



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

**QUADERNI
DI
FINANZA**

DOCUMENTI

**LA CRISI DEI MUTUI *SUBPRIME*
PROBLEMI DI TRASPARENZA E
OPZIONI DI INTERVENTO PER LE AUTORITÀ DI VIGILANZA**

N. LINCIANO

N. 62 – SETTEMBRE 2008

I *Quaderni di Finanza* hanno lo scopo di promuovere la diffusione dell'informazione e della riflessione economica sui temi relativi ai mercati mobiliari ed alla loro regolamentazione.

Nella collana "Studi e Ricerche" vengono pubblicati i lavori di ricerca prodotti o promossi dalla Consob; nella collana "Documenti" trovano spazio gli interventi istituzionali e gli atti di convegni.

Direttore Responsabile: Alberto Aghemo
Segreteria di Redazione: Eugenia Della Libera e Francesca Tempestini

Quaderni di Finanza

Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 432 del 4-7-1990

Consob : Via G.B. Martini, 3 - 00198 Roma

Tel.: 06.8477.1 - Fax: 06.8477612

e-mail: quaderni_finanza@consob.it

LA CRISI DEI MUTUI *SUBPRIME*

PROBLEMI DI TRASPARENZA E OPZIONI DI INTERVENTO PER LE AUTORITÀ DI VIGILANZA

Nadia Linciano ^(*)

Abstract

Il progressivo deterioramento della qualità dei mutui subprime, manifestatosi negli Stati Uniti già dal 2006, ha innescato tensioni estese dal comparto dei prodotti cartolarizzati ai mercati monetario e finanziario, sia statunitensi sia europei. La crisi ha assunto carattere sistemico, stimolando un'intensa riflessione da parte dei regolatori circa l'adozione di meccanismi correttivi efficaci. Il presente lavoro passa sinteticamente in rassegna le criticità emerse e ne analizza le implicazioni per le iniziative di vigilanza e regolamentazione in materia di trasparenza. Quanto alle criticità, la crisi ha rivelato la propensione a comportamenti di deresponsabilizzazione e short termism da parte degli attori coinvolti; il proliferare di condizioni di incertezza informativa e la centralità delle agenzie di rating nella valutazione dei prodotti strutturati; l'incertezza circa la distribuzione del rischio tra gli operatori finanziari. Quanto ai meccanismi correttivi in materia di trasparenza, le opzioni spaziano dalle iniziative di autoregolamentazione da parte degli operatori di mercato all'intervento pubblico. Ciascuna opzione presenta profili problematici. Sebbene l'autoregolamentazione possa rivelarsi meno costosa dell'intervento pubblico (a rischio di over-reaction), il carattere volontario potrebbe minarne l'efficacia; l'intervento pubblico, inoltre, può contenere gli effetti e i costi di aggiustamento della crisi e si presta a essere articolato in modo più o meno "invasivo", potendo avvalersi sia della vigilanza che della regolamentazione. L'attività di vigilanza, con particolare riferimento al trade-off tra stabilità e trasparenza, può tuttavia incontrare un grosso limite nella frammentazione delle competenze e nelle difficoltà di coordinamento tra organismi di controllo, in ambito sia internazionale sia nazionale; non meno rilevante è il tema della gestione dell'informativa, ossia se l'incremento degli obblighi di disclosure in occasione di una crisi debba avere come destinatario il pubblico ovvero l'autorità di vigilanza (deputata a vagliare l'opportunità di comunicare al mercato le informazioni acquisite). Le iniziative regolamentari dovrebbero colmare le incertezze informative emerse rispetto alla valutazione dei prodotti strutturati e alla distribuzione del rischio tra gli operatori: sarebbero funzionali al primo obiettivo interventi in materia di agenzie di rating, informativa continua sui prodotti strutturati e sviluppo di mercati secondari liquidi ed efficienti; sarebbero funzionali al secondo obiettivo revisioni delle regole contabili applicabili nel caso di partecipazione a operazioni di finanza strutturata e di possesso di prodotti strutturati. Il contenuto e la profondità degli interventi non sono tuttavia scontati, come dimostra l'intensa riflessione in corso a livello sia nazionale sia internazionale. Il presente lavoro, nel ripercorrere i nodi principali del dibattito, si propone di stimolare la discussione sui temi citati e di raccogliere le eventuali riflessioni sui vantaggi e sulle criticità delle opzioni di intervento prospettate.

(*) CONSOB, Divisione Studi Economici, e-mail: n.linciano@consob.it. Si ringraziano L. Enriques, C. Salini, G. Siciliano e i partecipanti a un seminario interno per suggerimenti e commenti a una prima versione del lavoro. Le opinioni espresse sono personali e non impegnano in alcun modo l'Istituzione di appartenenza.

INDICE

1.	LA CRISI E I PROFILI DI CRITICITÀ EMERSI	1
2.	MECCANISMI CORRETTIVI “ENDOGENI” AL SISTEMA: LA DISCIPLINA DI MERCATO E L’AUTOREGOLAMENTAZIONE	3
3.	MECCANISMI CORRETTIVI “ESOGENI” AL SISTEMA (1): LA VIGILANZA	6
3.1	<i>I PROBLEMI DI COORDINAMENTO NELL’ATTIVITÀ DI VIGILANZA</i>	6
3.2	<i>IL CONFLITTO TRA STABILITÀ E TRASPARENZA</i>	8
3.3	<i>LA GESTIONE DELL’INFORMATIVA: TRASPARENZA AL PUBBLICO VERSUS DISCLOSURE ALL’AUTORITÀ DI VIGILANZA</i>	10
4.	MECCANISMI CORRETTIVI “ESOGENI” AL SISTEMA (2): LA REGOLAMENTAZIONE	11
4.1	<i>TRASPARENZA NELLA VALUTAZIONE DEI PRODOTTI</i>	11
a)	LA VALUTAZIONE DEI PRODOTTI E LE AGENZIE DI RATING	11
b)	INFORMATIVA SUI PRODOTTI STRUTTURATI	16
c)	LIQUIDITÀ E TRASPARENZA DEI MERCATI SECONDARI	17
4.2	<i>TRASPARENZA SULLA DISTRIBUZIONE DEI RISCHI</i>	19
a)	L’INFORMATIVA CONTABILE SULL’ESPOSIZIONE DEGLI INTERMEDIARI IN QUALITÀ DI <i>ORIGINATOR</i> O DI PARTECIPANTI ALLE OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE	20
b)	L’INFORMATIVA CONTABILE SULL’ESPOSIZIONE DEGLI INTERMEDIARI IN QUALITÀ DI ACQUIRENTI DI PRODOTTI STRUTTURATI	22
5.	CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE	23
	RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	25
	APPENDICE	29

1. LA CRISI E I PROFILI DI CRITICITÀ EMERSI

La crisi del settore dei mutui residenziali statunitensi (cosiddetti *subprime*) ha stimolato un ampio dibattito sui rischi del modello di intermediazione finanziaria noto come *originate to distribute* (OTD)¹, alla base dello sviluppo di prodotti strutturati estremamente complessi, e su eventuali fallimenti della regolamentazione².

Il fenomeno trae le sue origini, come noto, dall'incremento, registrato negli Stati Uniti soprattutto nel 2006, dell'attività di erogazione di prestiti a mutuatari con basso merito di credito e dalla propensione di banche e altri intermediari a trasferire il rischio così acquisito mediante operazioni di cartolarizzazione. Tali operazioni sono state realizzate tramite società veicolo (SIV e *conduit*) che esibiscono all'attivo gli impieghi a medio e lungo termine ceduti dalle banche e al passivo titoli a breve termine (le cosiddette *Asset backed commercial paper* – ABCP), garantiti dalle attività bancarie cedute e assistiti da linee di liquidità messe a disposizione dalle banche stesse. Una modalità alternativa di cartolarizzazione prevede l'emissione dei cosiddetti *Collateralised Debt Obligations* (CDO) sempre tramite apposite società veicolo (spesso indicate anch'esse con la sigla CDO); risultano sempre più frequenti, inoltre, le ricartolarizzazioni, ossia le operazioni nelle quali le attività sottostanti sono in prevalenza titoli strutturati³.

Il crescente deterioramento della qualità dei mutui *subprime* ha impedito alle società veicolo di rifinanziare le ABCP in scadenza con nuove emissioni, rendendo necessario il ricorso alle linee di liquidità bancarie. Il crollo della liquidità sui mercati dei prodotti strutturati ha, inoltre, creato difficoltà alle banche di investimento più esposte su tali strumenti. La crisi si è progressivamente estesa dal mercato dei prodotti strutturati all'intero sistema finanziario. Il lento processo di aggiustamento ancora in corso ha prodotto ripercussioni anche sull'economia reale.

L'analisi della crisi ha fatto emergere diversi profili di criticità. Il modello di intermediazione finanziaria OTD, pur allentando i vincoli di accesso al credito delle famiglie, ha stimolato comportamenti di deresponsabilizzazione e *short-termism* negli attori coinvolti⁴. La possibilità di trasferire i rischi dei finanziamenti erogati ha, infatti, ridotto gli

¹ A differenza del modello tradizionale di erogazione del credito, il quale prevede il mantenimento in bilancio dei prestiti concessi alla clientela (*buy and hold*), nel modello OTD i finanziamenti concessi sono cartolarizzati e ceduti a una vasta platea di operatori.

² Interventi di analisi delle cause e dei possibili rimedi alla crisi *subprime* sono reperibili, tra gli altri, ai siti www.lavoce.info e www.voxeu.org; per una rassegna del dibattito accademico si veda, inoltre, il sito www.ssrn.com (per tutti si cita Schwarcz, 2007).

³ Maggiori dettagli sono riportati nell'Appendice; per una ricostruzione del processo di cartolarizzazione e dei soggetti coinvolti si veda inoltre Ferrell *et al.* (2008).

⁴ L'orientamento ai profitti di breve periodo è emerso con riferimento a diversi aspetti: i) i mutui sempre più complessi sono stati disegnati per attrarre famiglie con basso reddito, che non hanno valutato la sostenibilità del debito nel più lungo periodo pur di acquistare un immobile; ii) le banche hanno abbassato gli standard di verifica dei debitori e hanno mirato alla massimizzazione dei volumi erogati; iii) i prodotti strutturati a breve scadenza con rendimenti elevati sono stati emessi per attrarre investitori istituzionali non in grado di misurarne correttamente i rischi, ma desiderosi di massimizzare le commissioni di *performance* (su questo tema, si veda Rajan, 2005). Anche l'operato delle agenzie di rating potrebbe risultare inficiato da una attitudine *short termism*, visto che alle operazioni di finanza strutturata (il cui esito positivo è subordinato all'assegnazione di un rating molto elevato) è ascrivibile una quota significativa dei loro

incentivi degli intermediari bancari a monitorare le capacità di rimborso dei debitori, comportando un sensibile abbassamento degli standard di valutazione della qualità del credito⁵.

Le operazioni di cartolarizzazione che hanno permesso il trasferimento del rischio hanno generato prodotti strutturati molto complessi, poco standardizzati e scambiati prevalentemente *over the counter*, ossia in mercati secondari connotati da scarsa liquidità e non in grado di esprimere prezzi significativi. In assenza di prezzi sui mercati secondari, il valore di iscrizione in bilancio di tali prodotti è stato determinato “a modello”, risultando di conseguenza molto volatile in quanto sensibile alle ipotesi e alle variazioni dei parametri alla base del modello stesso⁶.

Le agenzie di rating hanno svolto un ruolo attivo nell’articolazione e nel successo delle operazioni di finanza strutturata: a fronte dell’opacità dei prodotti e del conseguente proliferare di condizioni di incertezza informativa sulla valutazione degli stessi, il giudizio delle agenzie ha inoltre assunto un’importanza crescente per gli investitori. I rating dei prodotti strutturati, tuttavia, risultano meno stabili di quelli relativi a un titolo obbligazionario in quanto, oltre a esprimere il giudizio delle agenzie sul merito di credito, riflettono anche il modello probabilistico (e dunque le ipotesi ad esso sottostanti e le serie di dati storici utilizzati) di valutazione dei flussi di cassa futuri dei prodotti strutturati e le ipotesi relative sia ai possibili scenari di mercato che alle correlazioni tra le probabilità di insolvenza relative alle attività sottostanti. Talune circostanze, infine, hanno avvalorato dubbi circa l’obiettività e l’affidabilità delle agenzie.

Le operazioni di trasferimento del rischio hanno creato incertezza circa l’effettiva distribuzione del rischio stesso tra gli operatori finanziari. La crisi dei mutui *subprime* ha, infatti, evidenziato che la vulnerabilità delle banche alle insolvenze dei prenditori di fondi non viene eliminata o attenuata dalla cartolarizzazione degli attivi rischiosi. Al contrario, il rischio ritorna alle banche, attraverso svariati canali di trasmissione: tra questi, la

ricavi. In particolare, si stima che per le maggiori agenzie di rating le commissioni derivanti dalla configurazione di prodotti strutturati (che in percentuale del valore nominale delle operazioni raggiungono anche il triplo di quelle corrispondenti al rating di prodotti non strutturati) si siano attestare, nel 2006, a un valore superiore al 50% delle entrate complessive (CESR, 2008a), registrando una flessione nel 2007 quando (a seguito del crollo delle emissioni nella seconda metà dell’anno) si sarebbero portate a un valore tra il 40 e il 50% (CESR, 2008b).

⁵ Ben S. Bernanke, *Subprime mortgage lending and mitigating foreclosures*, Testimony before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, September 20, 2007. Nel caso statunitense, l’indebolimento degli standard di controllo del merito di credito del prenditore di fondi è stato accentuato dalla frammentazione del comparto dei mutui ipotecari, erogati da soggetti diversi assoggettati a regimi regolamentari e di vigilanza non omogenei (si veda Keys *et al.*, 2008, per una analisi empirica del fenomeno). Secondo alcuni osservatori, l’assunzione di maggior rischio e la riduzione del *monitoring* (e dei relativi costi) è una conseguenza “fisiologica” dell’ampliarsi della diversificazione finanziaria, che in condizioni normali può essere compatibile con la massimizzazione del profitto degli erogatori dei prestiti (Monacelli, 2007). Resta da verificare quanto, nella prassi, l’assunzione di maggior rischio sia invece legata a pratiche di *mis-selling* e a violazioni di regole di condotta da parte degli intermediari. Per una disamina delle ragioni che hanno determinato l’allentamento degli standard di erogazione e monitoraggio del credito si veda Dell’Ariccia *et al.* (2008).

⁶ Danielsson (2008), nell’illustrare i limiti dell’utilizzo dei modelli per la valutazione di strumenti illiquidi, sottolinea tra l’altro, il fatto che i rischi finanziari (ad esempio, il rischio di liquidità) sono assunti come esogeni rispetto al comportamento dei partecipanti al mercato, mentre a livello sistemico essi sono endogeni, in quanto determinati dall’interazione tra operatori e istituzioni e dalle relative reazioni a variazioni dei parametri sottostanti al modello. Ignorare questo aspetto risulta particolarmente inappropriato in periodi di tensioni nei mercati, quando i comportamenti divengono uniformi e tendono ad amplificare gli effetti della crisi.

concessione di linee di liquidità o la prestazione di garanzie alle società veicolo, altre esposizioni verso soggetti colpiti dalla crisi (ad esempio, gli *hedge fund*), il possesso diretto di titoli strutturati (CDO e ABCP) per motivi di investimento o *trading*. I canali di contagio della crisi, inoltre, si sono rivelati estesi, coinvolgendo oltre alle banche diversi soggetti tra i quali, recentemente, i cosiddetti *monoline insurer*.

Il dibattito circa i meccanismi correttivi e di prevenzione di crisi future è ancora in corso sia in sede nazionale che in ambito internazionale. In quest'ultimo contesto, lo scorso 7 aprile il Financial Stability Forum (FSF) ha pubblicato un Rapporto, definendo una serie di raccomandazioni, in genere per principi, mirate a favorire, rispettivamente: (1) il potenziamento della vigilanza prudenziale, della trasparenza e delle modalità di valutazione dei prodotti complessi; (2) il miglioramento della trasparenza e della valutazione dei prodotti strutturati; (3) il cambiamento del ruolo delle agenzie di rating; (4) il rafforzamento della risposta al rischio da parte delle autorità di vigilanza; (5) la definizione di meccanismi efficaci per far fronte a situazioni di tensione nei mercati finanziari (Financial Stability Forum, 2008). Il documento, al quale si farà riferimento nel seguito tralasciando i profili che attengono alla vigilanza prudenziale o alle scelte di politica monetaria, identifica le aree che richiedono un intervento assegnando a tutti i soggetti coinvolti – ossia regolatori, operatori del mercato e cosiddetti *standard setter* – il compito di definire adeguate misure correttive. Il Rapporto lascia aperte tuttavia le questioni relative ai meccanismi di *enforcement* nei casi in cui auspica iniziative *market-led* e alle modalità di interazione tra regolatori e forze di mercato.

Un ulteriore contributo al dibattito è stato fornito dall'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) che lo scorso maggio ha pubblicato un rapporto di analisi della crisi e una serie di raccomandazioni funzionali all'emanazione di principi da parte dei Comitati tecnici permanenti competenti sui temi affrontati nel rapporto (in estrema sintesi, trasparenza degli emittenti, gestione dei rischi da parte degli intermediari e valutazione dei prodotti di finanza strutturata; IOSCO, 2008a). Tali principi verranno inclusi negli *standard* utilizzati dalle istituzioni internazionali (Fondo Monetario Internazionale e Banca Mondiale) nell'ambito delle valutazioni periodiche dell'adeguatezza dei sistemi finanziari dei Paesi membri.

2. MECCANISMI CORRETTIVI “ENDOGENI” AL SISTEMA: LA DISCIPLINA DI MERCATO E L'AUTOREGOLAMENTAZIONE

La correzione delle criticità emerse con la crisi *subprime* non passa necessariamente (o esclusivamente) attraverso misure di carattere pubblico. La disciplina di mercato potrebbe rivelarsi in linea di principio sufficiente e iniziative di autoregolamentazione potrebbero costituire un meccanismo correttivo efficace.

La molteplicità di attori coinvolti e l'orientamento ai profitti di breve periodo genera,

tuttavia, problemi di coordinamento ed espone l'autoregolamentazione al rischio di fallimento. Un esempio al proposito è costituito dall'iniziativa, di tipo congiunturale, avviata a fine 2007 da tre banche statunitensi (Citigroup, Bank of America e JP Morgan), appoggiata dal Segretario al Tesoro Usa e mirata alla rilevazione e ristrutturazione dell'attivo di alcune società veicolo allo scopo di proporre agli investitori prodotti più trasparenti e, ove possibile, qualitativamente migliori. Il progetto avrebbe dovuto essere attuato mediante la costituzione di un fondo stimato attorno ai 75 miliardi di dollari; esso non ha tuttavia avuto seguito per le difficoltà incontrate nel reperire le risorse necessarie e lo scarso interesse mostrato dalla gran parte degli istituti di credito.

Una seconda iniziativa, di tipo strutturale, è rappresentata dal codice di condotta adottato di recente dagli *hedge fund* con lo scopo di disciplinare i temi della valutazione del rischio e della trasparenza, che anche prima della crisi *subprime* sono stati segnalati tra gli aspetti più critici del loro operato. Tale codice stabilisce che gli *hedge fund* adottino metodi chiari di valutazione dei prodotti, dichiarino gli attivi poco liquidi o di difficile valutazione detenuti in portafoglio e si dotino di sistemi di *risk management* adeguati, con particolare riferimento al rischio di liquidità. Tuttavia, l'efficacia di questa iniziativa ai fini della prevenzione di future crisi e di controllo del rischio di contagio sistemico è dubbia. L'adozione del codice, infatti, non è obbligatoria, anche se i fondi che non aderiranno dovranno spiegarne il motivo. Non è detto, inoltre, che tale codice stimoli gli *hedge fund* a maturare una certa autonomia dalle informazioni di fonte esterna, e soprattutto dai giudizi delle agenzie di rating nei confronti dei quali mostrano al momento una forte dipendenza, attenuando per questa via i profili di criticità legati, come si è visto, alle incertezze circa la valutazione dei prodotti complessi.

Il FSF riferisce anche delle iniziative dell'American Securitization Forum (ASF) e dello European Securitisation Forum (ESF) per l'elaborazione di schemi di diffusione dell'informativa agli investitori sui *conduit* emittenti di ABCP (sulla falsariga di quanto già prodotto dall'ASF per i cosiddetti *multiseller conduit*); il progetto dell'ESF è stato completato nel giugno scorso con la pubblicazione di un codice di condotta per gli emittenti di ABCP⁷. Un'iniziativa simile è in corso di realizzazione ad opera della Japan Securities Dealers Association, in collaborazione con l'autorità di vigilanza e gli operatori del mercato.

Al codice di condotta in materia di *disclosure* sui titoli ABCP si aggiungono ulteriori misure messe a punto dall'ESF, in collaborazione con altre associazioni di categoria, mirate ad aumentare il livello di trasparenza nei mercati primari e secondari dei prodotti strutturati (Securities Industries and Financial Markets Association – SIFMA, 2008a). Tra queste, si ricordano in particolare due iniziative che rispondono alle sollecitazioni rivolte al mercato dal comitato ECOFIN dell'ottobre 2007: la stesura di linee guida in materia di obblighi di informativa previsti dal cosiddetto terzo Pilastro del Nuovo Accordo di Basilea e la pubblicazione periodica di un rapporto statistico sul mercato dei prodotti strutturati⁸.

⁷ Il codice prevede che gli emittenti di ABCP pubblichino un *memorandum*, destinato al mercato primario, contenente un insieme minimo di informazioni sui prodotti; distribuiscano agli investitori un rapporto, almeno mensile, contenente informazioni sull'entità e sulla composizione delle attività sottostanti, sul totale delle ABCP in essere e sull'ammontare di *credit enhancement* e di linee di liquidità a disposizione del veicolo; organizzino incontri con gli investitori. Le ABCP devono inoltre essere assistite dai rating rilasciati da almeno due agenzie "riconosciute" (SIFMA, 2008).

⁸ Le altre misure, alcune delle quali ancora in corso di completamento, concernono: la definizione di linee guida in materia di informativa differenziata per le varie tipologie di prodotti strutturati; l'accesso ai dati sugli scambi relativi ai

Le iniziative di autoregolamentazione, benché apprezzabili nei contenuti, hanno tuttavia carattere volontario e non garantiscono l'adesione di tutti i soggetti coinvolti: ciò può limitare in modo significativo la capacità del mercato di risolvere le tensioni in modo autonomo e di dotarsi di regole in grado di prevenire crisi future⁹. A prescindere dall'efficacia della disciplina di mercato e dell'autoregolamentazione, inoltre, l'intervento pubblico potrebbe trovare giustificazione nell'esigenza di contenere gli effetti della crisi e i conseguenti costi di aggiustamento, amplificati anche dall'eventuale impatto sull'economia reale. Le misure pubbliche, infine, possono essere articolate secondo un diverso grado di incisività: agli interventi regolamentari, ad esempio, si possono preferire interventi di *moral suasion*, orientati a contenere comportamenti opportunistici degli operatori, ovvero attività di osservazione e se necessario di supporto delle iniziative private.

Con riguardo alla propensione delle banche ad assumere rischi eccessivi, ad esempio, si è suggerito che le autorità di vigilanza esercitino pressioni affinché le banche, e in generale tutti i soggetti coinvolti in operazioni di trasferimento del rischio, trattengano parte del rischio trasferito (se riacquistasse l'intera *tranche junior* dei prodotti strutturati, l'*originator* avrebbe più interesse a migliorare gli standard di erogazione dei crediti sottostanti¹⁰).

Le Autorità di vigilanza possono altresì svolgere un importante ruolo nella prevenzione delle crisi attraverso un atteggiamento proattivo, basato sulla regolare interazione con gli operatori di mercato, volta sia ad identificare rischi e debolezze sia a definire e promuovere opportune misure correttive.

È quanto sottolineato recentemente anche dal FSF soprattutto nell'ambito delle raccomandazioni intese a potenziare l'effettività del controllo dei rischi da parte dei regolatori. In dettaglio, le raccomandazioni mirate a rafforzare la reazione delle autorità di vigilanza ai rischi si articolano in tre gruppi: il primo riguarda la capacità di tradurre in iniziative efficaci l'analisi dei rischi anche attraverso la costante interazione con le forze di mercato, che dovrebbe aver luogo sia a livello nazionale che in seno allo stesso FSF; il secondo concerne lo scambio di informazioni e cooperazione internazionale delle autorità; il terzo attiene al coordinamento dei gruppi di lavoro internazionali.

prodotti ammessi a negoziazione nei mercati regolamentati europei; lo sviluppo di portali per l'accesso ai prospetti dei prodotti strutturati quotati; la creazione di un elenco di emittenti europei di titoli strutturati (RMBS) e manager di CDO presso il sito dell'ESF; la standardizzazione degli schemi di divulgazione dell'informativa agli investitori; la standardizzazione delle definizioni dei prodotti; la definizione di linee guida per la valutazione autonoma dei rischi dei prodotti strutturati da parte degli investitori.

⁹ L'ESF, ad esempio, si è impegnata nella promozione del codice di condotta degli emittenti di ABCP, sottolineandone comunque il carattere volontario. L'associazione ha inoltre puntualizzato che per la maggior parte dei partecipanti al mercato dei prodotti strutturati la contrazione del comparto delle ABCP non è dovuta a mancanza di trasparenza.

¹⁰ Negli ultimi anni, le *tranche junior* sono state spesso collocate sul mercato. In diversi paesi, tuttavia, le autorità di vigilanza hanno frequentemente obbligato gli *originator* a mantenerle in bilancio (si veda European Central Bank, 2008, p. 89). In tal senso si orienta anche la proposta di obbligare gli *arrangers* a trattenere in bilancio una quota dei prodotti strutturati (in particolare, si fa riferimento al 20% dei CDO emessi; si veda European Parliament, 2007; p. 55). Secondo alcuni osservatori, tuttavia, l'obbligo di trattenere parte della *tranche* rischiosa potrebbe risultare inefficace, nella misura in cui l'*originator* ha la possibilità di configurare i prodotti strutturati e quindi di definire anche le dimensioni della *tranche junior*.

3. MECCANISMI CORRETTIVI “ESOGENI” AL SISTEMA (1): LA VIGILANZA

I problemi di coordinamento e la propensione allo *short-termism* degli operatori possono vanificare eventuali meccanismi di disciplina del mercato e/o iniziative di autoregolamentazione (siano esse stimolate o meno dalla *moral suasion* dei regolatori). Le autorità di vigilanza, per contro, potrebbero intervenire efficacemente anche grazie alla molteplicità di strumenti di cui dispongono. Le autorità possono effettuare interventi congiunturali mirati e organici (ad esempio, le manovre delle banche centrali che possono incidere sull’offerta di liquidità e sul livello dei tassi di interesse); possono avvalersi dello strumento della vigilanza (ad esempio, per l’acquisizione di informazioni circa l’esposizione dei soggetti vigilati ai fattori che hanno determinato la crisi); possono intervenire sul piano regolamentare.

Nel presente paragrafo, si approfondiranno le principali criticità che possono (e sono) emerse con riferimento all’esercizio della vigilanza. Nel paragrafo 4 si analizzano invece i temi che potrebbero essere affrontati sul piano regolamentare e sui quali è stata avviata anche una riflessione in ambito internazionale.

3.1 I PROBLEMI DI COORDINAMENTO NELL’ATTIVITÀ DI VIGILANZA

L’azione delle Autorità di vigilanza può trovare un limite rilevante nella frammentazione delle competenze e nelle difficoltà di coordinamento, in ambito sia nazionale che internazionale.

Il tema del coordinamento è da tempo all’attenzione dei Governi e delle Istituzioni internazionali. Già nel 2005 i Ministri delle Finanze dell’Unione Europea e i responsabili delle Banche Centrali avevano stipulato un accordo quadro per la cooperazione in occasione di crisi finanziarie transnazionali. Tale accordo è stato sottoposto ad aggiornamento, e approvato nel marzo 2008, sia con riferimento alla definizione di linee guida per la gestione delle crisi con impatto sistemico, sia ai fini del coinvolgimento delle autorità responsabili per la vigilanza sui mercati di valori mobiliari e sulle assicurazioni¹¹.

Il FSF ha raccomandato alle autorità di vigilanza e alle banche centrali il rafforzamento della cooperazione nella gestione delle crisi di operatori attivi a livello internazionale. Il Rapporto auspica un più intenso ricorso ai collegi dei supervisori (*colleges of supervisors*), introdotti al momento nell’ambito UE in attuazione di accordi fra singole Autorità di vigilanza, in modo da istituire collegi delle più importanti autorità di controllo per ciascuno dei maggiori intermediari finanziari globali entro la fine del 2008¹².

¹¹ Il nuovo testo dell’accordo, inoltre, contempla: (i) comuni principi applicabili alla gestione di crisi con potenziale impatto transnazionale, (ii) l’impegno delle parti ad adattare a livello nazionale l’accordo quadro per la cooperazione nei casi di crisi sistemiche e (iii) specifiche linee guida di carattere pratico da osservare nell’affrontare in concreto le crisi. Un’ulteriore novità concerne la previsione di procedure volte allo scambio di informazioni rilevanti in materia di stabilità finanziaria anche in situazioni di normalità, così da favorire una reazione più solerte delle parti all’eventuale manifestarsi di una crisi.

¹² I *colleges of supervisors* includono i rappresentanti delle autorità di controllo dei paesi in cui un’istituzione

Nel corso del 2007 l'*Interinstitutional Monitoring Group*, costituito dalla Commissione Europea, ha completato la revisione del funzionamento del sistema Lamfalussy formulando alcune raccomandazioni per migliorarne l'efficienza.

La materia è stata trattata anche dal Consiglio ECOFIN nella riunione del 7 dicembre 2007. Il Consiglio non ha ritenuto opportuno procedere ad una revisione totale del sistema della vigilanza sui mercati finanziari europei, valutando sufficiente un rafforzamento degli attuali Comitati di terzo livello (ossia CESR, CEBS e CEIOPS¹³). Le raccomandazioni dell'ECOFIN sono attualmente all'esame dei suddetti Comitati.

Secondo le raccomandazioni dell'ECOFIN, rilevanti sia per la legislazione comunitaria (Livelli 1 e 2) sia per l'attività dei Comitati (Livello 3), le nuove direttive dovrebbero limitare le opzioni concesse agli Stati membri in fase di recepimento, prevedendo forme di armonizzazione massima. La Commissione Europea e i Comitati di livello 3, inoltre, dovrebbero adoperarsi per eliminare le differenze esistenti a livello nazionale in materia di poteri delle autorità di vigilanza e di regimi sanzionatori. Ulteriori raccomandazioni concernono la presentazione, da parte della Commissione Europea, di proposte per rafforzare le modalità operative dei Comitati senza, tuttavia, modificarne l'attuale assetto o ridurre la responsabilità delle autorità di vigilanza nazionali; la valutazione, da parte dei Ministri, delle modalità per introdurre un "mandato europeo" per le autorità di vigilanza che dovrebbe facilitare la cooperazione tra le stesse; la formulazione, da parte dei Comitati, di proposte per migliorare l'adesione agli *standards* di livello 3 senza tuttavia trasformarli in norme vincolanti, nonché la valutazione dell'opportunità di introdurre forme di voto a maggioranza. La Commissione Europea, infine, è stata invitata a valutare l'opportunità di finanziare alcune attività dei Comitati di interesse per l'intera Unione.

Le iniziative in corso nascono dall'esigenza di colmare le carenze di interventi a livello internazionale che, anche e soprattutto in occasione delle crisi, non hanno prodotto sinora esiti pienamente soddisfacenti. Nel caso delle turbolenze legate ai mutui *subprime*, secondo alcuni osservatori il coordinamento delle banche centrali nella provvista di liquidità è stato apprezzabile¹⁴, ma non altrettanto potrebbe dirsi rispetto alla vigilanza informativa, ossia all'acquisizione e alla trasmissione dell'informazione tra autorità.

Sebbene lo sforzo di coordinamento degli interventi a livello internazionale sia stato significativo, infatti, rimane molto da fare per garantire che la collaborazione tra Autorità competenti di diversi paesi consenta una gestione sovranazionale delle crisi. Costituiscono un ostacolo, in tal senso, le divergenze nella vigilanza e nei regimi sanzionatori che, come si

finanziaria opera con sedi secondarie e coadiuvano l'attività di vigilanza del cosiddetto *lead supervisor*, ossia dell'autorità di vigilanza del paese d'origine della sede principale.

¹³ I comitati di coordinamento europeo sono costituiti, come noto, oltre che dal Committee of European Securities Commissions (CESR), dal Committee of European Banking Supervisors (CEBS) e dal Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS).

¹⁴ Il FSF ha tuttavia emanato raccomandazioni anche rispetto a questo tema.

è detto prima, permangono nonostante il processo di armonizzazione normativa in corso. Il potenziamento del ruolo dei Comitati europei e l'eventuale attribuzione di natura vincolante ai relativi standard rappresenterebbero un passaggio decisivo verso il miglioramento dell'efficacia del coordinamento internazionale.

3.2 IL CONFLITTO TRA STABILITÀ E TRASPARENZA

La frammentazione delle competenze tra le autorità di supervisione e regolazione è un tema che si ripropone anche all'interno dei singoli ordinamenti nazionali, con particolare riferimento al *trade-off* tra stabilità e trasparenza. In occasione della crisi *subprime*, infatti, è emersa la tensione fra l'interesse del mercato a ricevere un flusso di informazioni costante, completo e accurato, che consentisse la correzione tempestiva delle decisioni di investimento, e l'esigenza di garantire la stabilità degli intermediari e del sistema nel suo complesso, esigenza che richiede in alcuni casi di preservare un certo grado di opacità, ovvero un ritardo nel rilascio delle informazioni. Un'eccessiva trasparenza può creare i presupposti affinché una temporanea crisi di liquidità di un intermediario si trasformi in una crisi di solvibilità.

Rispetto a questi temi, e nell'ambito delle raccomandazioni mirate a potenziare la cooperazione internazionale tra regolatori, il FSF ha raccomandato alle autorità di vigilanza di passare in rassegna e, ove necessario, chiarire la divisione di responsabilità tra gli organismi di controllo che a livello nazionale sono coinvolti nella gestione della crisi di istituti bancari, anche ai fini della identificazione dei profili di criticità che possono avere rilievo a livello internazionale.

La tensione tra obiettivi contrastanti è stata risolta in modo differente dalle varie autorità nazionali che, in occasione della crisi, sono state coinvolte in operazioni di salvataggio di singoli intermediari: con riferimento al caso di Società Generale, ad esempio, le Autorità francesi hanno concesso alla banca alcuni giorni prima di diffondere al mercato l'informazione sulle perdite in derivati; nel caso della statunitense Bear Stearns, invece, si è seguito un atteggiamento opposto.

Sebbene aiuti a ridurre l'incertezza e possa agire come meccanismo di disciplina, una maggiore trasparenza può risultare, *ex post*, controproducente se l'evento oggetto di divulgazione al pubblico non è ancora definito ovvero se, pur essendo definito, può essere influenzato da decisioni successive alla divulgazione stessa. In altri termini, il conflitto tra stabilità e trasparenza emerge in particolare con riferimento alla pubblicazione di informazioni incomplete, che può accentuare le reazioni del mercato a notizie negative¹⁵.

¹⁵ In occasione della crisi della Northern Rock, ad esempio, la corsa agli sportelli si è avviata subito dopo l'annuncio al mercato della decisione della Bank of England di accordare alla banca l'accesso al finanziamento di ultima istanza. Mentre sono controversi gli effetti della trasparenza successiva a uno stato di crisi, sembrerebbe registrarsi un certo accordo circa gli effetti della trasparenza *ex-ante*. Il regolare adempimento degli obblighi di informativa al pubblico agisce, infatti, come meccanismo di disciplina inducendo le banche ad assumere, *coeteris paribus*, meno rischi. In altri termini, le banche che adempiono agli obblighi di trasparenza rendono pubblici i rischi assunti e sono dunque incentivate a tenere un comportamento più prudente per contenere il costo della raccolta (tanto più elevato quanto maggiore è il peso delle attività rischiose). L'applicazione delle norme di trasparenza avrebbe quindi l'effetto di ridurre, in equilibrio, il tasso di *default* delle banche (si veda Nier, 2005).

Il *trade-off* fra stabilità e trasparenza, inoltre, si pone con enfasi e con implicazioni molto diverse a seconda dei casi concreti e della tipologia dei soggetti coinvolti. Nel caso di emittenti quotati, il conflitto potrebbe risultare meno netto. Gli *stakeholder* di una grande banca quotata interessati alla *disclosure* di eventuali problemi di liquidità, ad esempio, sono, tra gli altri, i depositanti e gli azionisti. Se un' informativa tempestiva può dar luogo a una corsa agli sportelli da parte dei primi, un rinvio può innescare una reazione di sfiducia dei secondi (anche se la banca è economicamente solvibile) e una "fuga" del risparmio dai mercati azionari e obbligazionari (i cui effetti sistemici possono prendere la forma di una riduzione generalizzata dei corsi azionari nel settore bancario). Nel caso di crisi di intermediari di grandi dimensioni e con una forte operatività internazionale, emerge il problema addizionale, forse di importanza preponderante, di valutazione degli effetti di stabilità macro-sistemica.

Di fronte a crisi che investono intermediari di dimensioni medio-piccole, con una scarsa operatività *cross-border* e che difficilmente possono avere ampi effetti sistemici, il conflitto fra stabilità e trasparenza equivale in buona sostanza al conflitto fra le esigenze di protezione dei depositanti rispetto a quelle di protezione degli investitori in azioni e altri strumenti finanziari della banca e di prevenzione di abusi di mercato.

Il *trade-off* fra stabilità e trasparenza presenta tratti differenti non solo a seconda della tipologia dei soggetti coinvolti ma anche a seconda delle caratteristiche della crisi. Nel breve termine, se le turbolenze sono ascrivibili a fattori congiunturali e macroeconomici, indipendenti dal livello di rischio e dunque dalle scelte effettuate dalle banche, l'incremento del livello di *disclosure*, oltre a poter incontrare limiti oggettivi nelle difficoltà di valutazione di informazioni incomplete e nella disponibilità di appropriati sistemi di rilevazione dei dati da parte degli operatori, potrebbe avere effetti destabilizzanti. Se, viceversa, l'esposizione delle banche agli effetti della crisi non è omogenea, allora la diffusione di informazioni al mercato aiuta investitori e depositanti a distinguere le banche in difficoltà da quelle che non lo sono e a contenere, per questa via, l'effetto contagio¹⁶.

La gestione del conflitto tra stabilità e trasparenza avviene all'interno di una singola Autorità nei paesi che hanno adottato il modello del cosiddetto regolatore unico, mentre implica un'intensa collaborazione fra Autorità nei paesi che hanno adottato un modello di separazione delle competenze per finalità (stabilità e trasparenza)¹⁷. Il modello di ripartizione dei ruoli delle Autorità di vigilanza sulla base della finalità dei compiti può dunque consentire di gestire in maniera più trasparente il potenziale conflitto tra i diversi obiettivi, rafforzando i meccanismi di *accountability* delle Autorità di vigilanza nei confronti delle istituzioni politiche, ma può sollevare problemi di coordinamento.

¹⁶ In altri termini, l'impatto della *disclosure* è diverso a seconda che lo *shock* sia sistemico, cioè esogeno alle banche, ovvero anche *bank-specific*.

¹⁷ Il modello del regolatore unico non elimina, tuttavia, le criticità legate alla necessità di un intenso coordinamento con la banca centrale e i Ministeri competenti; il caso Northern Rock, ad esempio, ha fatto emergere tali problemi nell'ambito dei rapporti tra il Tesoro, la Banca d'Inghilterra e la Financial Services Authority (Fsa). Nonostante il ruolo di regolatore unico della Fsa, infatti, la banca centrale inglese è responsabile per la stabilità macro-sistemica e svolge il ruolo di prestatore di ultima istanza, trovandosi dunque nella necessità di accedere alle informazioni sui singoli intermediari.

3.3 LA GESTIONE DELL'INFORMATIVA: TRASPARENZA NEI CONFRONTI DEL PUBBLICO VERSUS DISCLOSURE ALL'AUTORITÀ DI VIGILANZA

Il conflitto tra stabilità e trasparenza, oltre a sollevare i problemi di coordinamento tra Autorità discussi al paragrafo precedente, pone la questione della “gestione” dell’informativa, e cioè se la vigilanza informativa in occasione di una crisi debba sostanziarsi nell’incremento degli obblighi informativi verso il pubblico ovvero verso l’Autorità di vigilanza, che di volta in volta vaglierà l’opportunità di comunicare al mercato (ovvero di chiedere ai soggetti vigilati che vengano divulgate al mercato) le informazioni acquisite.

Alla luce delle argomentazioni ricordate ai paragrafi precedenti, si potrebbe sostenere l’opportunità che le Autorità di vigilanza acquisiscano maggiori informazioni e, prima ancora della *disclosure* al pubblico, valutino di volta in volta l’opportunità di diffonderle. In linea di principio, aumentare gli obblighi di trasparenza nei confronti dei regolatori non può che essere positivo, visto che le reazioni degli investitori alla crisi *subprime* sarebbero state esacerbate dalla percezione che non solo il mercato ma nemmeno le Autorità fossero a conoscenza dell’effettiva distribuzione dei rischi.

La preventiva comunicazione di informazioni *price-sensitive* alle Autorità di vigilanza permetterebbe alle stesse di vagliarne la significatività, nonché i benefici e i costi della divulgazione al pubblico. Rientrano tra i benefici l’incorporazione nelle quotazioni di mercato degli strumenti quotati delle conseguenze dell’esposizione al rischio legato ai mutui *subprime* e tra i costi il rischio che le comunicazioni, non essendo sufficientemente chiare ed esaustive, accentuino le reazioni negative del mercato¹⁸.

La crisi *subprime* ha evidenziato l’importanza per il mercato di disporre di un’informativa sull’esposizione dei soggetti coinvolti, a vario titolo, in operazioni di finanza strutturata non solo tempestiva ma anche completa. Il tema della completezza e della profondità delle informazioni riguarda essenzialmente i contenuti dell’informativa contabile periodica. Quest’ultima, tuttavia, risulta disponibile secondo una tempistica che può risultare incompatibile con l’esigenza delle Autorità di vigilanza di reagire tempestivamente a situazioni di incertezza e di tensioni derivanti da notizie e *rumors* che generano preoccupazione tra gli operatori e possono alimentare abusi di mercato. Sorge quindi l’esigenza di valutare se le Autorità di controllo debbano adoperarsi per ottenere informazioni contabili tramite richieste *ad hoc* ovvero rispettare la tempistica dell’informativa periodica.

¹⁸ Possono costituire oggetto di comunicazione l’accertamento di circostanze alle quali sono collegate significativi oneri immediati o futuri per le banche esposte, 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’obiettivo evidenza di durevole riduzione di valore dei titoli detenuti nel portafoglio delle società quotate.

4. I MECCANISMI CORRETTIVI “ESOGENI” AL SISTEMA (2): LA REGOLAMENTAZIONE

Le criticità emerse nel corso della crisi *subprime* relative soprattutto a profili di trasparenza sono riconducibili, come si è già avuto modo di ricordare, alle carenze informative concernenti la valutazione dei prodotti strutturati e la distribuzione dei rischi tra i soggetti a vario titolo coinvolti in operazioni di finanza strutturata.

4.1 LA TRASPARENZA NELLA VALUTAZIONE DEI PRODOTTI

I profili relativi alla valutazione dei prodotti di finanza strutturata investono i temi del ruolo delle agenzie di rating, dell’informativa resa dagli emittenti (società veicolo) dei prodotti stessi e della liquidità e trasparenza sui mercati secondari.

a) LA VALUTAZIONE DEI PRODOTTI E LE AGENZIE DI RATING

Nelle operazioni di finanza strutturata, il rating svolge un ruolo centrale sul piano informativo a causa di molteplici fattori: la complessità degli strumenti; l’opacità dei SIV, dei *conduit* e dei veicoli che emettono CDO che, non essendo quotati, non sono tenuti al rispetto di obblighi informativi; l’assistenza che le agenzie prestano ai fini della configurazione dell’operazione, mirata al raggiungimento dell’obiettivo di rating che l’*originator* si è prefisso.

Secondo molti osservatori, il miglioramento del patrimonio informativo per il mercato relativamente alle operazioni di finanza strutturata passerebbe per il rafforzamento dell’affidabilità dei giudizi di rating.

I principali temi all’attenzione del dibattito sono le procedure di assegnazione e di revisione del rating (*quality of the rating process*), la preparazione professionale degli analisti delle agenzie in presenza di elevati tassi di *turnover* del personale, i conflitti di interesse e la trasparenza delle metodologie e delle informazioni impiegate.

In particolare, si paventa che i giudizi delle agenzie siano viziati da problemi strutturali che discendono sia dai rapporti tra gli emittenti/*originators* e le agenzie stesse e dai conseguenti conflitti di interessi, sia dalla posizione “monopolistica” delle agenzie rispetto all’informativa sui prodotti e sull’evoluzione della qualità degli attivi sottostanti.

Il tema dei conflitti di interesse assume particolare rilievo anche alla luce del fatto che le operazioni di finanza strutturata generano commissioni pari ormai a più della metà dei ricavi delle agenzie e che l’assegnazione di un rating molto elevato è condizione indispensabile per procedere al collocamento dei prodotti.

Con riguardo al secondo aspetto, l’agenzia che ha assegnato il rating iniziale diviene monopolista dell’informativa sui prodotti a causa della strutturale complessità e opacità degli stessi. Il mercato, infatti, non ha la possibilità di accedere a fonti terze o allo stesso

emittente per ottenere informazioni potenzialmente *price-sensitive*¹⁹.

Le agenzie difendono tuttavia la correttezza del loro operato (argomentando che l'incentivo a preservare il proprio "capitale reputazionale" prevale sugli effetti distorsivi di possibili conflitti di interesse) e il valore informativo del rating (che riflette solo il rischio di credito e non quello di liquidità o di mercato). Esse, inoltre, hanno messo in atto alcune iniziative volte a migliorare la comprensione da parte degli investitori del significato dei giudizi rilasciati e dei criteri di valutazione impiegati.

Alcuni dei temi citati, come noto, sono già stati affrontati dai regolatori in ambito internazionale quando a seguito degli scandali societari che avevano travolto diversi emittenti statunitensi ed europei si era avvertita l'esigenza di valutare se e come regolamentare le agenzie di rating. La soluzione prescelta in quella circostanza è stata l'autodisciplina: la IOSCO, in particolare, ha emanato nel 2004 un codice di condotta e il CESR procede, con cadenza annuale, a valutarne l'applicazione da parte delle agenzie che hanno dichiarato di aderirvi²⁰.

La Direttiva sui requisiti di capitale, inoltre, prevede una procedura di riconoscimento delle agenzie esterne di valutazione finalizzata a consentire alle banche l'utilizzo dei relativi rating nell'ambito della determinazione dei coefficienti di ponderazione per il calcolo dei requisiti patrimoniali. Ai fini del riconoscimento, oltre ai profili di reputazione sul mercato da parte delle agenzie, rilevano la valutazione sull'oggettività e la trasparenza delle metodologie adottate, l'indipendenza e le procedure di verifica periodica dei giudizi emessi.

La normativa esistente, sebbene di recente emanazione, viene tuttavia percepita come insufficiente ai fini della risoluzione dei profili di criticità prima ricordati. È pertanto in corso un'intensa attività di riflessione circa la possibilità di introdurre controlli più cogenti di quelli attuali. Le modalità di attuazione di tali controlli spaziano, nelle proposte formulate o attuate sinora, dall'autoregolamentazione alla regolazione pubblica.

Nell'ambito dei contributi al dibattito rivenienti dal mercato, il SIFMA ha elaborato di recente alcune raccomandazioni che insistono sui temi della trasparenza del processo di rating, della convergenza degli approcci di regolamentazione e vigilanza nazionali e della comprensione delle caratteristiche e dei limiti dei giudizi da parte degli investitori (SIFMA, 2008b). Tali raccomandazioni auspicano, inoltre, la costituzione di un organismo composto da operatori di mercato con funzioni consultive nei confronti di regolatori e legislatori.

¹⁹ Sul piano sostanziale, la crisi *subprime* ha alimentato le critiche circa la correttezza dei giudizi e delle metodologie impiegate visto che, come già accaduto in altre occasioni, le revisioni al ribasso dei giudizi (soprattutto quelli relativi alle *tranche* a rating più basso) sono state effettuate in ritardo rispetto al manifestarsi dei primi importanti segnali di deterioramento della qualità dei mutui residenziali *subprime*. Tale ritardo ha accresciuto la percezione da parte del mercato delle difficoltà di valutazione dei prodotti strutturati, alimentando dubbi sulla affidabilità delle stesse agenzie. Come documentato in un recente rapporto dell'AMF, inoltre, buona parte delle revisioni al ribasso dei rating è coincisa con variazioni nelle metodologie di valutazione (AMF, 2006).

²⁰ La verifica del livello di *compliance* al codice Iosco, nonché la ricognizione delle modifiche intervenute nella regolamentazione e supervisione nazionali delle agenzie di rating, è stata condotta dal CESR a partire dal 2006, anno al quale risale la pubblicazione del primo rapporto (CESR, 2006).

Nell'alveo delle iniziative di carattere pubblico, il CESR, in occasione della pubblicazione del secondo rapporto sull'adesione al Codice di condotta IOSCO, ha proposto alla Commissione Europea un approccio articolato in più fasi, essendo la fase più cogente consigliata nel caso di fallimento della fase meno invasiva (CESR, 2008b). La prima fase suggerita dal CESR contempla l'istituzione di un organismo internazionale (o quanto meno attivo nell'ambito dell'Unione europea) che definisca opportune regole di condotta e ne controlli l'applicazione da parte delle agenzie. Tale organismo dovrebbe essere composto da rappresentanti degli operatori di mercato (investitori, emittenti e imprese di investimento) e delle agenzie di rating (la cui partecipazione sarebbe tuttavia limitata solo all'attività di *standard setting*); qualora esso fosse operativo solo a livello UE, il CESR potrebbe verificarne l'attività con cadenza periodica. Nel caso di fallimento dell'iniziativa, si reputa indispensabile l'intervento regolamentare e l'eventuale istituzione di un'autorità di vigilanza sovranazionale²¹. La proposta in discorso appare tuttavia superata in seguito alla consultazione avviata dalla Commissione Europea di cui si dirà tra breve, avente ad oggetto tra l'altro un progetto di regolamentazione delle agenzie di rating.

Il CESR ha operato in stretta collaborazione con la IOSCO e con la statunitense SEC, che, seppure nell'ambito di approcci differenti (rispettivamente, l'autoregolamentazione e la regolazione pubblica), hanno proposto interventi che rivelano condivisione circa l'identificazione delle aree di maggiore criticità e il contenuto delle possibili misure correttive.

In particolare, la IOSCO ha pubblicato nel maggio scorso le modifiche al codice di condotta del 2004, intervenendo in modo sostanziale sui temi relativi a qualità e integrità del processo di attribuzione del rating; indipendenza e conflitti d'interesse; responsabilità delle agenzie nei confronti degli investitori e degli emittenti (IOSCO, 2008b)²².

La SEC ha altresì proposto talune modifiche alle *rules* adottate in attuazione del Rating Agency Reform Act del 2006²³, allo scopo di contenere i conflitti di interesse,

²¹ Il CESR ha inoltre formulato talune raccomandazioni in materia di trasparenza del processo di rating dei prodotti di finanza strutturata, competenza e indipendenza degli analisti, controllo e revisione del rating, conflitti di interesse.

²² Con riferimento alla qualità e integrità del processo di rating, le modifiche principali prevedono, tra l'altro, che le agenzie: proibiscano agli analisti di assistere l'emittente nella configurazione del prodotto strutturato oggetto di valutazione da parte dell'agenzia; garantiscano un'adeguata qualità delle informazioni utilizzate a supporto del rating e ne evidenzino le limitazioni nel caso di scarsa profondità della serie storica dei dati impiegati; istituiscano una funzione indipendente per la revisione periodica delle metodologie di attribuzione del giudizio; assicurino obiettività nel processo di revisione e di potenziale abbassamento del rating di prodotti di finanza strutturata. Sul tema dell'indipendenza e dei conflitti d'interesse, si prevede che le agenzie di rating: definiscano specifiche procedure per la revisione del lavoro degli analisti che lasciano l'agenzia per prestare la propria attività a favore di un emittente oggetto di rating o di un'impresa finanziaria con la quale l'agenzia mantiene rapporti qualificati; mettano in atto revisioni periodiche delle politiche di remunerazione dei dipendenti; rendano noto se un cliente rappresenta più del 10% del fatturato annuale dell'agenzia; definiscano ciò che è (o non è) considerato attività accessoria. In tema di responsabilità nei confronti degli investitori e degli emittenti, infine, i cambiamenti richiesti prevedono, tra l'altro, che le agenzie: pubblicino statistiche sulla *performance* dei giudizi emessi, in un formato standardizzato in modo da rendere agevole per gli investitori il confronto tra diverse agenzie; differenzino i rating dei prodotti strutturati da quelli relativi agli altri prodotti, anche attraverso l'uso di una apposita simbologia; rendano note le metodologie adottate per l'attribuzione di un determinato rating.

²³ Il Rating Agency Reform Act del 2006 ha emendato il Securities Exchange Act del 1934 specificando i requisiti che devono essere soddisfatti affinché un'agenzia di rating possa essere registrata dalla SEC come Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) e attribuendo alla SEC poteri di vigilanza informativa e ispettiva. È espressamente vietata, invece, la regolamentazione degli aspetti sostanziali delle procedure e delle metodologie di

aumentare la trasparenza del rating e delle metodologie impiegate e disciplinare le *business practice* delle agenzie (SEC, 2008)²⁴. Tali proposte scaturiscono dalle risultanze della verifica delle responsabilità delle maggiori agenzie nell'evoluzione della crisi *subprime*: secondo quanto rilevato dalla SEC, la crescita del comparto dei prodotti strutturati legati ai mutui residenziali rischiosi e il conseguente maggiore coinvolgimento delle agenzie non sono stati accompagnati da un adeguato potenziamento delle risorse umane, delle metodologie e delle procedure interne di valutazione; la documentazione relativa ad aspetti significativi del processo di rating è spesso carente o inesistente; il processo di verifica (e di eventuale revisione) del rating appare meno robusto di quello adottato in sede di rilascio iniziale del giudizio; i conflitti di interesse sono stati, talvolta, gestiti in modo inappropriato.

Sui temi citati, ossia la qualità del processo di rating e i conflitti di interesse, l'informativa fornita dalla agenzie in sede di rilascio e in occasione delle successive revisioni del giudizio, la qualità delle informazioni utilizzate, il ruolo del rating nelle decisioni di investimento degli operatori e nella regolamentazione, insistono anche le raccomandazioni del FSF.

Con riferimento al primo aspetto, il FSF raccomanda che le agenzie modifichino i rispettivi codici di condotta conformemente alle indicazioni della IOSCO e diano evidenza delle misure poste in atto per preservare la qualità del processo di rating. Le agenzie, inoltre, dovrebbero rendere chiara la differenza tra la stabilità dei giudizi rilasciati, rispettivamente, per i titoli obbligazionari ordinari e gli strumenti di finanza strutturata²⁵, nonché aumentare la *disclosure* iniziale e *ongoing* circa la stabilità del rating, le ipotesi ad esso sottostanti, le limitazioni derivanti dalla insufficiente disponibilità di dati o da modelli non verificati.

Tra le raccomandazioni del FSF, risultano certamente innovative rispetto alle misure proposte a livello internazionale o attuate in ambito nazionale quelle tese ad assegnare alle agenzie il compito di valutare la qualità dei dati impiegati e la *due diligence* svolta dai soggetti coinvolti nelle operazioni di finanza strutturata²⁶, nonché quelle mirate a responsabilizzare gli investitori attraverso la richiesta di sviluppare sistemi interni di analisi dei rischi (anche mediante l'applicazione di *standard* e linee guida che dovrebbero essere elaborati dalle associazioni di categoria) ovvero di astenersi dagli investimenti dei quali non sono in grado di valutare il rischio.

valutazione.

²⁴ Le proposte insistono sugli aspetti che hanno dato impulso all'attività di revisione del codice di condotta IOSCO e mirano a garantire l'obiettività e l'indipendenza del rating, nonché a fornire agli investitori le informazioni utili e necessarie per maturare un giudizio indipendente circa la qualità del giudizio e l'operato delle agenzie.

²⁵ I prodotti strutturati hanno come sottostante un portafoglio di attività che, per effetto della diversificazione e in condizioni di mercato "normali", tende ad essere più stabile dei singoli attivi e quindi di un titolo obbligazionario ordinario. Il rating di tale portafoglio, tuttavia, esibisce una maggiore volatilità rispetto a shock macroeconomici che colpiscono tutti gli attivi, tendendo dunque ad essere più instabile, in presenza di turbolenze di mercato, del giudizio relativo a un titolo obbligazionario ordinario. Tali differenze potrebbero emergere con chiarezza se le agenzie utilizzassero, ad esempio, una scala o comunque una simbologia dei rating distinta per i prodotti strutturati.

²⁶ In tema di *due diligence* effettuata dai soggetti coinvolti nella configurazione di un prodotto strutturato, la SEC ha proposto di includere tra i requisiti che devono essere soddisfatti dalle agenzie registrate come NRSRO anche la *disclosure* circa le modalità con le quali le informazioni e le verifiche della qualità degli attivi sottostanti compiute dagli *originators* sono incorporate nel processo di rating.

Il raggiungimento di una maggiore autonomia degli investitori rispetto al giudizio delle agenzie di rating consentirebbe di ridurre il monopolio di queste ultime e stimolerebbe una maggiore trasparenza delle valutazioni dei prodotti complessi. In questa ottica, il FSF raccomanda ai regolatori e alle autorità di vigilanza di verificare che il ruolo assegnato al rating nella regolamentazione non sia tale da incoraggiarne l'utilizzo acritico da parte degli investitori²⁷.

In ambito europeo, l'incertezza circa le modalità di intervento, ossia autoregolamentazione *versus* regolazione pubblica, sembrerebbe essere stata risolta a favore di un approccio cogente: il Consiglio ECOFIN dell'8 luglio scorso, infatti, ha chiesto alla Commissione europea di elaborare proposte per l'attuazione, anche in ambito UE, di un regime di registrazione e monitoraggio delle agenzie di rating simile a quello introdotto dalla legislazione statunitense; il Consiglio si riserva di esaminare tali proposte nel prossimo autunno.

La Commissione europea ha dato seguito alla richiesta dell'ECOFIN diffondendo due documenti di consultazione lo scorso 31 luglio²⁸: il primo definisce una proposta di regolamentazione delle agenzie; il secondo prevede possibili iniziative tese a limitare l'impatto sulle decisioni dei partecipanti al mercato delle norme che, in ambito comunitario, fanno riferimento al rating (European Commission, 2008)²⁹.

La proposta di regolamentazione delle agenzie, che nella forma definitiva potrebbe assumere la veste di una direttiva ovvero di un regolamento (quest'ultimo di immediata applicazione nei paesi membri), include sia la definizione di una serie di requisiti che dovrebbero essere soddisfatti da un'agenzia che intenda essere autorizzata ad operare nell'ambito dell'Unione europea, sia due opzioni di articolazione del processo di autorizzazione e vigilanza ed *enforcement*. In particolare, le opzioni individuate dalla Commissione prevedono, alternativamente: il rafforzamento del ruolo di coordinamento del CESR che agirebbe in collaborazione con un'Autorità competente, designata dai paesi membri in base al principio del paese di origine e principale responsabile della vigilanza (*National authorisation and supervision process*); l'istituzione di un'Autorità europea (CESR o nuovo organismo) responsabile dell'autorizzazione dell'agenzia e della designazione della autorità del paese di origine, ma non della vigilanza ed *enforcement*, che rimarrebbero di competenza dei regolatori nazionali (*Community authorisation via an Agency combined with supervision by national Regulators*)³⁰. Taluni contenuti della proposta, in particolare quelli relativi all'architettura del sistema di vigilanza, verranno definiti anche in base agli esiti della consultazione e in funzione dell'opzione prescelta.

²⁷ In particolare, richiedere che le agenzie i cui rating possono essere utilizzati ai fini dell'adempimento di specifici obblighi regolamentari garantiscano adeguati livelli di *disclosure* sulla qualità e l'evoluzione dei giudizi rilasciati contribuirebbe a stimolare la competizione nel mercato dei servizi di valutazione del rischio di credito.

²⁸ La consultazione, che dovrebbe chiudersi entro il prossimo 5 settembre, mira a raccogliere commenti sui possibili costi e benefici delle proposte, con particolare riferimento ai costi di *compliance* e all'impatto sulla concorrenza.

²⁹ Gli esempi in tal senso sono numerosi e spaziano dalla disciplina dei limiti agli investimenti di taluni investitori istituzionali alle recenti regole sui requisiti patrimoniali delle banche introdotte dal Nuovo Accordo di Basilea.

³⁰ I criteri in base ai quali individuare l'autorità competente per paese di origine farebbero riferimento soprattutto al luogo in cui l'agenzia svolge la propria attività in misura dominante; potrebbe rilevare, inoltre, anche l'ubicazione della sede principale dell'agenzia.

Il secondo documento della Commissione europea formula tre proposte, non necessariamente incompatibili, per limitare l'influenza del rating sulle decisioni di investimento dei partecipanti al mercato. La prima consiste nel richiedere agli investitori sofisticati e vigilati di fare affidamento, soprattutto per gli investimenti di maggiore entità, sui propri sistemi interni di valutazione del rischio. La seconda prevede l'obbligo di pubblicare, assieme al rating, anche un "health warning" che illustri i rischi specifici dell'investimento nel prodotto assistito dal rating. L'ultima contempla la possibilità di verificare l'opportunità di modificare le norme che contengono riferimenti al rating se queste hanno l'effetto, ovvero il potenziale effetto, di generare negli investitori una eccessiva dipendenza dal giudizio delle agenzie.

L'iniziativa della Commissione europea sembrerebbe sancire, quindi, una convergenza di opinioni circa l'insufficienza dell'autoregolamentazione e l'opportunità di un incisivo intervento pubblico. Essa, inoltre, nella misura in cui darà luogo alla sostanziale revisione delle norme *rating-based*, potrebbe superare le obiezioni di quanti ritengono inefficace qualsiasi disciplina che non venga accompagnata dalla rimozione di ogni riferimento ai rating dalle norme regolamentari di trasparenza e stabilità³¹. Secondo alcuni osservatori, infatti, tali norme modificano il ruolo delle agenzie da quello di intermediario dell'informazione a quello di venditore di "licenze regolamentari", accentuando gli incentivi a comportamenti opportunistici da parte di tutti gli attori coinvolti nel processo di rating. È coerente con questo approccio la recente iniziativa della SEC, che il 1° luglio 2008 ha proposto l'eliminazione di svariate norme "rating-based".

b) INFORMATIVA SUI PRODOTTI STRUTTURATI

La "costruzione" dei prodotti di finanza strutturata comporta la partecipazione di molteplici soggetti che concorrono ad allungare la "catena" che unisce, ai capi estremi, l'*originator* e gli investitori finali. Tale fenomeno, oltre a contribuire all'indebolimento degli incentivi a valutare rigorosamente il merito di credito e a monitorare la capacità di rimborso del prenditore di fondi da parte dell'*originator*, ha altresì un impatto negativo sulla trasparenza. La conseguente "dispersione" di informazione si ripercuote sulla valutazione del prodotto strutturato, anche per le stesse agenzie di rating, rendendo sempre più complicato ricostruire l'evoluzione della qualità degli attivi sottostanti.

L'accesso a informazioni *price sensitive* sulle caratteristiche fondamentali dei titoli e sulla struttura stessa delle operazioni di cartolarizzazione³² è dunque particolarmente complesso e costoso; ne consegue, come già ricordato, che l'agenzia che ha assegnato il rating iniziale diviene un sostanziale monopolista dell'informativa sul titolo e sull'evoluzione della qualità degli attivi sottostanti.

³¹ Il tema non è nuovo: i contributi accademici, prevalentemente di stampo *law&economics*, che auspicano l'eliminazione di norme "rating-based" della regolamentazione dei mercati finanziari risale agli anni Novanta del secolo scorso e trova i maggiori sostenitori in Portes e Partnoy. Per una sintesi recente delle rispettive posizioni si vedano Partnoy (2006) e Portes (2008).

³² Tra queste, si ricordano l'informativa analitica sui crediti sottostanti, le garanzie e i rapporti fra la società veicolo e l'*originator*, eventuali opzioni previste nell'operazione, *covenants* o clausole che modificano il sistema di garanzie alla base dei titoli emessi al verificarsi di determinati eventi.

Il FSF ha raccomandato che le autorità di vigilanza insieme agli operatori del mercato (ossia tutti i soggetti che, a vario titolo, partecipano a operazioni di finanza strutturata incluse le agenzie di rating) potenzino l'informazione sui prodotti e sugli attivi sottostanti, sia nella fase iniziale che su base continuativa. Gli investitori, inoltre, dovrebbero ottenere migliori informazioni sulle caratteristiche di rischio degli attivi cartolarizzati: il Rapporto prevede che emittenti e *originators* dei prodotti di finanza strutturata rendano disponibili agli investitori e alle agenzie di rating i risultati della *due diligence* eseguita sugli attivi.

In alternativa all'approccio delineato dal FSF, soprattutto se si ritengono significativi gli ostacoli all'applicazione spontanea delle relative raccomandazioni da parte degli operatori di mercato, si potrebbe riflettere sull'opportunità di adottare specifiche misure regolamentari (o di sollecitare iniziative di *self-regulation*), imponendo in capo alla società veicolo emittente obblighi informativi sia iniziali che di tipo continuo, ossia sull'evoluzione della qualità degli attivi e su ogni altro elemento suscettibile di influenzare il prezzo dei titoli emessi a fronte della cartolarizzazione (anche quando le operazioni di cartolarizzazione sono rivolte esclusivamente a investitori professionali).

Ciò permetterebbe agli investitori istituzionali di accedere – agevolmente e a costi ragionevoli – a fonti informative che consentano loro di pervenire ad un giudizio autonomo e indipendente, rispetto a quello espresso dalle agenzie di rating, sul grado di rischio dei titoli.

La desiderabilità di una regolamentazione pubblica sull'informativa iniziale e periodica da parte dell'emittente non è però scontata, e il giudizio finale dipende dal bilancio fra benefici e costi. Il beneficio più importante riguarda la possibilità di spezzare il monopolio informativo delle agenzie di rating e di introdurre maggiore competizione fra gli analisti; inoltre, gli investitori potrebbero usare le informazioni per inferire altri tipi di rischi oltre a quello di credito, quali il rischio di liquidità e di volatilità dei prezzi, rischi la cui importanza si è pienamente manifestata nel corso della crisi *subprime*.

Dal lato dei costi, vi è l'eventuale penalizzazione dello sviluppo del settore delle cartolarizzazioni, con potenziali effetti negativi sulla stessa solidità del sistema bancario. Potrebbe inoltre risultare difficile giustificare una regolamentazione pubblica sulla *disclosure* per operazioni di sollecitazione che non coinvolgono risparmiatori al dettaglio ma solo investitori professionali, potenzialmente in grado di autotutelarsi. E ciò anche alla luce del fatto che tutta la *mandatory disclosure* (di fonte *securities regulation*) è incentrata sulla tutela degli investitori *retail*, ovunque essendo esentate le operazioni riservate a investitori qualificati.

c) LIQUIDITÀ E TRASPARENZA DEI MERCATI SECONDARI

In seguito all'aumento dei tassi di insolvenza relativi ai mutui *subprime* e alla crisi del mercato immobiliare statunitense, si è registrata, come noto, una brusca contrazione della liquidità sui mercati secondari dei titoli riconducibili alla cartolarizzazione dei mutui

ipotecari. La mancanza di prezzi significativi espressi dai mercati secondari ha alimentato condizioni di incertezza informativa che ben presto hanno contagiato anche i titoli strutturati non *subprime*.

La crisi ha dunque posto tra le priorità dell'agenda dei regolatori la questione relativa allo sviluppo di mercati secondari liquidi ed efficienti. Il FSF, tuttavia, ha affrontato solo marginalmente il tema, limitandosi a raccomandare alle autorità di vigilanza di esplorare, con il contributo dei partecipanti del mercato, la possibilità di definire un regime di trasparenza *post-trade* di prezzi e volumi negoziati per i prodotti strutturati.

L'introduzione di misure di trasparenza *post-trade* non può prescindere da una valutazione preliminare dei relativi costi e benefici. In linea di massima, si registra un certo consenso sul fatto che una maggiore trasparenza *post-negoziata* comporterebbe: una maggiore efficienza nel processo di *price discovery*, rendendo l'informazione su prezzi e volumi scambiati disponibili a tutte le tipologie di investitori (istituzionali e *retail*); una riduzione dei costi di negoziazione (legata soprattutto a un incremento della concorrenza tra *dealers*); una maggiore omogenità nella valutazione dei prodotti; un più agevole adempimento degli obblighi di *best execution* da parte degli intermediari e dunque un aumento del livello di protezione degli investitori; un miglioramento dei processi di consolidamento dei dati in presenza di frammentazione degli scambi.

Tali benefici non sono tuttavia scontati. Le indicazioni che emergono al proposito dalla letteratura economica sono talvolta discordanti data la difficoltà di isolare gli effetti ascrivibili a differenze nei regimi di trasparenza dagli effetti riconducibili a differenze di natura istituzionale e di microstruttura³³. Le evidenze empiriche più rilevanti si riferiscono all'esperienza statunitense, che ha conosciuto tra l'altro importanti evoluzioni del regime di trasparenza *post-trade* degli scambi obbligazionari: secondo tali evidenze, l'incremento delle condizioni di trasparenza avrebbe determinato una significativa contrazione dei costi di negoziazione³⁴. Le differenze tra sistemi finanziari non consentono, tuttavia, di trasporre acriticamente l'esperienza statunitense al contesto europeo. Le condizioni di trasparenza iniziali nel mercato Usa, ad esempio, erano inferiori rispetto a quelle attualmente esistenti nei mercati europei e ciò ha verosimilmente amplificato l'impatto positivo delle innovazioni nel regime di trasparenza *post-trade*; la partecipazione dei piccoli investitori, inoltre, è più

³³ Gemill (1996), ad esempio, pur trovando evidenza a sostegno del fatto che l'adempimento degli obblighi di trasparenza *post-trade* conduce a *bid-ask spreads* più contenuti per gli scambi di blocchi, non è in grado di verificare in quale misura tale risultato sia influenzato da differenze nella volatilità dei prezzi. Gli studi sperimentali superano questo inconveniente, in quanto sono condotti in un contesto controllato. Bloomfield e O'Hara (1999), tra gli altri, mostrano che in un mercato *quote driven* la trasparenza *post-trade* determina un aumento dell'efficienza informativa e una riduzione dei profitti dei *dealers*, ma può condurre anche a un aumento del *bid-ask spread*; inoltre, gli operatori informati sono disposti a pagare un premio per occultare le proprie transazioni. Flood *et al.* (1997) ottengono risultati parzialmente concordanti con quelli di Bloomfield e O'Hara: la trasparenza *post-trade* migliora il processo di *price discovery* e favorisce gli operatori non informati a svantaggio di quelli informati.

³⁴ Nel 2002, il NASD ha lanciato il Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE), che consolida i dati *post-trade* delle transazioni sui titoli obbligazionari *corporate* del mercato OTC statunitense ricevuti dai *brokers* e dai *dealers* aderenti al NASD. Bessembinder *et al.* (2006) stimano una riduzione dei costi di transazione per le obbligazioni cui si riferiscono gli obblighi di trasparenza pari al 50%; tale riduzione sembrerebbe maggiore per gli investitori istituzionali rispetto a quella documentata per gli investitori *retail*. Goldstein *et al.* (2007), invece, trovano che l'effetto della trasparenza varia significativamente con la dimensione della transazione, risultando nullo per i titoli sottili e massimo per le dimensioni intermedie.

disomogenea in Europa di quanto non accada negli Usa³⁵.

Questi aspetti rilevano anche ai fini della individuazione della relazione tra liquidità e trasparenza, relazione complessa e dipendente dalla forma di mercato e dalla tipologia di investitore prevalente. Una maggiore trasparenza, infatti, da un lato attira più investitori non informati (ossia i piccoli investitori) determinando dunque un aumento della liquidità; dall'altro scoraggia la partecipazione degli operatori informati, in quanto ne erode i profitti, riducendo quindi la liquidità e l'efficienza del processo di *price discovery*. Uno studio recente mostra, tuttavia, che ai fini della valutazione dell'impatto della trasparenza *post-trade* sulla liquidità è opportuno prendere in considerazione anche fattori congiunturali: nei periodi di crisi, in particolare, l'accentuarsi di fenomeni di *herding behaviour*, ossia della tendenza degli operatori a comportarsi in maniera omogenea, fa sì che l'assenza di adeguate misure di trasparenza *post-negoziato* acuisca le crisi di liquidità, comportando un incremento delle condizioni di asimmetria informativa tra acquirenti e venditori³⁶.

L'introduzione di misure di trasparenza *post-trade* coinvolge dunque problematiche che toccano l'individuazione di un equilibrio fra trasparenza e liquidità del mercato e fra trasparenza ed incentivi economici degli intermediari. Questi temi sono stati di recente affrontati anche in ambito nazionale, in occasione della definizione del regime di trasparenza per gli strumenti *non equity*: in quella circostanza si è scelto un approccio "flessibile" che, accanto agli obblighi di *reporting*, lascia agli operatori 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.

Tale "flessibilità" potrebbe riproporsi anche con riferimento ai prodotti strutturati, rispetto ai quali condizioni di maggiore trasparenza potrebbero essere stimulate sia ripensando, nel quadro della MiFID, la disciplina sulla trasparenza *post-trade* per gli strumenti *non equity*, sia richiedendo la diffusione di informazioni *price-sensitive* agli stessi emittenti dei prodotti, come prospettato nel paragrafo precedente.

Per esplicitare appieno i suoi effetti positivi, la trasparenza sugli scambi dei titoli strutturati dovrebbe essere accompagnata, tuttavia, da una maggiore standardizzazione dei prodotti, che non può che risultare da iniziative volontarie dell'industria. La combinazione di trasparenza *post-trade* e standardizzazione avrebbe, tra l'altro, l'effetto di favorire un maggior grado di autonomia degli investitori rispetto alle valutazioni delle agenzie di rating nonché una maggiore informazione circa la distribuzione del rischio tra gli attori del mercato.

4.2 TRASPARENZA SULLA DISTRIBUZIONE DEI RISCHI

La crisi dei mutui *subprime* ha messo in evidenza l'importanza per il mercato di un'informativa contabile completa sull'esposizione degli emittenti quotati (in prevalenza banche e assicurazioni) ai rischi derivanti dalla partecipazione a operazioni di

³⁵ Si veda Anolli e Petrella (2007).

³⁶ Si veda Lagana *et al.* (2006).

cartolarizzazione e dal possesso di prodotti strutturati. Il tema riveste un profilo più generale rispetto a quello riguardante l'informativa continua e la relativa gestione in corrispondenza di situazioni di tensione di singoli intermediari (parr. 3.2 e 3.3), anche se spesso la tempistica con la quale sono disponibili i dati contabili non è allineata con le esigenze informative del mercato.

In tale contesto, assumono rilievo i contenuti dell'informativa contabile periodica e l'adeguatezza dei principi contabili internazionali rispetto alle esigenze informative sollecitate da una crisi come quella *subprime*.

a) L'INFORMATIVA CONTABILE SULL'ESPOSIZIONE DEGLI INTERMEDIARI IN QUALITÀ DI *ORIGINATOR* O DI PARTECIPANTI ALLE OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE

Sul piano della trasparenza e della rappresentazione dei rischi assunti, le regole dettate dagli IAS/IFRS in materia di operazioni di cartolarizzazione tradizionali sono chiare. In particolare, esse escludono la cosiddetta *derecognition* degli attivi ceduti, potendo l'*originator* 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 si configurano come forme di *continuing involvement*).

Non è certo tuttavia che tali regole siano applicabili alle cartolarizzazioni più complesse, soprattutto quando non risulta agevole individuare una singola banca sulla quale possono ricadere i principali rischi e benefici dell'operazione³⁷. Nei casi in cui le società veicolo rimangono al di fuori del perimetro di consolidamento degli intermediari che in qualità di *originator* o fornitori di liquidità o garanzie partecipano alla cartolarizzazione, si manifesta un disallineamento tra rappresentazione contabile e sostanza economica della distribuzione dei rischi.

Un problema rilevante è rappresentato dal fatto che la regolamentazione per principi su cui si basano gli Ias/Ifrs lascia un elevato margine di discrezionalità agli *originator* (ovvero ai soggetti comunque esposti verso una società veicolo) e ai revisori circa la valutazione concreta della ricorrenza dei presupposti dell'obbligo di consolidare il veicolo, visto il generico riferimento alla permanenza in capo all'emittente di sostanziali rischi e/o benefici. Inoltre, la valutazione dei rischi derivanti dai rapporti con una società veicolo può cambiare in funzione dell'evoluzione delle condizioni di mercato, lasciando agli emittenti ulteriori margini di discrezionalità circa la valutazione della ricorrenza dei presupposti per il

³⁷ Ad esempio, nella struttura cosiddetta *multi-seller* – dove cioè una singola società veicolo raccoglie crediti o attivi di una pluralità di banche *originator* (si veda l'Appendice) - il numero di soggetti coinvolti può essere talmente elevato, e il conseguente frazionamento dei benefici e dei rischi talmente esteso, da sottrarre l'operazione a obblighi di consolidamento in capo agli intermediari che a vario titolo vi partecipano. Mentre tale frazionamento ricorre senz'altro dal lato degli *originators*, non è detto che si presenti dal lato dei soggetti che intervengono come fornitori di liquidità e di linee di credito, potendo essere tale ruolo svolto da un singolo intermediario. Anche nella struttura *single seller*, in cui è individuabile un unico *originator*, il fornitore di liquidità e/o di supporto di credito potrebbe essere un intermediario diverso dall'*originator*, e dunque anche in questo caso la ricorrenza dei presupposti per il consolidamento della società veicolo in capo a tali soggetti non è pacifica.

consolidamento. È possibile, quindi, che emittenti (e revisori) differenti decidano diversamente pur operando in condizioni simili,

Il FSF raccomanda che lo IASB affronti il tema dell'informativa contabile in materia di veicoli fuori bilancio in tempi rapidi, eventualmente anche in collaborazione con altri *standard setter* (quali lo statunitense Financial Accounting Standard Board – FASB) ai fini di una convergenza degli standard: sembra tuttavia arduo che tale convergenza possa realizzarsi a breve, visto che i due organismi citati (ossia IASB e FASB) seguono un approccio diverso nella definizione delle regole (rispettivamente, per principi e di dettaglio).

In relazione al tema del consolidamento delle società veicolo, potrebbe essere opportuno valutare se mantenere l'impostazione per principi degli Ias/Ifrs, oppure se siano necessarie regole di maggiore dettaglio che limitino i margini di discrezionalità e garantiscano maggiore uniformità di applicazione (al costo peraltro di agevolare forme di elusione).

Le disposizioni del Nuovo Accordo di Basilea in materia di trasparenza (cosiddetto Terzo Pilastro o Disciplina di mercato), recepite nelle Direttive sui requisiti di capitale, potrebbero contribuire ad aumentare l'informativa circa l'assunzione di rischi da parte delle banche a seguito della partecipazione a operazioni di finanza strutturata³⁸.

Tali disposizioni potrebbero tuttavia non essere sufficienti. Anzitutto, il Terzo Pilastro è il più debole tra le prescrizioni dell'Accordo anche in termini di *enforcement* e non è detto che permetta di raggiungere l'uniformità di informativa resa dalle banche che è il presupposto della trasparenza quale meccanismo di disciplina³⁹. In secondo luogo, le banche sono tenute a diffondere solo informazioni aggregate sulle varie tipologie di esposizioni (titoli acquistati, concessione di linee di liquidità, supporto di credito, etc.). La frequenza dell'informativa, inoltre, è annuale: non è previsto alcun obbligo di informativa continua, che sarebbe invece di rilievo con riferimento, ad esempio, all'evoluzione della qualità delle attività cartolarizzate. Basilea II si applica poi solo nei confronti delle banche, ma non anche nei riguardi di tutti i soggetti (quali le società veicolo) che assumono alcuni rischi tipici degli intermediari bancari.

Il FSF ha stabilito che entro il 2009 il Comitato di Basilea elaborerà orientamenti volti a irrobustire gli obblighi di *disclosure* previsti dal terzo Pilastro con particolare

³⁸ Ai sensi della disciplina del Terzo Pilastro, recepita nelle Disposizioni di vigilanza Banca d'Italia, le banche devono pubblicare le informazioni, sia di tipo qualitativo che quantitativo, attraverso il sito internet (ovvero, nel caso in cui questa modalità risulti onerosa, attraverso il sito internet della rispettiva associazione di categoria oppure a stampa) almeno con cadenza annuale, entro trenta giorni dalla pubblicazione del bilancio. Con riferimento alle operazioni di cartolarizzazione, le informazioni richieste riguardano, tra le altre cose, gli obiettivi e il ruolo della banca nelle operazioni (*originator*, investitore, *servicer*, fornitore di supporto di credito, di liquidità, etc.) e la misura del coinvolgimento della banca; le politiche contabili seguite; le agenzie di rating utilizzate per ciascuna tipologia di esposizione; l'ammontare totale delle esposizioni in essere cartolarizzate, suddivise per tipologia di esposizione (con riferimento all'attivo sottostante); la ripartizione dell'ammontare aggregato delle posizioni relative alle cartolarizzazioni suddiviso per fasce di ponderazione del rischio.

³⁹ Giovannini e Spaventa (2007).

riferimento: alle esposizioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione e da esposizioni detenute nel portafoglio di *trading* e riferite a processi di ricartolarizzazione; alla sponsorizzazione di società veicolo; alle linee di liquidità accordate a veicoli che emettono ABCP; alle valutazioni, ai metodi e alle incertezze nella valutazione dei titoli strutturati⁴⁰.

b) L'INFORMATIVA CONTABILE SULL'ESPOSIZIONE DEGLI INTERMEDIARI IN QUALITÀ DI ACQUIRENTI DI PRODOTTI STRUTTURATI

La valutazione dei titoli strutturati detenuti per finalità di *trading* è, come noto, disciplinata dal principio IAS 39, il quale prevede che in mancanza di prezzi espressi da un “mercato attivo”, i titoli possano essere valutati facendo 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 crisi quale quella *subprime*, le prime due modalità (transazione recenti e prezzi di strumenti simili) non possono di fatto essere adottate a causa della indisponibilità di “transazioni recenti” dalle quali ricavare adeguati prezzi di riferimento e della scarsa standardizzazione dei prodotti strutturati; diventa quindi necessario utilizzare modelli e tecniche quantitative rispondenti alle *guidance* fissate dallo stesso principio IAS 39. In particolare, tali *guidance* fanno riferimento a modelli generalmente accettati dal mercato e comunque al rispetto di una serie di procedure e criteri per assicurare l'indipendenza e la coerenza della valutazione rispetto alle variabili direttamente osservabili sul mercato⁴¹. Si tratta, tuttavia, di linee guida molto generiche che in fase di applicazione consentono agli emittenti ampi margini di discrezionalità. Sorge quindi l'esigenza di riflettere sull'opportunità di definire regole più prescrittive sui modelli e i dati impiegati.

Il CESR (2008c) ha recentemente pubblicato un *Consultation paper* che fornisce linee interpretative con riferimento al tema della valutazione in bilancio degli strumenti finanziari (con particolare riguardo alla definizione di mercato non attivo e alla selezione degli input da utilizzare nel caso di applicazione del principio del *fair value*) e della *disclosure* circa le modalità di applicazione delle tecniche di valutazione, la robustezza dei risultati rispetto alle ipotesi del modello e il grado di incertezza dei valori.

Sul piano della trasparenza, i principi IAS/IFRS non richiedono di esplicitare nella documentazione allegata al bilancio la quota o il valore dei titoli valutati “a modello” sul totale del portafoglio di negoziazione o sul totale delle attività finanziarie valutate a *fair value*. Questo tipo di informativa è stata recentemente chiesta dalla SEC alle principali

⁴⁰ Come misura di breve periodo, il FSF raccomanda che le istituzioni finanziarie applichino, già in sede di relazione semestrale 2008, le cosiddette *leading disclosure practice* osservate da un campione di banche e imprese di investimento internazionali e riportate in appendice al Rapporto. Nel medio periodo, invece, oltre all'intervento del Comitato di Basilea ricordato nel testo, il FSF auspica un approccio *market-led*, ossia basato sull'interazione periodica tra gli operatori di mercato e le società di revisione ai fini dell'elaborazione di principi di informativa anche con riferimento a specifiche esigenze congiunturali.

⁴¹ L'approccio fissato dagli IAS è peraltro coerente con le raccomandazioni del Comitato di Basilea sulla valutazione dei titoli “a modello” (cosiddetto *mark to model*) e con le previsioni contenute nella nuova disciplina sui requisiti patrimoniali.

banche USA allo scopo di identificare gli intermediari più esposti al rischio *subprime*⁴².

Il FSF concentra l'attenzione sui temi dell'informativa sulle metodologie e sui processi interni di verifica delle valutazioni, raccomandando allo IASB di rafforzare gli standard di informativa contabile in materia e di migliorare le linee guida per la valutazione di prodotti che per i quali non è più attivo un mercato secondario, e agli intermediari finanziari il compito di definire processi rigorosi di valutazione. Allo scopo di rafforzare l'autonomia di valutazione degli operatori dalle agenzie di rating, il Comitato di Basilea formulerà inoltre linee guida mirate a potenziare le capacità delle autorità di vigilanza di esaminare i sistemi di valutazione adottati dalle banche. Se necessario, infine, l'International Auditing and Assurance Standard Board (IAASB), in collaborazione con le autorità di vigilanza competenti e gli *standard setter* nazionali in materia di revisione contabile, dovrebbe migliorare le linee guida di certificazione contabile per la valutazione (e la relativa informativa) di prodotti complessi o illiquidi.

Regole più dettagliate per valutare la correttezza di modelli e tecniche quantitative di valutazione dei prodotti strutturati potrebbero risultare opportune. In tal caso, comunque, sarebbe necessario considerare l'opportunità di definire regole stringenti circa i modelli da utilizzare, il controllo della qualità dei dati impiegati e le ipotesi relative al valore dei parametri sottostanti. Parimenti degna di riflessione è la possibilità di ampliare il grado di dettaglio della *disclosure* in bilancio con riferimento alle attività finanziarie valutate a *fair value*.

L'applicazione del *fair value* non ha mancato di suscitare polemiche, in quanto essa accentua l'incertezza ed esaspera la volatilità, costringendo le imprese a registrare svalutazioni significative, per tener conto delle condizioni straordinarie del mercato. Anche in ambito europeo aumentano le richieste di revisione del metodo del *fair value*: la più recente fa capo ad alcuni membri dell'organismo tecnico che assiste la Commissione Ue nei processi di recepimento dei principi contabili internazionali Ias/Ifrs (lo European Financial Reporting Advisory Group – Efrag). Lo stesso commissario Ue al Mercato interno, Charlie McCreevy, pur senza prendere posizione, ha sottolineato l'esigenza di un'analisi approfondita del tema.

5. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

La crisi *subprime* è riconducibile, come già ricordato, alla combinazione di molteplici fattori. Quelli di ordine microeconomico (impiego “distorto” del modello OTD, difficoltà nella valutazione dei prodotti e relative responsabilità delle agenzie di rating, incertezze sulla distribuzione dei rischi) hanno fatto emergere lacune informative che hanno agito da

⁴² Tali informazioni potrebbero tuttavia dare segnali fuorvianti qualora non si escludessero, ad esempio, i derivati OTC su valute e tassi di interesse in nessuna relazione, se non del tutto indiretta, con la crisi dei *subprime*.

detonatore delle turbolenze iniziali, innescando una crisi di fiducia che ha travolto i mercati finanziari e generato una contrazione della liquidità del sistema⁴³.

È emerso con chiarezza che le modalità di configurazione dei prodotti strutturati, e in particolare di quelli legati a mutui ipotecari, comportano dispersione dell'informazione circa la qualità originaria e l'evoluzione della qualità degli attivi sottostanti, con inevitabili ripercussioni anche sulle informazioni disponibili in merito alla distribuzione dei rischi tra gli operatori che risultano, a vario titolo, esposti verso tali prodotti.

Gli incentivi alla base delle decisioni dei vari soggetti partecipanti al processo di configurazione e distribuzione dei prodotti strutturati, inoltre, non sono allineati alle esigenze informative del mercato. Il modello OTD e la percezione degli intermediari di poter trasferire il rischio mediante la cartolarizzazione hanno, infatti, favorito un abbassamento non solo degli standard di verifica iniziale del merito di credito ma anche del monitoraggio dei prestiti erogati. Le agenzie di rating non verificano la qualità dei dati forniti dagli *originator* e non hanno comunque interesse alla raccolta e alla divulgazione dell'informazione necessaria per una compiuta valutazione dei prodotti che esse stesse contribuiscono a configurare. Gli investitori, che avrebbero potuto svolgere un ruolo disciplinante, hanno tuttavia preferito fare affidamento sui giudizi delle agenzie di rating piuttosto che sviluppare propri (e costosi) sistemi di valutazione del rischio.

Le risposte regolamentari che verranno adottate a fronte delle criticità emerse passano, in alcuni casi, attraverso la revisione di norme che, in qualche modo, hanno lasciato spazio a comportamenti "elusivi" e distorsivi⁴⁴. In altri casi, invece, si tratta di individuare, come si è discusso nei paragrafi precedenti, misure di intervento innovative, da calibrare con attenzione, la cui efficacia, tuttavia, non può prescindere dal potenziamento del coordinamento internazionale Autorità di vigilanza e dall'interazione con gli operatori di mercato (*standard setters*, associazioni di categoria, etc.) così come auspicato dal FSF⁴⁵.

⁴³ I fattori macroeconomici che, secondo diversi osservatori, hanno creato i presupposti della crisi sono riconducibili alla politica monetaria espansiva condotta dalla FED negli anni precedenti e all'ingresso sulla scena economica mondiale di paesi come la Cina, caratterizzati da un'elevata propensione al risparmio.

⁴⁴ Basti pensare, ad esempio, ai margini di arbitraggio regolamentare consentiti dalla normativa prudenziale contenuta nell'Accordo di Basilea I del 1988, per effetto dei quali le operazioni di cartolarizzazione basate sui *conduit* permettevano di risparmiare patrimonio di vigilanza anche nelle situazioni di trasferimento solo parziale del rischio. In particolare, l'istituzione di un *conduit* consentiva alle banche di sostituire l'esposizione verso il debitore, che assorbiva capitale, con l'esposizione verso il veicolo al quale era accordata una linea di liquidità che, se inferiore all'anno, non richiedeva il rispetto del requisito patrimoniale. Il Nuovo Accordo di Basilea dovrebbe ridurre i margini di arbitraggio regolamentare avendo dettato una disciplina ispirata al principio di prevalenza della sostanza sulla forma. La banca, infatti, può escludere le esposizioni legate ad operazioni di cartolarizzazione dal calcolo delle attività ponderate per il rischio solo se ricorrono una serie di condizioni che permettono di ritenere che il rischio di credito sia stato effettivamente trasferito. Per quanto riguarda, poi, le linee di liquidità concesse dalla banca a società veicolo, il Nuovo Accordo introduce un trattamento più severo consentendone l'esclusione dal calcolo del requisito patrimoniale solo al ricorrere di condizioni stringenti.

⁴⁵ In alcuni casi, le lacune emerse in occasione della crisi sono riconducibili a scelte degli operatori la cui correzione non può che essere demandata alle iniziative degli operatori stessi. Basti pensare, ad esempio, ai meccanismi di remunerazione dei *managers*, che incentivano a comportamenti destabilizzanti in quanto accentuano la propensione allo *short termism* cui si è fatto riferimento al para. 1; ancora alla necessità di una standardizzazione dei prodotti strutturati, presupposto tra l'altro per lo sviluppo di mercati secondari liquidi e trasparenti (come ricordato al para. 4.1).

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Anolli, M. e Petrella, G. (2007), “The role and scope of transparency in the bond market: A difficult equilibrium”, intervento al seminario *Bond Market Transparency in the context of MiFID*, organizzato da Abi e Icma, 19 marzo; disponibile al sito Icma: <http://www.icma-group.org>.

Autorité des Marchés Financiers – AMF (2006), *Ratings in the Securitisation Industry*, disponibile al sito: <http://www.amf-france.org>.

Bessembinder, H., Maxwell, W., Venkataraman K. (2006), “Market Transparency, Liquidity Externalities and Institutional Trading Costs in Corporate Bonds”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 82, 251-288.

Bloomfield, J. e O’Hara, M. (1999), “Who Wins and Who Loses?”, *Review of Financial Studies*, Vol. 12, No. 1, pp. 5-35, disponibile al sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=122708>.

CESR (2006), *CESR’s Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code*, December, Ref. CESR/06-545, disponibile al sito www.cesr.eu.

_____ (2008a), *The role of credit rating agencies in structured finance, CONSULTATION PAPER*, February, disponibile al sito www.cesr.eu.

_____ (2008b), *CESR’s Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code. The role of credit rating agencies in structured finance*, May, Ref. CESR/08-277, disponibile al sito www.cesr.eu.

_____ (2008c), *CESR Statement (Draft). Fair value measurement and related disclosures of financial instruments in illiquid markets. Consultation paper*, July, Ref. CESR/08-437, disponibile al sito www.cesr.eu.

Dell’Ariccia, G., Deniz I. e Luc L. (2008), “Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market”, CEPR Discussion Paper No. 6683, London, CEPR.

Danielsson, J. (2008), “Blame the models”, in Cepr (2008) *The First Global Financial Crisis of the 21st Century, A VoxEU.org Publication*, disponibile al sito www.cepr.org.

European Central Bank (2008), *Monthly Bulletin*, February.

European Commission (2008), *Consultation on policy proposals regarding credit rating agencies*, (IP/08/1224); http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm.

European Parliament (2007), *Financial Supervision and Crisis Management in the EU*, (IP/A/ECON/IC/2007-069), disponibile al sito <http://www.europarl.europa.eu>.

Ferrell, A., Bethel, J. E. e Hu, G. (2008), “Legal and Economic Issues in Subprime Litigation”, March, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 612, disponibile al sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1096582>.

Financial Stability Forum (2008), *Enhancing Market and Institutional Resilience*, April, disponibile al sito www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf.

Flood, M.D., Huisman, R., Koedijk K.G., Mahieu R.J., Roell A. (1997), “Post Trade Transparency in Multiple Dealer Financial Markets”, disponibile al sito <http://ssrn.com/abstract=39820>.

Gemill, G. (1996), “Transparency and Liquidity: A Study of Block Trades on the London Stock Exchange under Different Publication Rules”, *Journal of Finance*, December, pp. 1765-1790.

Giovannini, A. e Spaventa, L. (2007), *Filling the information gap*, 5 November, disponibile al sito www.VoxEU.org

Goldstein, M.A., Hotchkiss, E. e Sirri, E.R. (2007), “Transparency and liquidity: A controlled experiment on corporate bonds”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 20, No. 2, pp. 235-273, 2007, disponibile al sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1161663>.

IOSCO (2008a), *Report on the subprime crises. Final Report, May*; disponibile al sito www.iosco.org.

_____ (2008b), *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, revised, May; disponibile al sito www.iosco.org.

Lagana, M., Perina, M., von Koeppen-Mertes, I., e Persaud, A., (2006), “Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market”; ECB Occasional Paper No. 50, August; disponibile al sito <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp50.pdf>

Keys, B. J., Mukherjee, T. K., Seru, A. e Vig, V., (2008) “Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans”, April, disponibile al sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1093137>

Monacelli, T. (2007), “An extensive but benign crises?” in Cepr (2008) *The First Global Financial Crisis of the 21st Century, A VoxEU.org Publication*, disponibile al sito www.cepr.org.

Nier, E. (2005), “Bank Stability and Transparency”, *Journal of Financial Stability*, Vol. 1, pp. 112-118.

Partnoy, F. (2006), “How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers”, San Diego Legal Studies Paper No. 07-46, disponibile al sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=900257>.

Portes, R. (2008), “Rating agency reform”, in Cepr (2008) *The First Global Financial Crisis of the 21st Century, A VoxEU.org Publication*, disponibile al sito www.cepr.org.

Rajan, R. (2005), “Has the financial development made the world riskier?”, [NBER Working Papers](http://www.nber.org/papers/w11728) 11728, National Bureau of Economic Research, Inc.

Schwarcz, S. L., (2007), “Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown”, November, Duke Law School Legal Studies Paper No. 175, disponibile al sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1056241>.

SEC (2008), *The Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, July, disponibile al sito www.sec.gov.

SIFMA (2008a), *Ten Industries Initiatives to Increase Transparency in the Securitisation Market*, July; disponibile al sito www.sifma.org.

_____ (2008b), *Recommendations of the Securities Industry and Financial Markets Association Credit Rating Agency Task Force*, July; disponibile al sito www.sifma.org.

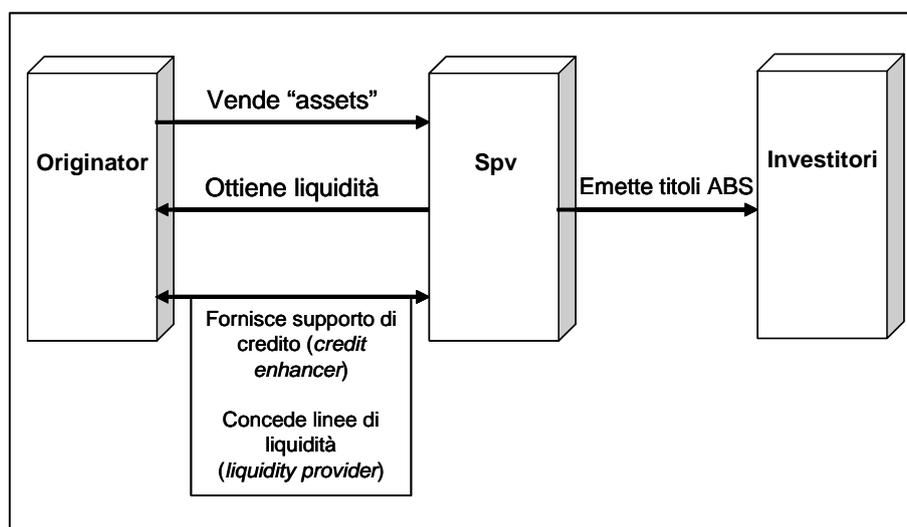
LE OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE

Le cartolarizzazioni “tradizionali”

Le operazioni di cartolarizzazione consentono la “conversione” di attività a liquidità differita (quali ad esempio crediti o altre attività non negoziabili che producono flussi di cassa periodici) in titoli garantiti da tali attività (cosiddetti *Asset backed securities* – ABS).

La conversione avviene mediante la cessione delle attività da parte della banca titolare dei crediti (cosiddetto *originator*) a un soggetto specializzato, cosiddetta società veicolo (*Special purpose vehicle* – Spv), la quale procede ad emettere titoli garantiti dalle attività cedute.

Fig. 1 Schema tipico di cartolarizzazione “tradizionale”



Tali titoli sono generalmente suddivisi in classi (*tranche*) omogenee di rischio, essendo la *tranche junior* o *equity* quella più rischiosa (che viene retribuita per ultima e assorbe le prime perdite per insolvenza), seguita poi dalle *tranche mezzanine* e *senior*.

L'*originator* svolge quasi sempre il ruolo di *servicer*, cioè di gestore degli attivi ceduti per garantire il flusso di cassa necessario al servizio dei titoli emessi, oltre che quello di fornire supporto di credito (*enhancement provider*) e linee di liquidità (*liquidity provider*).

Il supporto di credito si attua attraverso l'applicazione di tecniche di miglioramento del merito di credito dei titoli emessi dalla Spv, che comprendono, tra le altre, la costituzione di garanzie a favore dei portatori di ABS, la sottoscrizione delle *tranche* più rischiose degli ABS (*tranche junior* o *equity*) che assorbono le prime perdite per insolvenza, e la concessione di lettere di credito irrevocabili, etc..

Le linee di liquidità, invece, consentono all'Spv beneficiario di onorare gli impegni assunti a fronte delle ABS emesse nel caso in cui vi siano ritardi negli incassi dei flussi finanziari relativi al portafoglio crediti.

Le agenzie di rating svolgono un ruolo fondamentale nella definizione della struttura dell'operazione, suggerendo la ripartizione dell'importo complessivo di ogni singola emissione fra le diverse *tranche* e le forme e l'entità del supporto al credito e delle linee di liquidità necessarie per l'attribuzione di livelli di *rating* alle varie *tranche* dei titoli ABS tali da facilitarne il collocamento presso gli investitori finali.

La banca *originator* di fatto continua a rimanere esposta ai rischi collegati ai crediti ceduti, sia perché solitamente riacquista le *tranche* più rischiose degli ABS sia per le linee di liquidità concesse alla Spv o per le altre forme di garanzia a supporto dell'operazione.

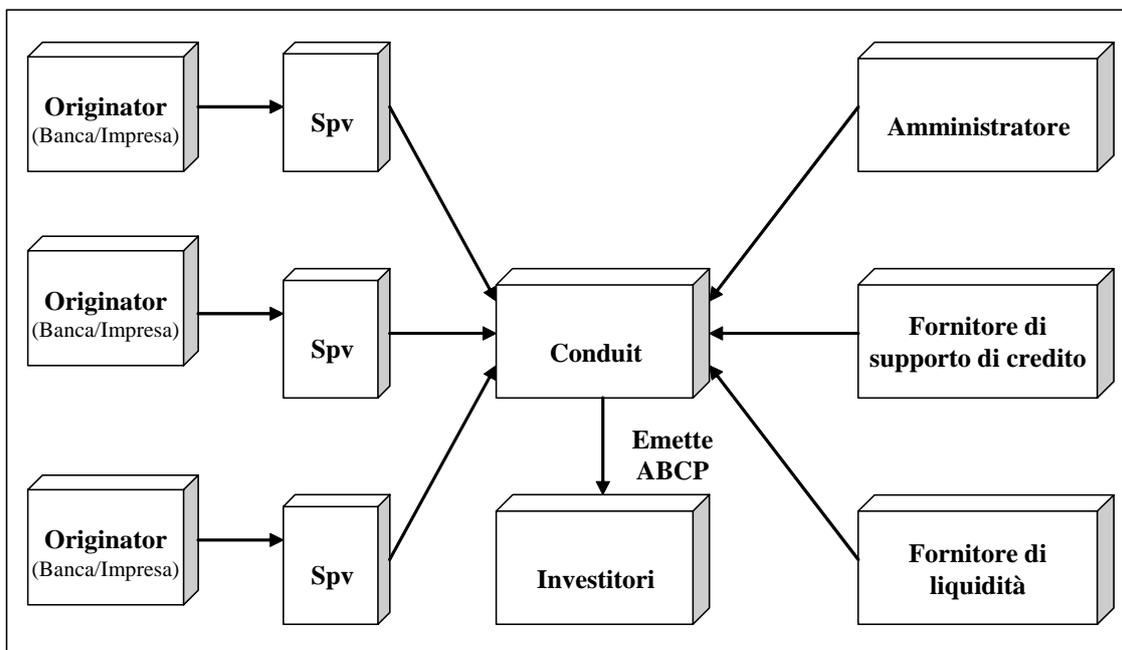
In tali circostanze la cartolarizzazione non consente né significativi risparmi di capitale di vigilanza né, ai fini contabili, la cosiddetta *derecognition* degli attivi ceduti, poiché i principi IAS/IFRS prevedono il consolidamento della società veicolo anche se formalmente non partecipata o controllata. I motivi fondamentali che spingono le banche a cartolarizzare parte dei propri attivi sono legati piuttosto alla necessità di ottimizzare la gestione della liquidità e di migliorare la diversificazione del portafoglio dei crediti.

Le cartolarizzazioni tramite *conduit*

Negli ultimi anni si sono affermate nuove tecniche di cartolarizzazione basate sulla creazione di società veicolo denominate *conduit*. Vi sono diverse varianti di tali tecniche innovative, ma lo schema più diffuso è noto come *conduit multi-seller* (Fig. 2).

Fig. 2

Schema tipico di cartolarizzazione tramite *conduit multi-seller*



In questo schema intervengono diverse banche *originator* che trasferiscono, come nello schema tradizionale, i propri attivi o crediti a Spv; a loro volta le Spv cedono tali crediti al *conduit*, ovvero quest'ultimo acquista gli ABS emessi dalle Spv nello schema tradizionale.

Nella struttura *multi-seller*, i *conduit* possono quindi detenere sia gli attivi che le banche intendono rimuovere dal proprio bilancio (ad esempio crediti al consumo, mutui residenziali, etc.) sia titoli strutturati rivenienti da un'operazione di cartolarizzazione tradizionale.

Le caratteristiche distintive del *conduit multi-seller* rispetto a un tradizionale Spv sono riconducibili al fatto che i *conduit*:

- hanno al proprio attivo crediti di più di un *originator* e titoli ABS;
- finanziano gli acquisti di tali *assets* attraverso l'emissione di una particolare tipologia di strumenti finanziari a breve scadenza denominata *Asset backed commercial paper* (o ABCP), con scadenza non superiore a 270 giorni. Le ABCP in scadenza vengono rimborsate mediante l'emissione di nuove ABCP;
- realizzano un margine di interesse, cosiddetto *excess spread*, legato al differenziale tra il rendimento delle attività (gli ABCP sono percepiti come titoli poco rischiosi e quindi consentono una raccolta a tassi contenuti) e quello delle passività (i crediti e i titoli all'attivo offrono rendimenti più elevati per via della scadenze a lungo termine e della maggiore rischiosità).

In generale, il *conduit* è gestito da un Amministratore, il quale si occupa di individuare e organizzare l'acquisto degli *asset* da cartolarizzare, emettere e rimborsare le ABCP, etc..

Come accade in una operazione di cartolarizzazione "tradizionale", possono intervenire, tra gli altri, anche un fornitore di liquidità, che di solito concede una linea di liquidità di durata inferiore all'anno, rinnovabile ed equivalente al 100% del valore facciale delle *commercial paper* emesse, e un fornitore di supporto di credito. L'intervento di tali soggetti consente ai titoli emessi dai *conduit* di godere di un rating molto elevato (nella prassi, infatti, gran parte delle *tranche* di ABCP ha il rating più alto assegnato a strumenti a breve dalle agenzie di valutazione). Il ruolo di Amministratore è spesso ricoperto dalla banca che ha istituito il *conduit*, mentre quello di *liquidity provider* e di *credit enhancement provider* possono essere svolti anche dalle altre banche che hanno ceduto i crediti.

Gli incentivi delle banche all'istituzione di un *conduit* sono molteplici. Le banche che istituiscono un *conduit* (soprattutto nella struttura *multi-seller*) possono:

- offrire un servizio di smobilizzo del portafoglio dei crediti commerciali alle imprese e ampliare la capacità di finanziamento dei propri clienti, sia perché non impiegano risorse proprie, sia perché conseguono un risparmio in termini di capitale di vigilanza sostituendo alla tradizionale erogazione di credito (nei confronti delle imprese) una linea di liquidità nei confronti del *conduit* che, fino all'applicazione di Basilea II, non comportava, al ricorrere di alcune condizioni, assorbimento di capitale;
- appropriarsi in tutto o in parte del margine di interesse (o *excess spread*) realizzato dal *conduit* che hanno istituito attraverso le commissioni applicate per i servizi di amministrazione o di fornitore di liquidità o di garanzie di supporto al credito;
- non consolidare il *conduit* nei propri bilanci.

La creazione di un *conduit* presenta peraltro rilevanti margini di rischio per gli intermediari esposti all'operazione, poiché la sua struttura finanziaria lo rende particolarmente vulnerabile alle fluttuazioni dei tassi di mercato. Il valore degli attivi del *conduit* è infatti costituito prevalentemente dal portafoglio dei crediti e titoli acquistati; la qualità e l'andamento di questi *asset* giocano dunque un ruolo essenziale nella scelta degli investitori di acquistare o meno le ABCP emesse dal *conduit*.

Un eventuale deterioramento della qualità degli attivi sottostanti e/o un deprezzamento dei titoli in portafoglio provocano quindi una duplice ripercussione sulla società veicolo: da un lato, diminuisce il valore del patrimonio e, dall'altro, vi è il rischio di non riuscire a collocare i *commercial paper* di nuova emissione, a causa della diffidenza dei potenziali investitori.

Il *conduit* può dunque venirsi a trovare costretto a svendere i titoli posseduti e a rivolgersi alla banca istituttrice perché gli fornisca la liquidità necessaria a rimborsare i *commercial paper* in scadenza. In questo modo, la banca istituttrice viene a trovarsi esposta alla crisi di liquidità e, successivamente, alle perdite della società veicolo.

Il rischio di credito apparentemente trasferito mediante le operazioni di cartolarizzazione effettuate attraverso un *conduit* finisce, così, per ritornare alle banche in seguito all'utilizzo delle linee di liquidità concesse ai veicoli, utilizzo che comporta l'evidenziazione in bilancio dei crediti ad essi erogati.

Nella struttura *multi-seller*, l'allungamento della "catena" di soggetti che partecipano alla cartolarizzazione e che si frappongono tra l'*originator* e gli investitori finali contribuisce ad indebolire ulteriormente gli incentivi a valutare rigorosamente il merito di credito e a monitorare la capacità di rimborso del prenditore di fondi.

È altresì negativo l'impatto sulla trasparenza, visto che il trasferimento degli attivi lungo la catena può rendere sempre più complicato ricostruire l'evoluzione della qualità degli attivi stessi. La "dispersione" di informazione finisce ovviamente con l'avere ripercussioni sulla valutazione del prodotto strutturato, anche per le stesse agenzie di rating.

Le cartolarizzazioni tramite *Collateralised debt obligation (CDO)*

L'impianto generale e le motivazioni sottostanti alle cartolarizzazioni basate sull'emissione di titoli di debito obbligazionari garantiti (*collateralized debt obligations*, CDO) sono comuni alle operazioni strutturate descritte nei paragrafi precedenti. Cambiano, tuttavia, le caratteristiche del portafoglio di attività sottostanti, di norma in numero ridotto, spesso eterogenee e connotate da una forte concentrazione dell'esposizione verso singoli obbligati.

L'emissione di CDO prevede che l'Spv "combini" il portafoglio di attività di riferimento (generalmente titoli a reddito fisso o ABS) in un CDO⁴⁶; la società veicolo trasferisce, poi, il *cash flow* originato dalle attività sottostanti agli acquirenti del CDO (ossia agli investitori).

I CDO possono essere classificati in differenti categorie. Con riferimento al tipo di attività sottostanti, si distingue tra:

- Collateralised Loan Obligations (CLO) se le attività sono prestiti alle imprese;
- Collateralised Bond Obligations (CBO) se le attività sono obbligazioni emesse dalle imprese;
- Collateralised Mortgage Obligations (CMO) se le attività sono mutui.

I CDO possono avere come *collateral* anche altri CDO (cosiddetti *CDO squared*; i *CDO cubed*

⁴⁶ Spesso l'Spv viene anch'esso indicato con la sigla CDO che indica, quindi, sia l'emittente sia il titolo emesso.

sono invece CDO *squared* garantiti da altri CDO).

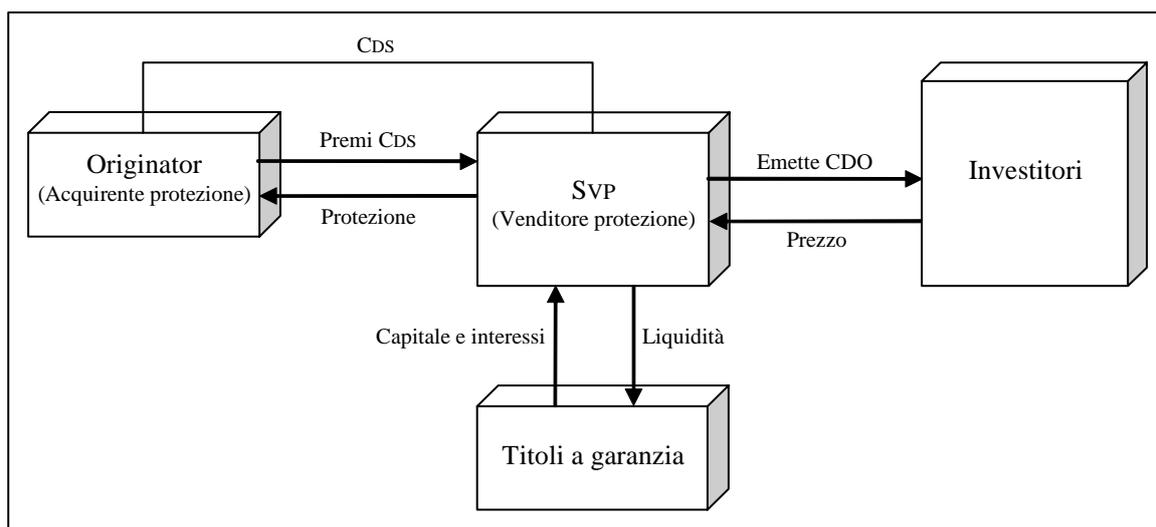
Con riferimento al flusso di fondi percepiti dagli investitori, invece, si distingue tra:

- *Cash flow* CDO quando il flusso di fondi a favore degli investitori viene generato dal pagamento degli interessi sulle attività sottostanti;
- *Market Value* CDO quando il flusso di fondi a favore degli investitori viene generato dalla negoziazione delle attività sottostanti e si fonda quindi sui guadagni in conto capitale. Nel primo caso, quindi, le attività non sono soggette a continua negoziazione e, di conseguenza, l'incertezza relativa ai flussi di interesse e capitale da corrispondere all'investitore in CDO è legata solo al numero delle eventuali insolvenze degli *assets* del portafoglio e al momento in cui tali insolvenze si verificano.

Un altro criterio di classificazione riguarda le modalità di trasferimento del rischio:

- CDO con cessione *pro soluto* delle attività sottostanti: come avviene nelle cartolarizzazioni tradizionali, il trasferimento del rischio di insolvenza delle attività sottostanti avviene mediante la cessione effettiva del portafoglio;
- CDO sintetici: l'Spv non acquisisce la proprietà delle attività sottostanti ma risulta esposto al relativo rischio di insolvenza in quanto venditore di un *credit default swap* (CDS). L'Spv riceve i premi, pagati periodicamente dai proprietari delle attività (creditori) come corrispettivo della vendita di protezione (ossia dell'assunzione del rischio di insolvenza del debitore) e provvede a trasferire i premi stessi agli acquirenti dei CDO sotto forma di *swap premium*. Le tranche dei CDO sintetici possono essere *funded* o *unfunded*. Nel caso di CDO *funded* gli investitori coprono almeno in parte la perdita associata all'insolvenza del debitore delle attività sottostanti. Gran parte delle cartolarizzazioni sintetiche è in genere di tipo misto, nel senso che la *tranche* con maggiore merito creditizio (*super-senior*) è di tipo *unfunded*, mentre le altre *tranche* *senior* e subordinate sono *funded*.

Fig. 3 Schema tipico di cartolarizzazione tramite CDO sintetico *fully funded*



Al pari degli altri titoli strutturati, anche i CDO sono tipicamente suddivisi in *tranche* caratterizzate da gradi crescenti di rischio e rendimento (nell'ambito della *tranche* *senior* si riscontra talvolta la distinzione tra *senior sic et simpliciter* e *super-senior*). L'innovazione finanziaria ha altresì favorito

lo sviluppo dei cosiddetti *single-tranche* CDO, ossia CDO sintetici e strutturati in modo da soddisfare specifiche esigenze dell'investitore (il quale può scegliere i debitori le cui passività andranno a costituire il portafoglio sottostante). Questa tipologia di CDO non richiede la costituzione di una società veicolo.

I CDO possono essere classificati, infine, anche in funzione della finalità economica dell'operazione:

- *balance sheet* CDO: tipicamente posti in essere da banche che intendono ristrutturare l'attivo trasferendo a un terzo una parte dei prestiti presenti in portafoglio. Il trasferimento può essere realizzato attraverso cessione *pro soluto* delle attività sottostanti ovvero mediante una struttura sintetica;
- *arbitrage* CDO: l'obiettivo è il conseguimento di un extra-rendimento derivante dalla differenza positiva tra il rendimento delle attività sottostanti e quello della *senior tranche*.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI *QUADERNI DI FINANZA* CONSOB

- N. 43 *Studi e Ricerche* *Corporate Governance in Italy after the 1998 reform: what role for institutional investors?*, di M. Bianchi e L. Enriques (Gennaio 2001)
- N. 44 *Studi e Ricerche* *Gli Ipo sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell'underpricing e della long-run underperformance*, di S. Fabrizio e M. Samà (Gennaio 2001)
- N. 45 *Studi e Ricerche* *Insider Trading, Abnormal Return and Preferential Information: Supervising through a Probabilistic Model*, di M. Minenna (Febbraio 2001)
- N. 46 *Studi e Ricerche* *Rules of fairness in UK corporate acquisitions*, di S. Providenti (Febbraio 2001)
- N. 47 *Studi e Ricerche* *Quanto sono grandi i vantaggi della diversificazione? Un'applicazione alle gestioni patrimoniali in fondi e ai fondi di fondi*, di G. Cinquemani e G. Siciliano (Aprile 2001)
- N. 48 *Studi e Ricerche* *Reverse Convertible: costruzione e analisi degli effetti sul mercato dei titoli sottostanti*, di D. Canestri e L. Amadei (Maggio 2001)
- N. 49 *Studi e Ricerche* *Fondi di fondi e accordi di retrocessione - Analisi degli effetti degli accordi di retrocessione sulle scelte di investimento e sui costi a carico dei patrimoni gestiti*, di N. Linciano e E. Marrocco (Gennaio 2002)
- N. 50 *Studi e Ricerche* *Transparency on Secondary Markets. A Survey of Economic Literature and Current Regulation in Italy*, di G. Sabatini e I. Tarola (Maggio 2002)
- N. 51 *Studi e Ricerche* *Il Consiglio di Amministrazione, la rotazione degli amministratori e la performance dell'impresa: l'esperienza italiana in una prospettiva comparata*, di R. Barontini e L. Caprio (Giugno 2002)
- N. 52 *Studi e Ricerche* *Venture Capital, Stock Exchanges for High-Growth Firms and Business Creation: A Study of Ipo_s on the Neuer Markt and the Nuovo Mercato*, di N. Susi (Dicembre 2002)
- N. 53 *Studi e Ricerche* *Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione*, di N. Linciano (Dicembre 2002)
- N. 54 *Studi e Ricerche* *L'individuazione di fenomeni di abuso di mercato nei mercati finanziari: un approccio quantitativo*, di M. Minenna (Maggio 2003)
- English version* *The detection of market abuse on financial markets; a quantitative approach*, di M. Minenna (Maggio 2003)

- N. 55 *Studi e Ricerche* *L'operatività dei fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano sul Mercato Telematico dei titoli Azionari (MTA) gestito da Borsa Italiana*, di G. Cinquemani, P. Rizzo, A. Russo, F. Zullo (Maggio 2003)
- N. 56 *Studi e Ricerche* *Best execution, multiple trading venues e sistemi di scambi organizzati: alcune considerazioni generali ed un'analisi empirica del mercato dei Titoli di Stato*, di M. Franchi (Giugno 2003)
- N. 57 *Studi e Ricerche* *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano*, di N. Linciano (Giugno 2004)
- N. 58 *Studi e Ricerche* *L'industria dei servizi di regolamento delle operazioni in titoli. Struttura, dinamiche competitive e questioni regolamentari*, di N. Linciano, G. Siciliano, G. Trovatore (Maggio 2005)
- N. 59 *Studi e Ricerche* *Le scelte di portafoglio delle famiglie italiane e la diffusione del risparmio gestito*, di M. Gentile, N. Linciano, G. Siciliano (Ottobre 2006)
- N. 60 *Documenti* *Indagine sulla trasparenza informativa e sui profili di correttezza comportamentale connessi all'offerta di classi di quote e di azioni relative ad OICR esteri commercializzati in Italia* (Giugno 2007)
- N. 61 *Documenti* *Il marketing dei fondi comuni italiani. Modelli organizzativi, costi, andamento e nuove prospettive conseguenti all'introduzione della MiFID nell'ottica della vigilanza*, di F.M. De Rossi, D. Gariboldi, G. Leggieri, A. Russo (Gennaio 2008)
- N. 62 *Documenti* *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le Autorità di vigilanza*, di N. Linciano (Settembre 2008)