ambito della vigilanza finanziaria nel suo complesso e nello specifico settore della vigilanza sulle agenzie di *rating* del credito, sono finalizzate proprio all'istituzione di un sistema di vigilanza più efficace. Credo che faremo un grande passo in avanti in tale direzione quando avremo la possibilità di verificare, anche attraverso ispezioni *in loco*, che le agenzie di *rating* rispettino gli obblighi stabiliti dal regolamento in materia di requisiti organizzativi.

È chiaro che si possono immaginare altre modalità e strumenti, quali la rotazione delle società di *rating* e la richiesta non di uno solo, ma almeno di due o tre *rating*.

Per quanto riguarda le sanzioni, si tratta di un punto particolarmente sensibile, in merito al quale non si è ancora formato, a livello europeo, un orienta-

mento politico condiviso. Noi siamo a valle di questo processo.

ALBERTO FLUVI. Presidente Conti, come lei ha giustamente sottolineato, quello delle sanzioni è un tema molto rilevante.

Ebbene, l'applicazione delle sanzioni da parte di un organo diverso dalla Commissione comporterebbe un problema di revisione del Trattato istitutivo? C'è qualche problema ad attribuire tale potere direttamente all'ESMA?

VITTORIO CONTI, *Presidente vicario della Consob*. Non credo che presso il Parlamento europeo si stia già procedendo a valutazioni di questo tipo.

Se lo consente, signor presidente, chiederei conferma alla dottoressa Giusto.

PRESIDENTE. Prego, dottoressa Giusto.

NICOLETTA GIUSTO, *Responsabile dell'ufficio relazioni internazionali della Consob*. La ringrazio, signor presidente.

Il problema della competenza a irrogare le sanzioni è già oggetto di discussione (e se ne discuterà, a breve, anche presso il Parlamento europeo).

L'opinione della Commissione europea è nel senso che il Trattato imponga limiti molto precisi, ma tale tesi è contestata da alcuni Governi, secondo i quali il sistema lascerebbe spazi alla negoziazione, quanto meno nel senso di consentire alle tre autorità di settore di comminare le sanzioni sulla base di precise indicazioni.

Ovviamente, come abbiamo affermato in occasione di precedenti audizioni, uno dei punti nodali della riforma complessiva del sistema di vigilanza finanziaria è costituito dal ruolo che la Commissione europea si è ritagliata all'interno della nuova architettura.

Invocando un'interpretazione restrittiva del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, e richiamando una giurisprudenza non recente della Corte di Lussemburgo, la Commissione rivendica la propria competenza a irrogare le sanzioni,

ad adottare decisioni volte ad assicurare l'applicazione uniforme della normativa comunitaria, a richiedere una decisione sullo stato di emergenza, ad approvare i progetti di standard tecnici sviluppati dalle autorità europee di vigilanza. Questo è il punto di partenza.

Si sta negoziando, ma non si sa se si conseguiranno i risultati da molti auspicati.

VITTORIO CONTI, *Presidente vicario della Consob*. Comunque, la riforma è ancora in cantiere, e credo che la politica possa fare ancora molto.

Riguardo alle società di piccole dimensioni e al potenziale condizionamento delle agenzie di *rating*, partirei dalla constatazione che si tratta di una specificità nazionale (non chiamiamola anomalia). Il nostro è un Paese in cui le imprese sono prevalentemente piccole (sempre più piccole) e caratterizzate, di norma, da un'origine con una forte componente familiare. Non soltanto in questi anni difficili, ma anche prima, esse hanno dimostrato una certa riluttanza ad andare direttamente sul mercato del debito. Questo spiega perché le società quotate sono poche: le altre hanno preferito crescere con risorse interne. Ciò ha determinato alcune anomalie.

Innanzitutto, ci troviamo a gestire con strumenti non adeguati la ristrutturazione finanziaria di un sistema che annovera tante società in crisi, le quali necessitano, in molti casi, di piani di risanamento a lungo termine. Poiché le nostre imprese non fanno una fisiologica raccolta di risorse in borsa, il loro finanziamento avviene tramite il sistema bancario, che emette *bond* per fare *funding*. In questo modo, però, si crea un passaggio intermedio che aggiunge ulteriori costi. È inutile che mi dilunghi, perché conoscete il problema meglio di me.

L'investitore finale percepisce, in questi casi, il rischio di un emittente bancario connesso al portafoglio di ristrutturazioni sottostante ai titoli emessi, filtrato, da un lato, dalla supervisione prudenziale dalla Banca d'Italia e, dall'altro, dagli obblighi

relativi ai requisiti minimi di capitale delle banche, come definiti nell'Accordo di Basilea II.

Il processo di interazione tra la generazione del risparmio — siamo la miniera del risparmio in Europa — e i suoi potenziali utilizzatori è intermediato, sempre di più, da un solo operatore. Nel descrivere il sistema finanziario italiano, anche oggi si pone in risalto, come nei vecchi rapporti degli anni Settanta, lo scarso sviluppo raggiunto dal mercato del debito. Dal punto di vista dell'industria finanziaria, il nostro Paese è ancora in una fase preindustriale.

Preferirei non esprimermi in merito al ritardo nella nomina del nuovo presidente della Consob. Non lo dico certamente per accampare scuse, ma vi assicuro che è un compito ingrato guidare un'Autorità per anzianità. Nel mio caso, sono presidente vicario perché sono stato nominato commissario qualche mese prima di un altro collega.

È chiaro che, da questo punto di vista, l'Italia appare, in sede internazionale, un Paese caratterizzato da una debolezza istituzionale.

Tuttavia, credo che la Consob stia facendo, in questo periodo, esattamente quello che deve fare. In proposito, va detto che il merito non è soltanto dei tre commissari rimasti, ma anche di una struttura ricca di professionalità, debbo riconoscerlo, che ci consente di lavorare bene anche in condizioni non normali.

Naturalmente, il fatto che la Consob riesca comunque ad essere efficiente non può assumere valore assolutorio rispetto alla mancanza di una decisione. Anche in sede internazionale, quando ci si presenta come *acting chairman*, si rimane comunque un facente funzioni. In un momento in cui si sta negoziando il futuro dell'Europa, per quanto riguarda la vigilanza finanziaria, tutti vogliono avere, a livello europeo, interlocutori destinati ad occupare la loro posizione per il tempo necessario a traghettare i sistemi nazionali verso il nuovo sistema europeo. A nessuno — non a me, e neppure a voi — verrebbe in mente di avviare un ragionamento, per

giunta molto trasversale e complicato, con chi, probabilmente, non ci sarà più dopo una settimana o un mese.

Quindi, è chiaro che, al di là dei meriti e dei demeriti, anche senza voler interpretare la mancata nomina del presidente della Consob come il segno di debolezze di varia natura (questa situazione si presta, invero, a tante strumentalizzazioni), e limitandoci a un'osservazione obiettiva, che può sembrare persino banale, la mancata nomina viene percepita, di fatto, in maniera non positiva.

Non so in quale misura tale situazione possa avere condizionato la localizzazione delle sedi delle *Authority*. Alla base delle scelte che sono state effettuate ci sono valutazioni politiche, le quali sono la risultante degli attuali rapporti di forza tra i diversi Paesi europei.

Nell'ambito delle riflessioni finalizzate a completare l'assetto organizzativo delle tre autorità di vigilanza, stiamo cercando, con grande fatica, di ottenere la presenza di connazionali negli organi di vertice delle stesse. Ovviamente, stiamo spendendo il nostro impegno in tal senso non per campanilismo nazionalista — non si tratta, infatti, di tifare per la nazionale —, ma perché abbiamo competenze che sarebbe bene fossero utilizzate a livello europeo.

A tale proposito, desidero mettervi al corrente, ove non ne siate già informati, di un fatto importante, anche per evitare che quanto sta accadendo in questa fase si presti a strumentalizzazioni.

La Consob ha presieduto, negli ultimi anni, il gruppo di esperti che si è occupato del risparmio gestito, uno dei più importanti costituiti dal CESR, nell'ambito del processo di attuazione della direttiva comunitaria sui fondi comuni, il cui obiettivo è aumentare la convergenza delle società di gestione per quanto riguarda i requisiti organizzativi, le regole sul trattamento dei conflitti di interessi, le regole di condotta e la cooperazione tra le autorità di vigilanza. Il gruppo, all'interno del quale erano rappresentate le autorità di vigilanza degli altri Paesi, ha presentato al CESR, che li ha trasmessi alla Commissione europea, i *technical advice* relativi al

cosiddetto passaporto UE delle società di gestione, alle informazioni chiave da riportare nei prospetti informativi dei fondi comuni d'investimento, alle *risk management policy and procedures*. Inoltre, il gruppo ha elaborato un documento, pubblicato dal CESR qualche mese fa, contenente le linee guida per una definizione armonizzata dei fondi monetari di mercato (*money market fund*).

Si tratta di fatti, non di uno *spot* pubblicitario. Aggiungo che i risultati del nostro lavoro sono stati recepiti in maniera praticamente integrale dalle altre autorità europee, cosa che al CESR considerano una rarità. Quindi, questo Paese le competenze tecniche le ha.

Attualmente, siamo impegnati nella valutazione dei complicatissimi strumenti creati dall'innovazione finanziaria, costantemente intenta a scoprire le lacune o le zone d'ombra della regolamentazione e ad approfittarne per agire indisturbata sui mercati (questa è una caratteristica endemica del sistema). Probabilmente, alla nostra Autorità toccherà occuparsi degli investimenti alternativi (quindi, di tutto il mondo degli *hedge fund* e del *private equity*).

A livello europeo, vediamo riconosciute la nostra capacità tecnica e, in particolare, la nostra capacità di trovare soluzioni che i rappresentanti di altri Paesi non riescono normalmente ad esprimere. Spesso, quando ci fanno i complimenti, i nostri interlocutori europei sottolineano la differenza tra la percezione che hanno dell'Italia, attraverso il rapporto con noi nei gruppi di lavoro, e quella trasmessa dai *media*.

Quello che sembra un complimento, in realtà, tale non è, né a livello nazionale, né a livello personale. Il punto è: cosa si può fare?

Con riferimento alla localizzazione delle sedi delle tre *Authority*, posso condividere le sue valutazioni, onorevole Barbato. Tuttavia, sebbene non sappia quale ruolo abbiano avuto la politica europea e quella italiana nella vicenda, è quello l'ambito in cui cercare le risposte che lei avrebbe voluto da me. Ovviamente, credo

che il passaggio formale di cui stiamo parlando sia importante, ma non oserei mai esprimere valutazioni in merito a un ambito che è estraneo alle mie specifiche attribuzioni.

Per quanto riguarda la partecipazione azionaria di soggetti libici in Unicredit Banca Spa, alla Consob, la quale non era certamente all'oscuro di quanto stava avvenendo, competeva di verificare se la normativa di cui all'articolo 120 del TUF e al Regolamento Consob n. 11971 del 1999 («Regolamento emittenti») fosse stata correttamente applicata dalla Central Bank of Libya, dalla International Petroleum Investment Company e dalla Libyan Investment Authority, le quali ci avevano comunicato di detenere una partecipazione nel predetto istituto di credito pari, rispettivamente, al 4,613 per cento, al 4,991 per cento e al 2,075 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (il predetto obbligo di comunicazione grava su chiunque partecipi in un emittente azioni quotate avente l'Italia come Stato membro d'origine, nel caso in cui raggiunga, superi o scenda al di sotto di determinate soglie, a partire da quella minima del due per cento).

Al fine di riscontrare se, in base alla suddetta normativa, sia necessario aggregare le predette partecipazioni in una sola dichiarazione, in quanto riferibili ad un'unica entità, abbiamo inviato alla Central Bank of Libya e alla Libyan Investment Authority, attraverso i canali diplomatici, due richieste di informazioni. Le risposte ci sono giunte in questi ultimi giorni, e adesso stiamo effettuando le valutazioni del caso.

Abbiamo svolto alcune verifiche statutarie. È una coincidenza che il superamento della soglia del 5 per cento, una di quelle ulteriori previste dal «Regolamento emittenti», incroci un problema di *governance* di Unicredit. Tuttavia, poiché viene in rilievo, da quest'ultimo punto di vista, una tematica di *governance* (che conosciamo tutti benissimo: si tratta di stabilire se, ai fini dell'esercizio dei diritti di voto, il limite del 5 per cento previsto dallo statuto di Unicredit si applichi alle singole

partecipazioni ovvero alla somma di esse), noi dobbiamo passare il testimone alla competente Autorità di vigilanza, che è la Banca d'Italia.

Il problema sta esattamente in questi termini. Credo che a molti risulti difficile capire gli sviluppi della vicenda, ma penso che ci sia ancora poca chiarezza su come siano andati i fatti e sui motivi degli ulteriori accadimenti di cui leggiamo sui giornali. Per quanto ci compete istituzionalmente, abbiamo segnalato al vertice di Unicredit — ma questa è una prova di puro buonsenso — che il mercato deve essere informato il più possibile.

Siamo di fronte a un passaggio traumatico, tipico delle società quotate quando sopraggiungono problemi. Quindi, occorre capire se quanto è avvenuto al vertice di Unicredit sia riconducibile a una discontinuità di visioni oppure a problematicità aziendali. In altri termini, si tratta di un episodio di cui i risparmiatori si devono preoccupare in qualche modo, in quanto sintomatico di problemi nascosti, o si tratta semplicemente dell'esito di una normale dialettica societaria? Se la risposta è la seconda, il fatto è meno grave. In ogni caso, occorre che Unicredit chiarisca al mercato, innanzitutto, se vi siano problemi nei bilanci e, inoltre, se ci si debba attendere discontinuità nelle strategie e nella gestione delle risorse umane. In altre parole, il mercato deve sapere se il disegno che era stato tracciato e annunciato, e che il gruppo stava attuando, continuerà oppure no. Dietro l'angolo c'è un cambiamento di direzione, oppure no? Questi sono gli ambiti che ci competono, e per quanto riguarda questi aspetti ci siamo già mossi.

Per quanto riguarda il discorso dell'arroccamento europeo e dell'accentramento, credo di avere già risposto, sia pure implicitamente. Noi siamo una parte piccola di un insieme molto più grande. Insomma, stiamo cercando di guardare anche a ciò che ci sta intorno.

PRESIDENTE. Rilevo una differenza tra il giudizio che hanno di noi gli europei e quello, molto più lusinghiero, che espri-

mono nei nostri confronti gli altri Paesi del mondo.

Per certi versi, ciò è comprensibile, perché l'Europa risente di un deprimente provincialismo. Se ci si reca, ad esempio, nei mercati cinesi, ci si accorge che l'apprezzamento nei confronti dell'Italia è di gran lunga superiore rispetto a quello che riscuotiamo nella vicina Francia, in Gran Bretagna o anche nella stessa Germania.

VITTORIO CONTI, *Presidente vicario della Consob*. Se mi è consentito svolgere una breve considerazione sul tema da lei sollevato, presidente, l'Unione europea è nata sulla base di comuni interessi prevalentemente economici e sulla speranza che tale comunanza potesse progressivamente portare ad una maggiore omogeneità anche dal punto di vista politico. Sta di fatto che scrivere regole comuni è più facile che far convergere i punti di vista politici, le *policy* e le identità nazionali che si confrontano.

A mio avviso, è chiaro il ruolo che un Paese dovrebbe attribuire alle proprie *authority* in questo momento. Com'è evidente a tutti i presenti, viene in considerazione una problematica assai rilevante, della quale è semplice, tuttavia, tratteggiare brevemente i profili essenziali.

Quando si calano regole uguali per tutti su realtà non omogenee — dal punto di vista della tassazione, delle *business practices*, della normativa e via dicendo —, si creano aree grigie nelle quali qualcuno si avvantaggia e qualcun altro viene penalizzato. Condizioni di svantaggio competitivo possono sembrare il risultato negativo di decisioni — giuste e sacrosante nell'ottica di costruire l'Europa — volte a rendere uniforme la regolamentazione di taluni settori. In realtà, si tratta di penalizzazioni che il singolo Paese si autoinfligge, quando tiene un atteggiamento inerte nel traghettare il proprio sistema verso gli standard europei.

È chiaro che il passaggio dalle autorità nazionali a quelle europee non potrà essere realizzato con una bacchetta magica. Tuttavia, se vogliamo accompagnare il Paese, in maniera fisiologica, verso quella

che inevitabilmente dovrà essere la nostra casa comune, salvo che non succeda qualcosa — ma speriamo di no, perché sarebbe ancora più traumatico —, è assolutamente indispensabile che le forze politiche, da un lato, e le autorità, dall'altro, si facciano carico delle specificità nazionali ed elaborino un progetto condiviso, nell'esercizio delle rispettive competenze, per disegnare la linea che ci porta verso un nuovo punto di equilibrio del sistema.

Il punto di equilibrio è già stato individuato: ce lo stanno imponendo la crisi e la politica europea. A questo punto, la partita dobbiamo giocarla noi.

PRESIDENTE. Presidente Conti, le considerazioni da lei sviluppate poco fa hanno richiamato alla mia mente talune dinamiche che ho avuto modo di approfondire svolgendo la mia attività non soltanto politica, ma anche professionale.

Posto che sono pienamente d'accordo con lei, e credo lo siamo tutti, in ordine alla necessità di costruire regole comuni — altrimenti, questo mondo è destinato alla rovina —, non ritiene che, in un contesto competitivo disciplinato da regole comuni, queste debbano essere applicate da tutti i Paesi? Ad esempio, per una nave da carico non è indifferente fare rotta per i porti italiani ovvero per quelli del Baltico, per Valencia o per Marsiglia. In questi ultimi porti, infatti, condizioni di maggiore convenienza sono determinate, tra l'altro, anche da una diversa applicazione delle regole comuni. Allora, presidente Conti, come si deve porre il cittadino italiano rispetto alle norme comuni, che dovrebbero essere applicate dai Paesi Bassi, dalla Germania, dalla Spagna o dalla Francia? Non crede che gli operatori di un Paese i quali rispettano le regole comuni possano sentirsi penalizzati?

Sono pienamente d'accordo con lei, presidente: senza accordo sui principi, ci sarebbe il *Far West*. Tuttavia, vi sono situazioni e difficoltà oggettive nelle quali gli operatori si imbattono ogni giorno.

Quanto all'attuale situazione finanziaria, è compito della politica trovare le soluzioni migliori per uscire dalla crisi. Il

nostro sistema creditizio è disciplinato da una legislazione (nella quale vi sono residui delle regole rimaste in vigore dal 1936 al 1993) che senza dubbio ci ha salvati, ma che qualche problema lo crea, soprattutto, come lei accennava, presidente, alle piccole e medie imprese. È come se ci fosse una forma di discrasia fra il « monumento » e ciò che questo deve rappresentare.

Le mie riflessioni potranno sembrare banali, presidente Conti, dopo che lei ha espresso le sue considerazioni con la competenza tecnica e giuridica che la contraddistingue. Naturalmente, il mio scopo non era quello di criticare certe posizioni — sarebbe una iattura se lo facessi — ma quello, ben diverso, di sottolineare talune criticità avvertite in concreto dagli operatori.

La nostra peculiarità di essere grandi risparmiatori, posta in risalto anche da lei, viene gestita in maniera quanto meno discutibile, nel senso che le piccole e medie imprese, di fronte al sistema bancario, ai controlli e alle normative attuali, ancora mettono in atto — glielo posso assicurare — certe pratiche riconducibili alla cosiddetta arte di arrangiarsi. Secondo me, ciò è vergognoso per un Paese che pretende di occupare la sesta o settima posizione nel mondo.

Il sostrato dell'arte di arrangiarsi può considerarsi racchiuso in alcuni aforismi che dovrebbero descrivere la mentalità predominante nelle varie aree del Paese: al Nord « si pensa al domani »; nel Centro si dice: « Vogliamoci bene ! »; al Sud, invece, si dice « Scordiamoci il passato ! ». Purtroppo, le piccole e medie imprese vanno ancora avanti con questi sistemi.

Chiedo scusa per questa breve parentesi.

VITTORIO CONTI, *Presidente vicario della Consob*. Mi scuserà lei, signor presidente, se non esprimerò una posizione precisa: prendo quella che mi ha appena posto come una domanda retorica, perché non si può non essere d'accordo con lei.

Qui, però, si arresta il mio giudizio su un tema che vorrei rimanesse estraneo alla mia replica.

Tornando alle regole comuni, c'è l'idea che qualcuno le emani e noi le subiamo. Non è così: all'interno del contesto europeo, contribuiamo anche a elaborare le regole. Avendo scelto di intraprendere un percorso comune, dobbiamo quindi attenerci alle regole della democrazia.

Il problema, casomai, è il seguente: presidiamo correttamente le nostre posizioni a livello europeo? Ci occupiamo fino in fondo di fare, non dico *lobbying*, ma esattamente quello che fanno gli altri, per creare spazi maggiori alla nostra presenza nelle istituzioni europee?

Quando ha affermato che alcuni applicano le norme e altri no, signor presidente, lei ha toccato anche un altro punto fondamentale: fatte le regole, occorre anche che si facciano rispettare da tutti.

Pur senza voler generalizzare, credo che il metodo con il quale si è operato in relazione alle agenzie di *rating* del credito possa essere applicato anche fuori di tale specifico settore.

Comunque, il nuovo disegno risponde esattamente ai due problemi da lei sollevati, signor presidente.

In primo luogo, le regole sono comuni per tutti, nel senso che non vi è spazio per interpretazioni ad *hoc*, finalizzate a preservare le specificità nazionali.

In secondo luogo, la vigilanza accentrata evita che le regole comuni possano essere applicate in maniera difforme. In tal modo, le Autorità nazionali hanno minori possibilità di arbitraggio regolamentare.

L'esperienza internazionale, di cui ho detto in precedenza, ha dato moltissimo a me e ai colleghi che con me hanno partecipato ai gruppi di lavoro e ai collegi. Quando si opera nelle sedi internazionali, si capisce come gira il mondo e com'è difficile mettersi d'accordo con gli altri.

Ebbene, mi sono trovato a domandare ai miei colleghi stranieri (nel caso specifico, inglesi): « Perché non volete introdurre la disposizione che suggeriamo? Gli esempi che indicherò vi faranno capire

quanto essa potrebbe risultare utile ». A quel punto, ho prospettato loro il caso di un prodotto finanziario, invero assolutamente impresentabile, che era stato immesso sul nostro mercato e che noi avevamo bloccato con mezzi di fortuna. I colleghi mi hanno risposto che, da loro, i consulenti filtrano i prodotti finanziari, facendo in modo che quelli « impresentabili » non arrivino sul mercato.

Spesso, è di questo tipo la distanza che deve essere colmata. In simili casi, non possiamo pensare che l'eliminazione del divario tra noi e gli altri possa scaturire, in maniera pressoché automatica, dalla mera applicazione di una regola comune, perché le regole si prestano ad essere aggirate.

In altri Paesi, il senso della sanzione morale è molto più forte che nel nostro. È chiaro, quindi, come da noi diventi molto più difficile affidarsi all'autoregolamentazione, nel dubbio che venga rispettata da chi opera sul mercato.

Chiaramente, il problema non può essere risolto semplicemente ragionando sulle regole e sugli approcci di vigilanza: con tutto il rispetto, penso che esso chiami in causa la politica, l'unica in grado di assolvere un compito così importante e delicato.

Se mi è consentita un'ultima osservazione, partecipando alle riunioni dei gruppi di lavoro internazionali, si può avere la percezione che dietro talune posizioni vi siano precisi disegni nazionali. A mio avviso, la spiegazione di ciò non è da individuare nella tendenza delle autorità a difendere le realtà nazionali di cui sono emanazione (ad esempio, è diffuso lo stereotipo secondo il quale gli inglesi difendono strenuamente gli interessi degli inglesi), ma piuttosto nell'oggettiva difficoltà a confrontarsi con un mondo che è molto diverso da quello nel quale si è abituati a svolgere le proprie funzioni.

Insomma, non bisogna dimenticare che c'è un terreno di gioco sottostante al teatro del confronto: bisogna mettere mano a questo aspetto se vogliamo che le norme e la vigilanza risultino efficaci.

FRANCESCO BARBATO. A mio avviso, il fatto che la Consob è senza presidente concorre a determinare una nostra debolezza sotto il profilo istituzionale.

È possibile, presidente Conti, mettere maggiormente a fuoco la vicenda Unicredit, con particolare riferimento agli interventi della Consob e della Banca d'Italia? Poiché lei ha una grande competenza tecnica specifica, ne vorrei approfittare per avere un quadro più chiaro della situazione.

VITTORIO CONTI. *Presidente vicario della Consob.* Su questo tema non posso essere più chiaro: ho già riferito in modo molto trasparente, onorevole Barbato, tutto quello che la Consob ha fatto e sta facendo.

Per quel che riguarda la mancata nomina del presidente, in una recente intervista televisiva mi è stato chiesto se la Commissione funzionasse bene con tre commissari su cinque e quali problemi incontrassimo eventualmente nello svolgimento del nostro lavoro in tale composizione ridotta. Ho risposto all'intervistatore che la Commissione funziona quasi al cento per cento. Poiché disponiamo di una struttura compatta e piena di competenze, abbiamo tutti gli ingredienti per poter lavorare bene e serenamente. Inoltre, abbiamo i tre voti che ci servono per deliberare, una grande voglia di fare e di portare avanti questa fase di transizione senza fermarsi ad aspettare ciò che non arriva ancora. Insomma, si va avanti.

Detto questo, il fatto che non venga nominato un presidente può essere percepito come un segnale di scarsa attenzione della politica alle problematiche che attraversano, in questo momento, i mercati finanziari. Noi non mettiamo fretta: la politica deve avere i suoi tempi e non voglio assolutamente entrare nel merito di scelte che non ci competono.

Tuttavia, come ho dichiarato nell'intervista, vi sono due situazioni che, in questo momento, potrebbero trarre qualche beneficio da una decisione. Mi riferisco, in primo luogo, alla crisi economica, i cui effetti sono tuttora visibili. In secondo

luogo, vi è la necessità di garantire, a livello europeo, un'interlocuzione che appaia stabile, con il giusto *commitment* della politica, al fine di portare avanti il disegno della casa comune europea. Questa è la mia chiara percezione.

Per ora, siamo contenti di ciò che stiamo facendo. Certo, l'autunno è alle porte e, se uno di noi si dovesse ammalare, la Consob sarebbe costretta a fermarsi. Com'è già stato scritto da qualcuno, se tre commissari sono il numero minimo per costituire il collegio, basta un mal di denti per impedire alla Commissione di riunirsi. Ma queste ultime considerazioni sono fin troppo banali. Ho ribadito quanto è già noto ed evidente a tutti.

PRESIDENTE. Ringraziamo il presidente Conti per avere risposto in maniera esauriente a tutte le domande che gli sono state rivolte, comprese quelle che si allontanavano un po' dal tema principale dell'audizione.

Per quanto riguarda la nomina del nuovo presidente della Consob, bisogna tenere conto dei tempi della politica. Del resto, il Presidente del Consiglio è ben consapevole dell'esigenza di assicurare una stabile rappresentanza dell'Autorità di vigilanza anche a livello europeo.

Comunque, per quanto abbiamo potuto constatare stamani, non abbiamo motivo di temere che il presidente vicario e gli altri componenti del collegio non sappiano fronteggiare in maniera adeguata anche situazioni delicate.

VITTORIO CONTI. *Presidente vicario della Consob.* Se mi è consentita una battuta, spero che tale fiducia non rallenti la procedura di nomina del nuovo presidente.

PRESIDENTE. Battuta per battuta, potrebbe anche essere...

Ringrazio il presidente vicario della Consob, anche per la documentazione consegnata, della quale autorizzo la pubblicazione in allegato al resoconto stenografico della seduta odierna (*vedi allegato*).

Dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 13,20.

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE

DOTT. GUGLIELMO ROMANO

*Licenziato per la stampa
il 10 maggio 2011.*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

ALLEGATO

CAMERA DEI DEPUTATI
VI COMMISSIONE PERMANENTE
(Finanze)

**Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio
recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle
agenzie di *rating* COM(2010)289**

AUDIZIONE DEL PRESIDENTE VICARIO DELLA CONSOB
VITTORIO CONTI

Roma, 23 settembre 2010

1) INTRODUZIONE

La regolamentazione delle agenzie di rating rappresenta uno dei temi di maggiore rilievo tra le questioni di *policy* emerse a seguito del dibattito sulle cause che hanno favorito la crisi finanziaria e, in particolare, delle prime fasi di emersione della crisi legate alle cartolarizzazioni di mutui *subprime* negli Stati Uniti.

Le considerazioni svolte non possono pertanto prescindere da una, seppur breve, analisi del ruolo che il rating ha assunto nel funzionamento del sistema finanziario, in particolare in relazione al c.d. utilizzo regolamentare del rating, e delle cause che hanno determinato i cosiddetti fallimenti di mercato in questo settore.

Successivamente, saranno analizzate le misure legislative adottate a livello comunitario, che seguono peraltro iniziative analoghe già da tempo avviate negli Stati Uniti e sono state seguite da simili approcci in Giappone e Australia.

Infine, saranno esaminate le implicazioni di tale modello di regolamentazione e di vigilanza per le Autorità nazionali ed il ruolo dell'Autorità Europea per gli Strumenti e i Mercati finanziari (ESMA), cui la proposta di regolamento in discussione presso il Consiglio e il Parlamento Europeo propone di attribuire la competenza di vigilanza diretta.

2) IL RUOLO DEI RATING NEL MERCATO FINANZIARIO

Le agenzie di rating hanno assunto un ruolo centrale per il funzionamento del sistema finanziario, in particolare a seguito dell'adozione di misure di natura regolamentare (quali quelle europee in materia di requisiti patrimoniali degli intermediari o sui gestori) che assegnavano all'esistenza del rating una funzione specifica favorendo il fenomeno dell'eccessivo affidamento (c.d. *over-reliance*).

Il G20 di Toronto, nel giugno scorso, ha adottato una dichiarazione specifica in materia, invitando il Financial Stability Board a fornire rapidi aggiornamenti in relazione allo sviluppo di principi generali finalizzati a ridurre l'affidamento (*reliance*) sui rating esterni (1).

(1) « We committed to reduce reliance on external ratings in rules and regulations. We acknowledged the work underway at the Basel Committee on banking supervision to address adverse incentives arising from the use of external ratings in the regulatory capital framework, and at the Financial Stability Board to develop general principles to reduce authorities' and financial institutions' reliance on external ratings. We called on them to report to our Finance Ministers and Central Bank Governors in October 2010 ».

In ogni caso, nel mercato odierno, i giudizi delle agenzie di rating – che esprimono una valutazione della probabilità di insolvenza – influiscono sulle scelte di allocazione del risparmio da parte degli investitori finali e sul costo della raccolta delle imprese e di altri soggetti che ricorrono al mercato dei capitali.

Inoltre, in caso di soggetti quotati l'informazione veicolata al mercato dalle agenzie di rating ha natura cosiddetta *price-sensitive*, ossia suscettibile di condizionare il processo di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari.

La crisi finanziaria innescata dallo scoppio della bolla del mercato immobiliare negli USA e dall'esplosione dei tassi di insolvenza sui mutui ipotecari cosiddetti *subprime* ha fatto emergere con chiarezza alcuni problemi strutturali legati alle modalità di « produzione » e di « utilizzo » dei rating, problemi, peraltro, già da taluni già evidenziati anni prima in relazione ai *default* Enron e Parmalat.

Un primo problema, osservato anche nel caso Lehman, è legato alla c.d. « inerzia » del rating, ovvero al fatto che i giudizi di rating non vengono aggiornati.

Il fatto che fino a pochi giorni prima della dichiarazione di insolvenza delle tre menzionate società (Enron, Parmalat e Lehman) il relativo rating fosse molto elevato è stato un elemento che ha profondamente intaccato la fiducia del mercato e dei regolatori verso l'integrità del processo di « produzione » dei giudizi.

In occasione delle vicende Enron e Parmalat le agenzie si erano difese sostenendo che, in caso di frodi o di manipolazione dell'informazione contabile, il rating risulta inevitabilmente inficiato, ma ciò è da imputare essenzialmente a carenze nel processo di revisione contabile e nei controlli interni. Nel caso del gruppo Lehman il problema è nato da una crisi di liquidità che è repentinamente precipitata in una crisi di solvibilità. Il fatto che il rating rifletta solo il rischio di credito, e non invece quello di liquidità, e la non facile collocazione della linea di demarcazione fra liquidità e solvibilità nel settore degli intermediari finanziari possono spiegare (ma non giustificare) la difficoltà nell'allineare in maniera dinamica il rating a situazioni contingenti in forte evoluzione.

Se i fallimenti delle agenzie si fossero limitati agli episodi appena citati (e ad altri simili ma di minore rilevanza per le dimensioni delle società coinvolte) probabilmente l'orientamento dei *policy-maker* e dei regolatori sarebbe rimasto favorevole ad una regolazione del settore basata sull'autodisciplina (come, peraltro, a suo tempo suggerito dalla IOSCO (2)). In effetti, il giudizio sull'operato delle agenzie di rating relativamente alla valutazione del merito di credito delle imprese quotate (ma anche di emittenti sovrani e organismi sovranazionali) e dei relativi strumenti finanziari cosiddetti « ordinari » (cioè obbligazioni, titoli di Stato e strumenti simili) può essere sostanzialmente positivo, nel senso che, rispetto all'enorme numero di emittenti e strumenti finanziari per i quali le agenzie hanno emesso un giudizio, i casi di eccessiva (o intollerabile) inerzia o disallineamento del rating

(2) *International Organization of Securities Commissions.*

rispetto alle vicende societarie appaiono percentualmente molto contenuti.

Gli episodi che hanno invece messo profondamente in discussione l'adeguatezza di un approccio basato sull'autodisciplina riguardano la *performance* delle agenzie nel settore degli strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (cosiddetti prodotti di « finanza strutturata », quali ABS, MBS, CDO etc.).

Le agenzie di rating hanno infatti avuto un ruolo fondamentale nel consentire l'affermazione del cosiddetto modello *originate to distribute* (OTD), che ha permesso alle banche di smobilizzare parte dei propri attivi (mutui, crediti al consumo, etc.) attraverso operazioni di cartolarizzazione e di cederli ad una vasta platea di investitori sotto forma di titoli negoziabili. Sono nati prodotti sempre più complessi e opachi rispetto ai quali il mercato aveva crescenti difficoltà ad esercitare un'azione di scrutinio sulla validità *ex ante* dei rating, e le agenzie sono quindi divenute monopoliste nell'informativa su questi strumenti finanziari.

Le debolezze nel processo di elaborazione del rating — che hanno avuto un ruolo determinante nell'innescare la crisi finanziaria — hanno riguardato essenzialmente due aspetti, sui quali peraltro, è bene sottolinearlo, non esistono evidenze conclusive ed inoppugnabili:

1) *modellistica inadeguata*. Le agenzie hanno utilizzato modelli non sufficientemente sofisticati oppure (cosa più verosimile) basati su ipotesi e scenari troppo favorevoli sull'evoluzione del quadro congiunturale, ovvero per i quali sono emersi errori materiali nell'implementazione rilevati con eccessivo ritardo;

2) *conflitti d'interessi*. Le agenzie hanno avuto incentivi ad assegnare rating troppo generosi, essendo l'ottenimento di un rating elevato *condicio sine qua non* per effettuare il collocamento; le agenzie si sarebbero spinte fino a svolgere un ruolo di natura consulenziale, indicando agli emittenti come strutturare l'operazione al fine di ottenere un rating elevato.

Le agenzie si sono difese sostenendo che per i prodotti di finanza strutturata il rating è molto più sensibile al tipo di modello e ai suoi parametri rispetto ai rating su obbligazioni ordinarie e dunque l'ondata di *downgrading* su tali prodotti — che ha creato una crisi di fiducia nel mercato — rappresentava un fenomeno fisiologico data la natura e l'elevatissimo numero di strumenti in circolazione e il brusco cambiamento dello scenario congiunturale.

3) DETERMINANTI DEI FALLIMENTI DI MERCATO NEL SETTORE DELLE AGENZIE DI RATING

L'esperienza della crisi finanziaria ha dunque messo in luce i due problemi strutturali di fondo nel processo di rating: modellistica inadeguata e conflitti di interessi; entrambi i problemi possono determinare rating iniziali troppo generosi o inerzia nell'aggiustamento dei rating stessi. Questi problemi erano in parte noti già prima della crisi ma il loro impatto negativo sul funzionamento del sistema