

**Congresso Aiaf Assiom Atic-Forex  
Bari, 18 gennaio 2008**

***“Crisi di liquidità e futuro dei mercati. Aspetti operativi e regolamentari”***

**Claudio Salini  
Divisione Mercati  
CONSOB**

Il progressivo deterioramento della qualità dei mutui *sub-prime* ha innescato una crisi, inizialmente circoscritta al mercato dei prodotti strutturati, che si è estesa all'intero sistema finanziario. Gli effetti della crisi sono stati tali da richiamare l'attenzione delle Autorità di vigilanza sull'impatto sistemico dell'evoluzione di un nuovo modello di intermediazione e di trasferimento dei rischi.

Il presente intervento ha l'obiettivo di delineare gli aspetti posti in evidenza dalla crisi e discutere l'efficacia di eventuali e diversi meccanismi correttivi (basati sulla disciplina del mercato ovvero fondati sull'intervento pubblico). In tale ambito, un'analisi di alcuni dei fattori di trasmissione della crisi appare funzionale alla successiva analisi “regolamentare”.

**1. Alcuni dei fattori di trasmissione della crisi**

***La crisi dei sub-prime trae origine da una graduale ma profonda trasformazione del sistema finanziario in termini di frazionamento delle attività di intermediazione finanziaria, crescita del volume degli strumenti finanziari complessi e di comportamenti sempre più basati su orizzonti di brevissimo periodo.***

La crisi ha posto in evidenza alcuni aspetti di rilievo.

***In primo luogo, rilevano l'innovazione finanziaria e la crescita esponenziale del volume degli strumenti finanziari strutturati.*** Tali prodotti, originariamente nati per consentire le tradizionali cartolarizzazioni di crediti, hanno permesso alle banche di “esternalizzare” e portare fuori dal perimetro di consolidamento alcune attività tipiche di “raccolta e impiego” del risparmio, caratterizzate da elevati margini di interesse ma anche da un forte profilo di rischio. Si sono affermate tecniche innovative di cartolarizzazione che vedono la partecipazione di una pluralità di banche e società veicolo ai rischi e ai benefici dell'operazione, determinando un aumento dei passaggi intermedi che portano alla “trasformazione” di crediti bancari in prodotti strutturati. Tale “seconda generazione” di titoli strutturati si contraddistingue per una ridotta standardizzazione ed un'elevata complessità di valutazione, caratteristiche queste che hanno con ogni probabilità inibito la formazione di mercati secondari liquidi ed efficienti.

***In secondo luogo, è emerso un fenomeno di parcellizzazione e frazionamento delle attività di intermediazione finanziaria.*** In tale quadro, il trasferimento dei fondi e dei relativi rischi dalle unità in *surplus* e quelle in *deficit* si è arricchito di passaggi intermedi e di complessità.

*Infine, appare essersi sviluppato l'orientamento a comportamenti basati su un orizzonte di brevissimo periodo* (cosiddetto *short termism*) quale conseguenza del venire meno di uno stretto collegamento fra i prodotti finanziari e gli attori coinvolti nel processo di intermediazione<sup>1</sup>. Rispetto al modello tradizionale di intermediazione bancaria, basato su legami relazionali e informativi con i prenditori di fondi (modello cosiddetto *relationship based*), sono aumentati gli incentivi a massimizzare i “volumi” intermediati (valore dei mutui erogati, valore dei titoli strutturati collocati) e le relative commissioni, mentre si sono ridotti quelli volti a rafforzare i meccanismi e le procedure di gestione dei rischi.

## **2. Le implicazioni dei nuovi modelli operativi e dei nuovi e più sofisticati prodotti finanziari**

*La crisi ha oscurato i potenziali vantaggi dei nuovi modelli di intermediazione finanziaria e ne ha messo in luce alcuni problemi legati alla deresponsabilizzazione degli attori coinvolti, alla scarsa standardizzazione dei prodotti e all'incertezza ed incompletezza informativa.*

La crisi dei mutui *sub-prime* – legata fondamentalmente ad un'evoluzione negativa del quadro macroeconomico (aumento dei tassi di interesse e riduzione del valore degli immobili) - è stata amplificata dalla percezione generalizzata di una riduzione degli incentivi ad esercitare una pressione disciplinante e a monitorare la qualità dei debitori nonché da una crisi di fiducia nel corretto operare di meccanismi di disciplina suppletivi, rappresentati fondamentalmente dallo scrutinio delle agenzie di *rating*.

La complessità delle operazioni che vedono la presenza di una molteplicità di soggetti e di condizioni contrattuali nonché il fatto che esse siano normalmente caratterizzate da un processo di ripartizione del rischio che vede il successivo coinvolgimento di soggetti ulteriori rispetto agli originari partecipanti all'operazione appaiono gli elementi che hanno contribuito a ridurre il contenuto informativo a disposizione degli investitori e nel contempo hanno amplificato gli effetti di tali carenze informative.

Ne è emerso *un effetto di “deresponsabilizzazione” degli attori coinvolti, nessuno dei quali governa o sopporta in pieno i rischi dell'intero processo di intermediazione*, che disincentiva forme di coordinamento per porre in essere tempestive risposte basate su meccanismi di autoregolamentazione. Tale fenomeno di deresponsabilizzazione, derivante dal frazionamento del processo di intermediazione, non rappresenta una novità nei mercati finanziari e segnali in tal senso si sono già avuti con la riduzione del ruolo del mercato regolamentato e dell'emittente strumenti finanziari quali punti di riferimento per l'analisi delle scelte di investimento. Nel contesto in parola, tuttavia, tale processo di deresponsabilizzazione sembra aver raggiunto livelli più rilevanti.

Un mercato con più partecipanti appare in grado di assorbire fluttuazioni nella domanda e nell'offerta in modo più efficiente di un mercato nel quale opera un numero ristretto di partecipanti. Tuttavia, la frammentazione dei soggetti e la complessità delle strutture – nelle operazioni di

---

<sup>1</sup> In tale ambito, rilevano i seguenti comportamenti “*short-term oriented*”: i) i mutui sempre più complessi disegnati per attrarre con facilità nel breve termine le famiglie con basso reddito, che in tal modo non considerano la sostenibilità del debito nel più lungo periodo pur di acquistare un immobile; ii) le banche che abbassano gli standard di verifica dei debitori contando sulla possibilità di cedere ad altri soggetti i relativi rischi e puntano alla massimizzazione dei volumi erogati; iii) l'emissione di prodotti strutturati a breve scadenza per attrarre investitori istituzionali desiderosi di massimizzare le commissioni di performance e allo stesso tempo per ottenere *spread* più ampi rispetto agli impieghi a medio ma sottostando in tal modo a un rischio di liquidità.

finanza strutturata – hanno determinato una *lentezza ed una difficoltà nel quantificare gli effetti negativi della crisi da parte degli stessi attori coinvolti*. Tali incertezze informative appaiono aver amplificato gli effetti della crisi ed indotto forme di eccesso di reazione, alimentate anche dalla percezione di una carenza informativa da parte delle stesse Autorità di vigilanza.

### **3. Il ruolo della regolamentazione e l'efficacia dei meccanismi correttivi basati sulla disciplina del mercato ovvero fondati sull'intervento pubblico**

*Gli obiettivi della regolamentazione sono noti e facilmente individuabili. Le difficoltà sorgono quando occorre individuare la tipologia dei meccanismi cui fare affidamento ed eventualmente il quantum di un intervento regolamentare.*

E' relativamente agevole, sotto il profilo della trasparenza e della correttezza dei comportamenti, definire gli obiettivi della regolamentazione e fornire al mercato le informazioni necessarie affinché gli operatori risultino nelle condizioni di effettuare le proprie scelte di investimento e, laddove necessario, rivederle reagendo nei tempi opportuni. Più problematico risulta invece capire fino a che punto debba spingersi l'intervento pubblico ovvero quando forme di autoregolamentazione e processi di ricerca di nuovi equilibri debbano essere lasciati alle autonome forze del mercato..

*La complessità e la molteplicità delle fonti e dei canali informativi rendono evidentemente più difficile la ricerca della soluzione* in quanto, come sopra evidenziato, la parcellizzazione dei processi di intermediazione finanziaria ed i conseguenti fenomeni di *short termism* e deresponsabilizzazione possono ridurre gli incentivi a forme di coordinamento fra i diversi attori del mercato per fornire risposte di autodisciplina tempestive e convincenti.

Vi è certamente un *problema di "taratura" e "giusto equilibrio" degli interventi regolamentari*. Si tratta di difficoltà ben note che la CONSOB ha di recente affrontato (e sta affrontando) con riferimento, ad esempio, alla trasparenza sulle obbligazioni e alle partecipazioni potenziali tramite derivati azionari<sup>2</sup>.

Per ciò che riguarda i profili più strettamente regolamentari, la crisi dei *sub-prime* ha sollecitato un dibattito sull'opportunità di introdurre correttivi a normative, peraltro di recente concezione, che abbracciano praticamente l'intero sistema di regolazione dei mercati finanziari (Basilea II, IAS/IFRS e MiFID), nonché sull'opportunità di prevedere nuove forme di regolamentazione (in particolare sulle agenzie di *rating*).

---

<sup>2</sup> Esiste infatti una difficoltà strutturale ad applicare i tradizionali strumenti di trasparenza alla categoria dei prodotti derivati. La disciplina sulla trasparenza delle partecipazioni rilevanti ha da tempo in Italia introdotto una nozione di partecipazione potenziale che comprende le azioni che si possono acquistare o vendere di propria iniziativa attraverso il ricorso a strumenti o contratti derivati, ma fino ad ora ci si limitava a considerare solo quelli che prevedono la consegna fisica delle azioni sottostanti. L'esperienza recente, riferibile anche a casi italiani, ha mostrato come il riferimento a tale clausola contrattuale possa non essere significativa: si tratta di un problema importante, considerato l'elevato potenziale informativo di operazioni, che attraverso l'uso di strumenti derivati, possano influenzare gli assetti proprietari e di controllo delle società quotate. È pertanto in corso una riflessione, da parte della Consob come anche di altre autorità di vigilanza, sull'opportunità di riconsiderare il regime di trasparenza delle partecipazioni potenziali al fine di contemperare la duplice esigenza di garantire la necessaria trasparenza informativa sugli assetti proprietari e di non compromettere la funzionalità dei meccanismi di arbitraggio e di speculazione meramente finanziari che contribuiscono alla liquidità e allo spessore del mercato.

Nella successiva analisi l'attenzione verrà posta essenzialmente sugli aspetti connessi a problematiche di natura informativa, classificabili in due principali categorie:

**a) incertezze sulla valutazione dei prodotti, basata essenzialmente:**

- *sulla valutazione del merito di credito data dalle agenzie di rating, con possibili implicazioni negative legate alla sostenibilità di un regime (quale quello che caratterizza in Europa il rating) fondato esclusivamente sull'autodisciplina, a fronte di evidenti, o presunti tali, fallimenti di mercato;*
- *sulle informazioni sui prezzi e sulle quantità scambiate di tali strumenti finanziari, che risentono dell'assenza di mercati secondari liquidi ed efficienti.*

In tale ambito, le domande che occorre porsi possono riassumersi in: i) le informazioni diffuse attraverso le agenzie di *rating* possono comunque, anche in assenza di fallimenti di mercato, ritenersi una base informativa sufficiente per l'investitore? (ii) le indicazioni di prezzo e quantità sulle transazioni concluse OTC possono considerarsi utili (sia in condizioni di "mercato sotto stress" sia in situazioni di regolare andamento delle negoziazioni) per la realizzazione da parte dell'investitore delle proprie decisioni di investimento? (iii) pur ammettendo che le informazioni ritenute necessarie siano disponibili al mercato, possono queste considerarsi anche accessibili?

**b) incertezze sulla distribuzione dei rischi e sulla loro concentrazione sui soggetti interessati (ciò che attiene essenzialmente alla disciplina della disclosure delle banche e, più in generale, degli emittenti quotati potenziali acquirenti di obbligazioni sub-prime).**

In tale contesto, le domande che occorre porsi sono: (i) si può ritenere che le Autorità di vigilanza abbiano a disposizione informazioni sufficienti ai fini della compiuta rappresentazione della distribuzione dei rischi tra i partecipanti al mercato? (ii) l'attuale disciplina di trasparenza degli emittenti quotati offre agli investitori sufficienti garanzie ai fini dell'evidenziazione degli effetti che possono cumularsi in capo ai medesimi emittenti a causa dell'esposizione ai citati rischi? (iii) gli emittenti quotati sono in grado di rispondere tempestivamente alle ulteriori e più dettagliate esigenze informative che possono manifestarsi nelle situazioni contingenti, quali quella relativa alla crisi dei mutui *sub-prime*?

### **3.1 La valutazione dei prodotti**

Il valore del patrimonio informativo per il mercato, relativo alle operazioni di finanza strutturata, sembra dipendere essenzialmente dall'affidabilità dei giudizi di *rating* per questo tipo di operazioni. Il *rating* riveste nelle operazioni di finanza strutturata un contenuto informativo maggiore rispetto a quello che presenta, ad esempio, nel caso degli strumenti *corporate* cd. "tradizionali". Ciò trae origine:

- a) dalla maggiore complessità degli strumenti che normalmente comprendono varie *tranches* di *assets*, ciascuna delle quali oggetto di un singolo *rating* e merito creditizio differente<sup>3</sup>;
- b) dall'assenza di obblighi di informazione al pubblico, almeno per quanto riguarda gli *Special Purpose Vehicle*<sup>4</sup>;

---

<sup>3</sup> La transazione può riguardare l'effettiva cessione dei crediti da parte dell'intermediario *originator* allo *Special Purpose Vehicle* ("*true sale transaction*") o il trasferimento del rischio di credito sul portafoglio di crediti al mercato dei capitali tramite l'utilizzo dei *credit default swaps* (*synthetic transactions*).

- c) dalla scarsità delle informazioni (anche di tipo contabile) fornite dai vari partecipanti all'operazione;
- d) dal ruolo maggiormente "attivo" delle agenzie di *rating* nell'assistere i partecipanti all'operazione di finanza strutturata nel raggiungimento dell'obiettivo di *rating*. Il *rating* nelle operazioni di finanza strutturata appare costituire più un *target* da raggiungere che un risultato che l'emittente prende come un dato (come avviene invece per i *rating corporate*).

In tale quadro, è di tutta evidenza il ruolo rilevante e la funzione segnaletica che il *rating* viene ad assumere per il mercato. Esso, infatti, rappresenta uno dei pochi strumenti informativi (se non l'unico) di cui il mercato dispone per tali operazioni, in presenza di una complessità di elementi. Ciò detto, le questioni sulle quali sarebbe opportuno interrogarsi attengono, da un lato, agli elementi di criticità che caratterizzano il contenuto dei giudizi di *rating* e, dall'altro, al comportamento delle agenzie di *rating*.

***Le agenzie di rating dispongono di informazioni privilegiate e a tale circostanza sono connessi profili positivi e negativi.***

Le agenzie di *rating* normalmente utilizzano, nell'elaborazione dei propri giudizi, anche informazioni non pubbliche – incluse quelle privilegiate *price sensitive* – provenienti dall'emittente. Tale utilizzo – che deriva dai rapporti stretti che si instaurano tra i due soggetti – è stato considerato positivamente dai vari *regulator* in ambito internazionale<sup>5</sup>, alla luce di un obiettivo di massimizzazione della qualità dei *rating* e in considerazione del fatto che – poiché la maggior parte dei *rating* riguarda emittenti quotati – questi ultimi avrebbero provveduto, sulla base di quanto previsto dalla normativa, alla tempestiva diffusione delle informazioni privilegiate *price-sensitive* al pubblico.

Nel caso delle operazioni di finanza strutturata, la disponibilità di informazioni privilegiate produce effetti sia positivi sia negativi. Tra gli aspetti positivi, va certamente tenuto conto del fatto che risulta opportuno che il livello qualitativo del *rating* sia il più elevato possibile. In tale quadro, la disponibilità di informazioni privilegiate contribuisce al raggiungimento di tale obiettivo. Tra gli aspetti negativi, va menzionata la presenza di un sostanziale "monopolio informativo" delle agenzie di *rating* rispetto al mercato ed il rischio di una potenziale opacità informativa, soprattutto nel caso in cui l'agenzia non fornisca un ammontare di informazioni sufficiente sugli elementi alla base del *rating*.

In tale contesto, potrebbe essere valutata la possibilità di prevedere un obbligo per le agenzie di rendere pubblici (nei casi in cui non lo fossero<sup>6</sup>) i propri *rating* anche per le operazioni di finanza strutturata nonché di fornire all'interno dei report informazioni sufficientemente esaustive sulle caratteristiche delle operazioni, che non si limitino evidentemente a una mera elencazione dei fattori chiave.

---

<sup>4</sup> Gli *Special Purpose Vehicle* normalmente non rientrano tra gli emittenti quotati e quindi non sono tenuti alla tempestiva diffusione al pubblico delle informazioni privilegiate *price sensitive*, come avviene nella maggior parte degli strumenti *corporate* oggetto di *rating*.

<sup>5</sup> In primo luogo in sede di redazione dello schema di Codice di condotta IOSCO che costituisce la base dell'autoregolamentazione delle agenzie di *rating* in Europa.

<sup>6</sup> In quanto ad es. il *rating* emesso è utilizzato unicamente in un rapporto "privato" tra l'agenzia di *rating* e l'emittente e/o gli *originators*.

***Le operazioni di finanza strutturata sono caratterizzate da una maggiore interazione, rispetto ai rating più “tradizionali”, tra gli analisti delle agenzie e gli emittenti/originator<sup>7</sup>. Da tale maggior interazione tra analisti e partecipanti all’operazione possono derivare situazioni di conflitti di interessi.***

I conflitti di interessi appaiono essere amplificati: (i) dall’accreciuta importanza delle operazioni di finanza strutturata, che determina un incremento del peso relativo – sui ricavi dell’agenzia – delle relative commissioni; (ii) dal suddetto monopolio informativo delle agenzie di *rating*; (iii) dalla presenza di una struttura delle *fees* che prevede una parte variabile dipendente dalla complessità/innovatività dell’operazione e dal tempo dedicato ad essa<sup>8</sup>.

In tale ambito, potrebbe prevedersi il divieto per gli analisti di fornire consigli/indicazioni sulla struttura delle operazioni di finanza strutturata. Alternativamente, le agenzie di *rating* dovrebbero prestare i servizi che possono presentare conflitti di interessi rispetto all’attività di *rating* (incluso quello di consulenza) tramite strutture operativamente e giuridicamente separate rispetto a quella che svolge il *rating*. Tuttavia, affinché questa misura possa risultare concretamente efficace, occorrerebbe che le agenzie definissero in modo più preciso il contenuto delle attività che non costituiscono *rating* in senso stretto (cd. *ancillary business*) e possono presentare conflitti di interessi, rispetto all’attuale applicazione delle misure del Codice IOSCO relative ai conflitti di interessi. Infine, potrebbe essere valutata la possibilità di rendere pienamente trasparenti le commissioni su tali operazioni, con evidenza dell’eventuale incremento (e in che misura) delle stesse rispetto ai loro livelli “standard”, a causa della maggiore complessità dell’operazione.

***Le metodologie di valutazione utilizzate dalle agenzie di rating sembrano rivestire un’importanza particolare nel caso delle operazioni di finanza strutturata, rispetto ai rating più tradizionali; l’adeguatezza delle metodologie nelle operazioni di finanza strutturata riguarda anche: (i) la valutazione se un’unica metodologia sia applicabile per tutte le tipologie di prodotti strutturati; (ii) la valutazione se le informazioni attualmente disponibili sulla probabilità di default dei vari prodotti siano sufficienti.***

Nel caso delle operazioni di finanza strutturata, una metodologia può considerarsi affidabile quando vi è un’adeguata valutazione del rischio di credito nonché un’adeguata modellizzazione, da parte dell’agenzia, dei futuri flussi di reddito per le differenti *tranches* di attività rappresentative dello strumento strutturato. Le valutazioni del rischio di liquidità e le valutazioni di mercato “*day-to-day*” degli strumenti coinvolti non rientrano fra le attività “tipiche” delle agenzie di *rating*, benché vi sia una probabile connessione fra tali aspetti e il livello del *rating* e le relative metodologie applicate, soprattutto quando il *rating* è il solo strumento atto ad analizzare i vari “*black box*” dietro i titoli

---

<sup>7</sup> Detta interazione può assumere varie forme:

- non è chiaro – in quanto è sottolineato da più parti, ma le agenzie di rating negano di svolgere tale ruolo – se gli analisti forniscano consigli e indicazioni su come strutturare le operazioni in oggetto;
- risulta invece comprovato – in quanto confermato dalle stesse agenzie nelle audizioni fatte in varie sedi internazionali – che esse prestano servizi di cd. *credit assessment* (cioè di valutazione dell’effetto sui rating di vari possibili mutamenti della struttura dell’operazione, sulla base delle indicazioni provenienti dall’emittente);
- il raggiungimento di un certo livello di rating per le varie *tranches* (in particolare quelle di standing più elevato) è un obiettivo dei partecipanti all’operazione (il processo è quindi in qualche modo invertito rispetto ai rating *corporate*), i quali verosimilmente sono quindi in stretta interazione con gli analisti dell’agenzia di rating.

<sup>8</sup> Vi è quindi la possibile tentazione, per le CRAs, di accrescere tali fattori al fine di incrementare le proprie *fees*: questo può determinare una minore indipendenza nell’emissione dei *rating*.



oggetto dell'operazione. Pertanto, l'effetto sul mercato di metodologie di valutazione inadeguate o di mancate (o errate) variazioni di giudizio può risultare amplificata.

Per quanto le metodologie di valutazione del *rating* siano particolarmente rilevanti per i prodotti di finanza strutturata, non sembra che la loro definizione possa essere affidata alla regolamentazione, in quanto ogni agenzia può avere le sue specificità, sulla base delle quali dovrebbe svolgersi la competizione tra le stesse.

Il ruolo dei *regulator*, con riferimento a tale aspetto, appare essere limitato ad interventi di *moral suasion* (da svolgersi soprattutto nelle varie sedi internazionali, *in primis* la IOSCO) su aspetti delle stesse metodologie ritenuti critici. Alcuni interventi possono, al contrario, ipotizzarsi per migliorare il grado di trasparenza. Ciò al fine di fornire al mercato le informazioni necessarie a favorire una comprensione diffusa dei metodi di valutazione e dei loro eventuali limiti, nonché delle eventuali revisioni dei *rating* e a facilitare il confronto tra le valutazioni del merito di credito svolte sulla stessa tipologia di strumenti da diverse agenzie.

A questo riguardo, le agenzie di *rating* dovrebbero, fra l'altro, fare uno sforzo maggiore rispetto al passato nell'informare adeguatamente il mercato e gli investitori sul significato e sui precisi limiti delle proprie valutazioni.

***Nella recente crisi dei sub-prime un ulteriore profilo di criticità frequentemente evidenziato è quello relativo alla scarsa tempestività delle revisioni dei rating, che spesso hanno seguito la crisi anziché anticiparla.***

Nella sostanza, le agenzie di *rating* sembrano essere state più "reattive" che "proattive" rispetto agli eventi, dimostrando scarsa capacità di reazione e tempestività nei cambi di giudizio.

In particolare, per i prodotti strutturati, mentre i *downgrading* sulle *tranches* con merito di credito più basso hanno seguito la crisi, per le *tranches* di attività a *rating* più elevato si è riscontrato che il declassamento del *rating* ha preceduto la diminuzione dei prezzi. Tale asimmetria fa ritenere che potrebbe esservi stata un'errata valutazione (e maggiori problemi nelle procedure di revisione) per le *tranches* di attività con *standing* creditizio più basso. A ciò va aggiunta la non sempre facile comprensione, da parte del mercato, se le circostanze che vedono determinati mutamenti del *rating* siano dovute a cambiamenti delle metodologie utilizzate ovvero a effettivi cambiamenti del merito di credito.

In tale ambito, potrebbe prevedersi che le agenzie di *rating* definiscano – in modo più analitico rispetto alla situazione attuale, nell'ambito dei propri Codici di condotta – le procedure adottate e relative alla frequenza del monitoraggio sui *rating* e delle relative revisioni, che facciano, in particolare, riferimento ad iniziative tempestive nel momento in cui emergono informazioni particolarmente rilevanti. Tali procedure dovrebbero inoltre indicare se l'eventuale revisione del *rating* risulti legata a cambiamenti di metodologia piuttosto che del merito di credito nonché le misure adottate, al fine di tenere conto anche del *turnover* di personale che caratterizza le stesse agenzie.

\* \* \*

Rispetto a quanto sopra sottolineato, le agenzie hanno evidenziato a propria "difesa" il ruolo della reputazione quale principale deterrente rispetto ai possibili conflitti di interessi, nonché la

circostanza per la quale esse valutano esclusivamente il rischio di credito degli emittenti e delle emissioni e non altri aspetti, quali il rischio di liquidità o il prezzo di mercato degli strumenti finanziari.

Allo stato attuale, sotto il profilo regolamentare, l'approccio in Europa si basa, come detto, sull'autoregolamentazione, che fa riferimento alle misure fissate dalla IOSCO nel proprio schema di Codice di condotta, adottato dalle maggiori agenzie di *rating*. Tale Codice di condotta prevede, quali misure particolarmente rilevanti: (i) la previsione di metodologie sistematiche e rigorose; (ii) l'adozione di procedure e meccanismi atti a minimizzare la probabilità di conflitti di interessi; (iii) l'evidenza, nei propri comunicati stampa, redatti in occasione dell'emissione o della revisione di un *rating*, degli elementi chiave alla base del *rating* stesso; (iv) la pubblicazione di sufficienti informazioni riguardo le proprie procedure, metodologie e ipotesi, così da far comprendere a soggetti esterni all'operazione come si è arrivati a un certo livello di *rating*.

L'attuazione del Codice IOSCO (a tre anni dalla sua introduzione) sembra aver mostrato alcuni limiti, essenzialmente legati all'interpretazione del Codice da parte delle stesse agenzie e a un rispetto delle relative misure più formale che sostanziale. Tale circostanza potrebbe indurre le Autorità europee – fra le quali un gruppo di lavoro del CESR al quale la Consob partecipa – a rivedere le scelte fatte qualche anno fa a favore dell'autoregolamentazione, introducendo, ad esempio, una procedura di registrazione/riconoscimento di tipo volontario da parte delle agenzie di *rating*, sulla base della verifica di alcuni requisiti.

Ciò detto, qualunque scelta di tipo regolamentare deve tenere in adeguata considerazione i costi ed i benefici connessi. Fra i primi, vi è la possibile duplicazione ovvero l'aggravio di costi informativi, in un ambito regolamentare europeo che già prevede una procedura di riconoscimento nell'ambito delle regole legate alla Direttiva sui requisiti di capitale. Non vanno, inoltre, dimenticati gli effetti – la cui portata, positiva o negativa, risulta tuttavia al momento non definita - dell'adozione di eventuali misure regolamentari sul livello di concorrenza del settore, che attualmente risulta piuttosto scarso.

***Ferma restando l'importanza di disporre di giudizi di rating affidabili, occorre che un'adeguata informativa venga fornita al mercato ovvero ai diversi soggetti coinvolti nelle operazioni di finanza strutturata, con particolare riguardo agli investitori istituzionali che si sono trovati ad acquistare i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione.***

In altre parole, rendere il rating “affidabile” è sufficiente a soddisfare le esigenze informative del mercato? L'esistenza di fattori quali un monopolio informativo di fatto, la valutazione del solo merito di credito, la diffusione di un'informazione solo “derivata” (e, quindi, potenzialmente incompleta) richiedono comunque soluzioni più radicali?

In primo luogo, l'esigenza di disporre di un patrimonio informativo più esaustivo riguarda anche le informazioni trasmesse alle agenzie di *rating*. Secondo alcuni osservatori, le informazioni a disposizione di queste ultime possono essere risultate incomplete e hanno verosimilmente contribuito a ridurre l'affidabilità dei giudizi di merito di credito. Tale circostanza determina a sua volta due principali questioni. Da un lato, andrebbe considerata la possibile integrazione dell'informativa trasmessa alle agenzie di *rating* e, dall'altro, le agenzie dovrebbero valutare l'opportunità di emettere o meno un giudizio in presenza di un patrimonio informativo ritenuto insufficiente.



Al fine di incrementare e migliorare la qualità dell'informazione a disposizione dei vari soggetti coinvolti nelle operazioni di finanza strutturata, in particolare quella degli investitori istituzionali acquirenti dei relativi titoli, può risultare inoltre opportuno porre determinati obblighi informativi a carico dell'*originator* e/o dell'emittente *Special Purpose Vehicle*. Tali obblighi informativi, che potrebbero essere di tipo periodico, dovrebbero riguardare tutte le informazioni in grado di incidere sulla valorizzazione degli *asset*, anche quelle che al momento, per diversi motivi, potrebbero non essere fornite neppure alle agenzie di *rating*.

Anche in tal caso, la fissazione di obblighi informativi a carico dell'*originator*/emittente deve tener conto dei costi e dei benefici associati. Sul fronte dei benefici, va valutato l'eventuale valore aggiunto di tali ulteriori informazioni rispetto all'informativa costituita dal *rating* in sé e a quella comunque presente all'interno dei giudizi di *rating*. Il fatto che la recente crisi sia dipesa non solo da profili di rischio di credito, ma anche da fattori legati al rischio di liquidità e alla valutazione *mark-to-market* dei prodotti può far ritenere che tale valore aggiunto vi sia. Può ad ogni buon conto risultare positivo ed auspicabile eliminare ovvero attenuare il monopolio informativo delle agenzie, al fine di incrementare il numero di fonti informative, anche in considerazione del fatto che il *rating* costituisce un'informazione di tipo "derivato". Dal lato dei costi, va evitato un aggravio eccessivo a carico dell'*originator*/emittente, ciò che implica un'attenta valutazione delle informazioni effettivamente rilevanti per gli investitori. Inoltre, potrebbe prevedersi che le informazioni che costituiscono i fattori chiave per il *rating* siano comunicate dall'agenzia, e quindi evitare una doppia trasmissione, almeno con riferimento a una parte di informazioni.

### **3.2 Il mercato secondario**

***L'assenza di mercati secondari liquidi ed efficienti appare rappresentare un fattore di rilievo.***

Una maggiore standardizzazione dei prodotti ed un'accresciuta trasparenza delle negoziazioni rappresentano certamente due presupposti e fattori imprescindibili per la creazione di un mercato secondario, che allo stato appare prevalentemente incentrato sull'iniziativa dei soggetti *underwriter* che assicurano usualmente una certa liquidità di mercato per gli strumenti che hanno strutturato.

La direttiva 2004/39/CE (MiFID) può rappresentare un'opportunità per lo sviluppo di mercati secondari per tali strumenti finanziari. Certamente, la possibilità di organizzare sistemi di negoziazione "alternativi" nello status di sistemi multilaterali di negoziazione può costituire il fattore in grado di incentivare la creazione di un mercato secondario. Ferme restando le possibilità concesse dalla regolamentazione, saranno il mercato ed i suoi partecipanti a decretarne l'utilità e la concreta realizzazione.

Un mercato liquido ed efficiente poggia anche su adeguati livelli di trasparenza delle condizioni negoziali e delle transazioni avvenute. La questione è di non poco conto e coinvolge problematiche di recente discusse a livello europeo ed affrontate, a livello nazionale, dalla Consob. Nell'affrontare il problema assai complesso di definire un adeguato regime di trasparenza, la questione da affrontare è inevitabilmente quella di ricercare il "giusto" equilibrio fra trasparenza e liquidità del mercato e fra trasparenza ed incentivi economici degli intermediari.

Il problema di definire un efficace regime di trasparenza per tale mercato di strumenti finanziari, che consenta di contemplare l'esigenza di ridurre la strutturale opacità del suo funzionamento con quella di salvaguardarne l'efficienza, ha visto in Italia l'adozione di un approccio "flessibile" che,

pur richiedendo l'adozione di regole di trasparenza, lascia agli operatori del mercato la definizione del regime più opportuno in relazione, fra le altre cose, alla tipologia dello strumento finanziario, alla dimensione degli ordini e alla tipologia di investitori coinvolti.

Ciò detto, un regime di trasparenza per tali strumenti finanziari ed il fatto di incrementare la quantità di informazioni disponibili sul mercato non appare sufficiente se le informazioni non risultano anche:

- a) accessibili all'investitore su basi non discriminatorie;
- b) chiare e facilmente consultabili.

Tali aspetti appaiono nondimeno di difficile implementazione in un contesto di informazione frammentata su prodotti finanziari complessi, spesso legati a strumenti finanziari derivati. Peraltro, nonostante si ritenga che un mercato raramente possa soffrire di un eccessivo livello di trasparenza, è necessario riconoscere e tenere in adeguata considerazione il rischio che le informazioni fornite finiscano per avere effetti di amplificazione dell'irregolare funzionamento del mercato.

### **3.3 Gli adempimenti informativi degli emittenti quotati**

*Un adeguato livello di informazione sul mercato in ordine alla distribuzione dei rischi appare essenziale per una corretta valutazione da parte degli investitori degli effetti prodotti sugli emittenti quotati interessati da detti rischi. In tale ambito, la qualità dei dati pubblicati e la velocità/tempestività di aggiornamento della situazione societaria rappresentano entrambi fattori determinanti per valutare l'adeguatezza delle informazioni diffuse al pubblico.*

E' possibile distinguere due diverse tipologie di esposizione ai rischi :

- a) soggetti che prestano servizi in relazione alla creazione di operazioni di cartolarizzazione<sup>9</sup>;
- b) soggetti che detengono in portafoglio strumenti finanziari derivanti da dette cartolarizzazione per motivi di investimento o *trading*<sup>10</sup>.

Gli obblighi di comunicazione e di reportistica, di tipo sia periodico sia continuo, previsti in via generale dalla disciplina vigente, appaiono idonei a fornire un quadro informativo completo e sufficiente a guidare le decisioni di investimento. Tuttavia, la rappresentazione fedele della realtà può risultare problematica in occasione di inaspettate crisi di natura contingente. Ciò è quanto apparso emergere anche con la crisi dei mutui sub-prime: numerose anticipazioni pubblicate anche nella forma di indiscrezioni, con evidenti ripercussioni sull'andamento delle quotazioni dei titoli interessati nonché lentezza e difficoltà nel quantificarne gli effetti. Come in tutti i casi di turbolenza dei mercati derivanti da crisi contingenti, la Consob è stata chiamata a svolgere un addizionale sforzo di vigilanza e, nonostante il notevole impegno di risorse, le necessarie verifiche hanno richiesto tempi non brevi per il loro completamento.

<sup>9</sup> Sia nella forma "tradizionale" *Asset Backed Securities*, sia nella forma di *Asset Backed Commercial Paper* tramite *conduit* o SIV. In tale area vi sono gli intermediari finanziari che oltre all'eventuale funzione di *originator* svolgono il servizio di supporto di credito fornendo proprie garanzie (*enhancement provider*) e/o il servizio di fornitura di linee di liquidità (*liquidity provider*).

<sup>10</sup> Si fa riferimento ai soggetti che detengono in portafoglio le ABS o le ABCP: intermediari che, una volta originati i prodotti, li riacquistano in parte (in genere le *tranches* più rischiose *junior* o equity) o totalmente, ovvero società assicurative o industriali interessate ai possibili elevati rendimenti offerti da tali prodotti.

A seguito del rilevante impatto sui mercati, la Consob è intervenuta direttamente in agosto disponendo apposite verifiche sui maggiori emittenti italiani quotati appartenenti al settore assicurativo. Sulla base degli approfondimenti compiuti, nonché degli elementi informativi acquisiti dalla Banca d'Italia in merito alla ricognizione del rischio potenziale per le banche, sono state formulate richieste di pubblicazione di informazioni nei confronti delle società quotate appartenenti ai citati settori, in merito agli impatti relativi all'esposizione verso strumenti finanziari riconducibili ai cosiddetti mutui *sub-prime* del singolo gruppo bancario o assicurativo<sup>11</sup>. In particolare è stato richiesto di riportare tali informazioni in occasione della prima pubblicazione dei risultati contabili di periodo, nell'ambito delle relazioni degli amministratori, e, ove di importo significativo rispetto alla situazione economica, patrimoniale e finanziaria delle imprese, di procedere senza indugio alla loro diffusione tramite un comunicato stampa.

Dette informazioni sono state inserite prevalentemente nella relazione semestrale al 30 giugno 2007 ovvero, per le società che avevano già approvato la relazione semestrale, nella terza relazione trimestrale e, in un caso, nel bilancio chiuso al 30 giugno 2007. Dalle informazioni pubblicate dalle società interessate si è ricavato che l'esposizione, sia per quanto concerne il portafoglio di proprietà sia per quello di terzi, era all'epoca generalmente limitata e in taluni casi inesistente.

Alla luce di quanto accaduto occorre approfondire le problematiche relative alle informazioni a disposizione dell'Autorità competente per lo svolgimento dei suoi compiti di vigilanza, all'attuale disciplina di trasparenza degli emittenti e alla capacità di questi ultimi di rispondere tempestivamente alle ulteriori e più dettagliate esigenze di informazione che possono manifestarsi in caso di crisi.

***La capacità dei bilanci delle società di rendere una chiara rappresentazione dei rischi e oneri connessi con le operazioni in discorso (sia per quanto concerne l'effettivo trasferimento dei rischi connessi agli attivi ceduti attraverso le cartolarizzazioni sia con riferimento alle eventuali perdite subite) rappresenta certamente un'area che merita approfondimenti.***

La questione è se la disciplina vigente impone il consolidamento delle società veicolo, anche se non formalmente partecipate o controllate, nell'ambito dei soggetti che prestano servizi in relazione alla creazione di operazioni di cartolarizzazione. I principi contabili IAS/IFRS escludono in modo sufficientemente chiaro la cosiddetta *derecognition* degli attivi ceduti con riferimento allo schema "tradizionale" di cartolarizzazione (ABS). In particolare si osserva che, ai fini del principio IAS 39, l'*originator* può iscrivere l'*asset* fuori bilancio soltanto nel caso in cui non sussistano le condizioni di *continuing involvement* del cedente. L'erogazione di linee di liquidità, il rilascio di forme di garanzia sui crediti o l'impegno diretto in attività di *servicing* d'incasso (effettuata a condizioni diverse da quelle di mercato) configurerebbero tuttavia forme di *continuing involvement* facendo venire meno le condizioni per l'eliminazione dei crediti cartolarizzati dal bilancio della banca *originator*.

Più problematica appare la valutazione della sussistenza delle condizioni, per il consolidamento delle società veicolo, nelle operazioni tramite *conduit*, soprattutto nelle strutture in cui non risulta agevole associare ad una specifica banca il controllo di fatto del veicolo (ad esempio nelle strutture

---

<sup>11</sup> Sono state in particolare richieste informazioni su: i) esposizione delle società o di società appartenenti al gruppo quali erogatori dei mutui in parola ovvero investitori a rischio proprio in prodotti finanziari aventi come attività sottostante gli stessi mutui e ii) ammontare di prodotti finanziari ovvero con attività sottostante i predetti mutui detenuti dalle società o da società appartenenti al gruppo in gestione o deposito per conto terzi.

*multi-seller*). Resta, tuttavia, il fatto che, nel caso in cui il *conduit* rimanga al di fuori del perimetro di consolidamento del soggetto che fornisce la liquidità o le garanzie, si pone un problema di adeguata rappresentazione della sostanza economica della distribuzione dei rischi.

***Gli adempimenti di comunicazione periodica applicabili ai soggetti/acquirenti degli strumenti finanziari derivanti dalle cartolarizzazioni costituisce una seconda area di approfondimento.***

La problematica di rilievo a questo riguardo concerne la corretta applicazione del principio IAS 39 che prevede la valutazione al *fair value*, con effetti sul conto economico, per i titoli strutturati detenuti per finalità di *trading*. In mancanza di prezzi espressi da un “mercato attivo”, infatti, lo IAS 39 prevede che i titoli detenuti per finalità di *trading* siano valutati sulla base di “tecniche di valutazione” che possono fare riferimento a prezzi espressi da transazioni recenti in condizioni di regolare funzionamento dei mercati, a prezzi relativi a strumenti finanziari simili, ovvero a “metodi quantitativi”. In presenza di interferenze provocate da crisi tipo quella dei “*sub-prime*”, è messa in discussione la capacità di utilizzo delle prime due modalità (transazione recenti e prezzi di strumenti simili), a causa della indisponibilità di “transazioni recenti” dalle quali ricavare adeguati prezzi di riferimento e della insussistente standardizzazione dei prodotti strutturati, valutando la possibilità di utilizzare soluzioni che integrino modelli e tecniche quantitative rispondenti alle *guidance* fissate dallo stesso principio IAS 39.

Appare indubitabile al riguardo che gli interventi regolamentari, volti ad incrementare la trasparenza sia degli emittenti quotati sia degli stessi prodotti strutturati, debbano essere assunti in ambito internazionale. La globalizzazione dei mercati non consente di disciplinare la materia entro i meri confini nazionali, pena possibili effetti di “spiazzamento” degli operatori domestici rispetto a quelli esteri.

Si evidenzia al riguardo che sono oggetto di approfondimento in ambito internazionale, e in particolare nell’ambito della *Task Force* della IOSCO, le questioni attinenti i profili contabili. Sono inoltre da valutare positivamente le recenti anticipazioni, diffuse dagli organi di informazione, concernenti gli approfondimenti in corso da parte dell’International Accounting Standard Board in merito a possibili modalità integrative di rendicontazione dei cosiddetti “veicoli fuori bilancio”, che rendano più agevole la verifica delle caratteristiche dei veicoli e la valutazione dei possibili effetti.

***Gli adempimenti relativi alla comunicazione delle informazioni ad hoc di tipo price sensitive incidono significativamente sulla velocità di reazione del mercato. L’informazione in tempo reale costituisce un elemento irrinunciabile al fine di garantire il lineare processo di incorporazione, nelle quotazioni di mercato degli strumenti quotati, delle conseguenze derivanti dall’esposizione al rischio derivante dai mutui sub-prime.***

Ciò appare significativo sia nel caso dei soggetti che originano le operazioni di cartolarizzazione sia per i soggetti che detengono in portafoglio strumenti rivenienti da dette operazioni. Può costituire oggetto di comunicazione l’accertamento di circostanze alle quali sono collegate significativi oneri immediati o futuri quali ad esempio: l’attivazione delle linee di liquidità da parte degli SPV, l’avvio delle azioni atte a far valere le garanzie da parte dei detentori dei titoli in circolazione, ovvero l’obiettiva evidenza di durevole riduzione di valore dei titoli detenuti nel portafoglio delle società quotate.

Sebbene la piena trasparenza *on-going* consenta agli operatori di assumere ponderate scelte di investimento in ordine agli strumenti quotati emessi dalle predette società, non possono tuttavia essere sottovalutati i rischi che:

- i) le comunicazioni non siano sufficientemente chiare ed esaustive e che richiedano continui aggiornamenti, in contesti caratterizzati da incertezza, e possano accentuare reazioni del mercato non giustificate dall'effettivo stato dei fatti;
- ii) le informazioni non significative, in relazione all'emittente a cui si riferiscono, possano dimostrarsi, in particolari circostanze, rilevanti e di notevole utilità ai fini della valutazione dei prodotti strutturati.

In ambito nazionale è opportuno che ciascuna Autorità competente verifichi la validità dei propri sistemi di monitoraggio del mercato e aumenti comunque il livello di vigilanza. Ciò al fine di poter migliorare la capacità di reazione in presenza di segnali negativi del mercato, nonché di intervenire sulle società emittenti affinché venga data una sufficiente informativa al mercato.

Per quanto concerne, infine, la diffusione sul mercato italiano degli strumenti finanziari connessi a rischi legati a mutui *sub-prime*, le indagini svolte dalla Consob, in ordine al risparmio amministrato per conto terzi da parte degli intermediari italiani nonché al risparmio gestito nel settore delle gestioni individuali e collettive, hanno evidenziato la mancanza di particolari criticità e una sostanziale adeguatezza delle norme regolamentari in essere. Al riguardo, si può soltanto rilevare che una più puntuale classificazione della tipologia dei prodotti avrebbe agevolato la connessa attività di indagine.

## **Conclusioni**

Non vi è dubbio che ci troviamo di fronte ad un momento importante dell'evoluzione dei mercati. Con la crisi dei *sub-prime* si è evidenziata una "rottura" della gradualità del processo evolutivo, in quanto sono emersi cambiamenti strutturali, che coinvolgono il ruolo degli intermediari finanziari, le modalità di trasmissione e concentrazione del rischio, la qualità dell'informazione diretta o mediata sui prodotti finanziari.

Ne derivano rischi, in gran parte nuovi o di intensità inconsueta, rispetto alla possibilità di salvaguardare finalità fondamentali della regolamentazione e della vigilanza sui mercati finanziari. Assumono nuova fisionomia e una maggiore complessità anche le interrelazioni tra la stabilità del sistema finanziario e dei singoli intermediari, da un lato, e la trasparenza informativa dei mercati e la correttezza comportamentale nella prestazione dei servizi di intermediazione, dall'altro.

Non è a priori scontato che tali mutamenti comportino nuove regole e che l'autodisciplina del mercato sia insufficiente a fronteggiare i problemi connessi al nuovo scenario. Le forze del mercato hanno un grande potenziale, in termini di esperienza e di conoscenza dei fenomeni, per individuare soluzioni adeguate ai problemi emersi, in un quadro nel quale risulta più difficile regolamentare ex-ante e dall'alto fenomeni sempre più complessi.

Pur tuttavia, le forze del mercato hanno una ridotta possibilità di coordinamento, a causa degli ostacoli che possono trovare iniziative di autoregolamentazione, i cui costi possono rilevarsi superiori ai benefici su base individuale, anche per il rischio di diffusi comportamenti opportunistici.

In tale quadro, le Autorità di vigilanza sono chiamate a fare un salto di qualità nella capacità di analizzare e interpretare i nuovi fenomeni che sia adeguato alle discontinuità che si sono manifestate, rafforzando la propria capacità di avere una visione il più possibile complessiva e integrata del sistema. Peraltro, le Autorità possiedono lo strumento della vigilanza che, in presenza di fenomeni nuovi e di comportamenti devianti, può costituire la base per successivi e mirati interventi regolamentari nonché per una successiva intensificazione dell'attività di vigilanza in specifiche aree di interesse.

Le questioni aperte sul tappeto sono diverse e rilevanti:

- il ruolo delle agenzie di rating, per il quale ogni approccio di intervento, quali quelli in precedenza evidenziati, non potrà trascurare l'obiettivo di favorire una maggiore concorrenzialità del settore;
- il grado di trasparenza dei sistemi di negoziazione degli strumenti finanziari diversi dalle azioni e in particolare dei prodotti derivati, che dovrà tenere conto della strutturale scarsa standardizzazione degli strumenti e delle peculiari condizioni di liquidità di tali strumenti;
- l'adeguata *disclosure* da parte degli emittenti quotati, che richiede, da un lato, un costante monitoraggio ad opera delle Autorità competenti e, dall'altro, una condivisione a livello internazionale degli standard applicabili.

Ciò che sembra emergere, in attesa di valutare le conclusioni dei gruppi di lavoro appositamente costituiti, è l'opportunità, non tanto di ambiziose riforme normative, quanto di un costante *fine tuning* degli strumenti normativi e di vigilanza nonché della loro effettiva attuazione.

Due considerazioni appaiono opportune in tale contesto.

Comportamenti finalizzati a massimizzare i rendimenti di breve termine “possono non pagare nel medio periodo”, a meno che non risultino accompagnati dalla presenza e dall'interazione estremamente favorevole di diversi fattori esogeni.

La frammentazione non favorisce comportamenti “di sistema” responsabili. Non si può, tuttavia, dimenticare che l'integrità del mercato rappresenta “un valore di tutti” che va difeso. In un mondo così complesso, una valida difesa presuppone una buona interazione fra i soggetti vigilati, che conoscono meglio il mercato, e le autorità di controllo, che possiedono una visione completa e di sistema.