

**DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO ED ECONOMIA**

**XXV CICLO**



**ADR NEI MERCATI FINANZIARI**

**AGENZIE DI RATING E GIUDIZIO SUL DEBITO SOVRANO DEI PAESI  
DELL'EUROZONA**

**VIGILANZA FINANZIARIA IN AUSTRALIA MODELLO TEORICO E  
ASPETTI CRITICI**

**TUTOR**

Chiar.mo Prof.  
Marco Spallone

**CANDIDATO**

Antonio Mazzilli



# **ADR NEI MERCATI FINANZIARI**

## **SOMMARIO**

- 1. Introduzione**
- 2. Quadro normativo comunitario in materia di ADR**
- 3. Quadro normativo italiano in materia di ADR**
- 4. Organizzazione degli ADR in materia di servizi finanziari nella legge italiana**
  - 4.1 Gli ADR nei mercati regolati**
  - 4.2 Gli ADR pubblicitici presenti sul mercato dei servizi bancari e finanziari in Italia**
  - 4.3 Alcune riflessioni sul ruolo degli ADR pubblicitici**
- 5. Un ADR per ogni regolatore?**
- 6. Alcune proposte di riforma degli ADR bancari-finanziari operanti in Italia**

## 1. Introduzione

---

Nel corso degli ultimi anni appare sempre più rilevante, per lo sviluppo dei mercati finanziari, il ruolo assunto dall'*investor protection* e dagli istituti giuridici ad esso dedicati<sup>1</sup>.

Oltre alle tradizionali attività di vigilanza sugli operatori del mercato, le autorità di controllo sono impegnate da tempo nello sviluppo di strumenti ulteriori a supporto delle scelte degli investitori. Sono state ideate e implementate iniziative sempre più strutturate di *financial education* sia a livello nazionale che sovranazionale<sup>2</sup> allo scopo di permettere una migliore comprensione dei prodotti e dei servizi offerti sui mercati finanziari e bancari. Recentemente è stata adottata una nuova disciplina europea che introduce disposizioni di *product governance*, finalizzate a ridurre il rischio che i prodotti finanziari emessi e/o collocati non siano adeguati al cliente finale.<sup>3</sup>

Si è sviluppata, inoltre, una rete di sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie (o *Alternative Dispute Resolution* – ADR) come strumento di intervento a valle del contesto regolatorio nel quale si inseriscono le relazioni negoziali tra intermediari e investitori.

In realtà il fenomeno degli ADR non è né recente né nuovo e, come una sorta di fiume carsico, tende a emergere o a scomparire a seconda degli ordinamenti e della

---

<sup>1</sup> H.E. JACKSON, M.J. ROE, *Public and private enforcement of Securities laws: re source-based evidence*, Public Law & Legal Theory Research Paper Series Paper No. 0-28, John M. Olin Center for Law and Business Law & Economics Research Paper Series Paper No. 638 4/2009.

<sup>2</sup> Si vedano le iniziative promosse da Banca d'Italia e Consob sui rispettivi siti istituzionali e il relativo programma della Commissione Europea.

<sup>3</sup> In particolare, le imprese di investimento dovranno realizzare prodotti concepiti per rispondere alle esigenze di un target ben definito di clientela ed adottare una strategia distributiva compatibile con il target di clientela identificato nonché misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito al target identificato. Tali disposizioni si applicano sia alle imprese di investimento che emettono strumenti finanziari che a quelle che operano in qualità di distributori e tendono a garantire che *ex ante* ci sia coerenza tra prodotti emessi e/o collocati e determinati *target* di clientela. V. la Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo relativa ai mercati degli strumenti finanziari e il Regolamento 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio. Sul tema v. anche Consob, Comunicazione n. 0097996 del 22 dicembre 2014, sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti *retail*.

cultura giuridica in cui si inserisce e degli strumenti con i quali si dispone la sua implementazione.

L'ADR nasce principalmente per sopperire alle lentezze della giustizia ordinaria, per garantire una risoluzione rapida ed economica della lite con mutua soddisfazione delle parti, per deflazionare il contenzioso presso le corti. La sua principale caratteristica è quella di essere un fenomeno multiforme nella struttura (esistono ADR pubblici e ADR privati) e nel tipo di procedure offerte (si distingue tra procedure facilitative o aggiudicative a seconda che il terzo intervenga nella lite, agevolando l'accordo tra le parti oppure adottando una vera e propria decisione).

Più recentemente si è assistito a uno sviluppo degli ADR anche in contesti di mercato regolato soprattutto con riferimento al comparto dei servizi bancari e finanziari. Il fenomeno si è saldato all'assetto della vigilanza esistente e all'articolazione delle autorità di controllo di settore nonché alla distribuzione delle relative competenze; la tendenza, in Italia e in Europa in generale, è stata quella di istituire un ADR per ogni regolatore presente in ogni comparto di mercato.

In alcuni di questi casi, l'obiettivo del legislatore è andato oltre l'intento di favorire la sola rapida risoluzione della lite tra le parti.

In contesti di mercato regolato, l'ADR è stato, infatti, chiamato a svolgere una funzione ulteriore e di sistema, intervenendo a valle del complesso lavoro di vigilanza delle *authorities* per rimediare agli eventuali fallimenti della stessa attività di controllo preventivo. L'ADR ha così dimostrato di poter essere un valido supporto all'attività di vigilanza svolta dal regolatore, poiché intervenendo nelle singole controversie tra intermediario e cliente, ha permesso di rilevare le disfunzioni del processo di vigilanza a livello micro settoriale e svolgere un'importantissima attività di segnalazione a favore dell'autorità di controllo.

Questo assetto non viene, tuttavia, condiviso nei vari comparti in cui si articola il mercato dei servizi bancari-finanziari; diverse ragioni hanno, infatti, impedito uno sviluppo armonico dei sistemi di ADR pubblici e la possibilità di delineare una strategia coerente nella loro istituzione e implementazione, anche se appare sempre più evidente come in contesti di mercato regolato la scelta del tipo di ADR da istituire non possa essere dettata dal caso per diverse ragioni.

In primo luogo perché i servizi di risoluzione stragiudiziale delle controversie sono già disponibili in varie forme presso altri organismi (per lo più di natura privata) e, pertanto, non avrebbe senso un intervento pubblico che si limiti a replicare

pedissequamente strutture e procedure esistenti o perseguire obiettivi (come quello di agevolare una risoluzione rapida della lite e deflazionare il contenzioso davanti alle corti), di per sé già pienamente soddisfatti.

Si tratterebbe di un intervento inefficiente per i costi che le amministrazioni pubbliche si troverebbero a sostenere e incoerente rispetto alle più recenti tendenze in termini di allocazione di funzioni e compiti all'esterno dello Stato-apparato, in omaggio al noto principio comunitario di sussidiarietà orizzontale. Semmai la sfida per lo Stato sarebbe quella di diffondere la cultura della mediazione e di incentivare e promuovere l'uso di questi istituti, non di sostituirsi ai privati creandone di nuovi.

In secondo luogo, lo Stato già fornisce – in termini di servizio pubblico – le strutture e le procedure proprie della giustizia ordinaria per risolvere le controversie tra i privati. In tal senso, avrebbe senso impegnarsi per migliorare e velocizzare le procedure giurisdizionali piuttosto che costruire un sistema “pubblico” di ADR per rimediare alle inefficienze e alle lentezze delle prime.

La situazione cambia, ovviamente, laddove l'ADR venga chiamato a svolgere altre funzioni rispetto alla sola tutela (sia pure rapida ed economica) delle situazioni giuridiche soggettive private.

In particolare, l'ADR che entra a far parte di un circuito di vigilanza, perché istituito in un contesto di mercato regolato, deve necessariamente perseguire obiettivi ulteriori rispetto alla sola risoluzione della lite e atteggiarsi e modularsi in termini coerenti al perseguimento di quegli obiettivi. In particolare, un ADR pubblico in tale contesto dovrebbe coadiuvare l'autorità di controllo, segnalando le eventuali disfunzioni della vigilanza rilevata, a livello micro settoriale, nel corso dell'attività di risoluzione della controversia.

Il perseguimento di questo obiettivo pone una questione fondamentale sul tipo di struttura e di procedura da conferire all'organismo. Come vedremo, il fenomeno multiforme degli ADR subisce, per forza di questo inquadramento, una sorta di *reductio ad unitatem*, perché soltanto una particolare struttura e una specifica procedura sembrano essere funzionali alla costruzione di un sistema coerente ed efficace di ADR pubblico all'interno di un mercato regolato.

Il presente lavoro è suddiviso in più parti. Nei paragrafi 2 e 3 è svolta una breve ricognizione del quadro normativo comunitario e italiano in materia di ADR. L'analisi del fenomeno si sposta poi sui mercati finanziari, sottolineando la tendenza a organizzare e istituire gli ADR replicando il modello di vigilanza sul mercato (par. 4).

Nel par. 4.2 sono esaminati gli ADR istituiti presso la Banca d'Italia e la Consob e sono messe in luce le maggiori differenze tra i due sistemi. Nel par. 5 si esamina, invece, la questione dell'articolazione degli ADR secondo il sistema di vigilanza esistente, evidenziando un diffuso fenomeno di *path dependence* nella istituzione di tali organismi. Infine, il par. 6 contiene alcuni suggerimenti su come organizzare diversamente, e sostanzialmente riformare, il sistema di ADR sui mercati bancari finanziari in Italia.

## 2. Quadro normativo comunitario in materia di ADR

---

Le prime iniziative comunitarie in materia di accesso alla giustizia risalgono agli anni novanta e sono state avviate nel solco della disciplina consumeristica con lo scopo di implementare le politiche comunitarie di costruzione del mercato interno.

L'azione della Commissione europea si è rivelata incisiva e costante nel tempo.

Fin dal 1993 un Libro Verde, facendo il punto della situazione in Europa, rappresentava alcune iniziative avviate singolarmente dagli Stati membri e affrontava gli aspetti della semplificazione nei procedimenti civili ordinari, evidenziando il limitato ricorso a strumenti deflattivi del contenzioso come la mediazione e la conciliazione<sup>4</sup>.

Nel 1996, un Piano d'Azione<sup>5</sup> analizzava più compiutamente il fenomeno della sproporzione esistente tra valore economico del contenzioso e costo dell'azione giudiziaria specialmente nell'ambito delle controversie transfrontaliere in materia di consumo; si evidenziava, in particolare, come l'incertezza indotta dal processo d'integrazione comunitaria e la mancanza di strumenti idonei a far valere i propri

---

<sup>4</sup> Il Libro verde sull'accesso dei consumatori alla giustizia e la risoluzione delle controversie in materia di consumo nell'ambito del mercato unico era stato adottato con l'entrata in vigore del Trattato di Maastricht che definiva chiaramente ambito e portata di una specifica politica per la protezione dei consumatori (cfr. l'attuale art. 129 A del Trattato di Roma) e faceva della cooperazione in materia di giustizia (art. K del Trattato) uno dei pilastri dell'Unione europea. Più in particolare, alcuni autori ritengono che la *ratio* degli interventi in materia di ADR in Europa sia da rinvenire nella necessità di favorire lo sviluppo dell'*e-commerce* e di incrementare la fiducia dei consumatori nei confronti di questa nuova pratica commerciale; v. M. GORGA, D. MULA, *Alternative Dispute Resolution e Online Dispute Resolution nell'ordinamento giuridico italiano*, in <http://www.juribit.it/wp-content/uploads/doc/ADR-ODR.pdf>. In argomento, R. DANOVÌ, *Le ADR (Alternative Dispute Resolutions) e le iniziative dell'Unione Europea*, in *Giur. it.*, 1997.

<sup>5</sup> Piano d'Azione sull'accesso dei consumatori e sulla risoluzione delle controversie in materia di consumo nell'ambito del mercato interno, COM (96) 13 def., disponibile sul sito internet <http://eur-lex.europa.eu>. V. anche la relativa risoluzione del Parlamento europeo del 14 novembre 1996 in *G.U.C.E.* C 362 del 2 dicembre 1996, p. 275.

diritti in questo contesto, rappresentavano un rilevante costo di transazione per il consumatore che voleva acquistare beni o servizi al di fuori del mercato domestico. Il Piano apprestava, quindi, uno schema di lavoro per l'adozione di future raccomandazioni che fissassero criteri per istituire procedure non giurisdizionali applicabili a questo tipo di controversie.

Una raccomandazione del 1998, limitando il suo ambito applicativo alle procedure che prevedono l'intervento attivo di un terzo nell'elaborazione o nell'imposizione di una soluzione alla lite, dettava alcuni principi che gli organismi – istituiti o istituendi – competenti per la risoluzione extragiudiziale delle controversie in materia di consumo avrebbero dovuto rispettare<sup>6</sup>. Con lo stesso scopo (l'individuazione di principi comuni) veniva adottata una seconda raccomandazione per quegli organismi terzi che si adoperano per risolvere una controversia facendo incontrare le parti per convincerle a trovare una soluzione di comune accordo<sup>7</sup>.

Un nuovo impulso all'iniziativa comunitaria in tema di risoluzione alternativa delle controversie veniva dall'adozione delle norme europee in materia di commercio elettronico<sup>8</sup>: nel Libro Verde del 2002 la Commissione definiva questo tema come una priorità politica conseguente allo sviluppo del settore della società dell'informazione, dove nuovi servizi *on line* di risoluzione delle controversie transfrontaliere su *internet* (cd. ODR ovvero "*Online Dispute Resolution*") venivano esplicitamente raccomandati<sup>9</sup>.

La Commissione tentava, poi, una prima classificazione degli ADR esistenti a livello europeo, distinguendo tra sistemi in cui la funzione di comporre la controversia è esercitata da un giudice o affidata dal giudice a un terzo (ADR nell'ambito di procedimenti giudiziari) e sistemi esterni alla procedura giurisdizionale (ADR convenzionale), nei quali il terzo può decidere in modo vincolante (ADR

---

<sup>6</sup> Raccomandazione della Commissione del 30 marzo 1998 (98/257/CE), in *G.U.C.E.* L 115/31 del 17 aprile 1998. I principi dettati dalla raccomandazione sono quelli di a) indipendenza dell'organo responsabile della decisione; b) trasparenza della procedura; c) contraddittorio per tutte le parti interessate; d) efficacia della procedura in termini di accesso, costi e durata; e) legalità; f) libertà, ovvero la decisione dell'organo può essere vincolante per le parti solo previa informazione ed esplicita accettazione da parte delle stesse; g) rappresentanza.

<sup>7</sup> Raccomandazione della Commissione del 4 aprile 2001 (2001/310/CE) in *G.U.C.E.* L 109/56 del 19 aprile 2001. I principi individuati dalla raccomandazione e applicabili a questi organismi sono quelli di: a) imparzialità; b) trasparenza; c) efficacia ed equità della procedura.

<sup>8</sup> Direttiva 2001/31/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2000 relativa a taluni aspetti giuridici dei servizi della società dell'informazione, in particolare il commercio elettronico, nel mercato interno ("Direttiva sul commercio elettronico"), in *G.U.C.E.* L 178/1 del 17 luglio 2000.

<sup>9</sup> Libro Verde del 19 aprile 2002 relativo ai modi alternativi di risoluzione delle controversie in materia civile e commerciale (COM) 2002 196 def., reperibile sul sito internet <http://eur-lex.europa.eu>.



determinative), oppure rivolgere semplici raccomandazioni alle parti ovvero limitarsi ad assisterle nella ricerca di un accordo (ADR facilitative).

All'esito di una consultazione avviata con la pubblicazione del medesimo Libro Verde, la Commissione affermava di preferire l'adozione di regole uniformi per i sistemi di ADR. Nel 2008 veniva, pertanto, adottata una direttiva riguardante alcuni aspetti della mediazione civile e commerciale; il campo di applicazione della direttiva riguardava, tuttavia, le sole ADR facilitative a carattere volontario dove il mediatore è *“qualunque terzo cui è chiesto di condurre la mediazione in modo efficace, imparziale e competente, indipendentemente dalla denominazione o dalla professione di questo terzo nello Stato membro interessato e dalle modalità con cui è stato nominato o invitato a condurre la mediazione”*<sup>10</sup>.

Alcune iniziative comunitarie hanno, infine, interessato il settore dei servizi finanziari in senso lato e sempre nell'ambito delle controversie transfrontaliere. L'implementazione del Trattato di Maastricht e il completamento del processo di integrazione monetaria hanno agito, infatti, da catalizzatore della modernizzazione dei mercati finanziari europei, portando la Commissione ad adottare un Piano d'Azione per i servizi finanziari con lo scopo di istituire un mercato unico dei servizi finanziari all'ingrosso, rendere accessibili e sicuri i mercati dei prodotti *retail* e rafforzare/armonizzare le norme di vigilanza prudenziale.

Nel contempo, si riteneva fondamentale rafforzare la fiducia dei consumatori offrendo strumenti di tutela alternativi all'azione giudiziaria che fossero semplici, efficaci ed economici.

Sfruttando le realtà presenti negli Stati membri, la Commissione ha ideato una rete tra organismi nazionali di ricorso per la risoluzione extragiudiziale delle controversie nel settore dei servizi finanziari: tale rete è basata su un *memorandum* d'intesa e sull'adesione volontaria dei vari organismi (FIN-NET)<sup>11</sup>.

La Commissione ha poi ribadito nella Direttiva MiFid l'opportunità che gli Stati membri incoraggino gli organismi pubblici o privati istituiti ai fini della composizione extragiudiziale delle controversie a cooperare nella risoluzione delle vertenze

---

<sup>10</sup> Direttiva 2008/52/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2008 in *G.U.C.E.* L136 del 24 maggio 2008.

<sup>11</sup> Documentazione, informazioni generali e struttura della rete FIN-NET sono reperibili sul sito [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finservices-retail/finnet/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/finnet/index_en.htm). FIN-NET va ad integrare EEJ-NET (*European Extra Judicial Network*), una rete europea di risoluzione extragiudiziale dei conflitti in materia di consumo istituita con Risoluzione del Consiglio del 25 maggio 2000, in *G.U.C.E.* C/155 del 6 giugno 2000.

transfrontaliere, tenendo conto dei principi contenuti nella Raccomandazione 98/257/CE del 30 maggio 1998 e utilizzando in particolare i meccanismi di cooperazione già esistenti (FIN-NET appunto) in materia di servizi finanziari<sup>12</sup>.

Recentemente, il legislatore comunitario è intervenuto, più incisivamente, con una Direttiva sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori e un Regolamento concernente la risoluzione delle controversie relative alla vendita dei beni e alla fornitura dei servizi *on-line*<sup>13</sup>.

Da ultimo, occorre ricordare che l'adozione di misure volte a garantire lo sviluppo di tali sistemi alternativi è stata recepita quale indicazione di *policy* nel Trattato sul Funzionamento dell'UE (art. 81, comma 2, lett. g).

### 3. Quadro normativo italiano in materia di ADR

---

Il primo intervento legislativo nell'ordinamento italiano in materia di ADR risale al 1993 quando, nel provvedere al riordino organizzativo delle camere di commercio, si è conferita a queste ultime la possibilità per le medesime di costituire, singolarmente o associandosi, commissioni arbitrali per la risoluzione di controversie tra imprese e tra consumatori e imprese<sup>14</sup>. Il legislatore è intervenuto sullo stesso tema più volte nel tempo con provvedimenti legislativi di tipo settoriale<sup>15</sup>.

Nessun intervento specifico in tema di procedura di risoluzione stragiudiziale delle controversie è stato adottato almeno fino al decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 5 che ha introdotto una norma di settore per la sola conciliazione societaria. Disposizioni di carattere generale riguardanti la mediazione in ambito civile e

---

<sup>12</sup> Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004, considerando n. 61 e art. 53.

<sup>13</sup> Di tratta della Direttiva 2013/11/UE e del Regolamento n. 564/2013. La Direttiva ha per obiettivo l'eliminazione delle differenze normative tra gli Stati, l'imposizione di obblighi informativi puntuali nei confronti dei consumatori con riferimento agli ADR, la creazione di un sistema di monitoraggio del funzionamento degli ADR. Il Regolamento, invece, mira a creare le condizioni per lo sviluppo di un sistema integrato e interattivo di risoluzione delle controversie (in particolare attraverso la predisposizione di una piattaforma informatica che colleghi tra loro i diversi ADR nazionali).

<sup>14</sup> Legge 29 dicembre 1993, n. 580, art. 2, comma 4.

<sup>15</sup> Senza pretesa di esaustività si possono considerare i seguenti interventi normativi: legge 14 novembre 1995, n. 481 con cui si designavano le camere di commercio quali soggetti competenti in materia di risoluzione delle controversie tra utenti e gestori di servizi; legge in tema di subfornitura del 18 giugno 1998, n. 192 che introduceva l'esperimento di un tentativo obbligatorio di conciliazione; legge 30 luglio 1998, n. 281 con cui si stabiliva che le associazioni dei consumatori possono attivare la procedura di conciliazione dinanzi alle camere di commercio, prima di esperire la via giudiziaria; legge 29 marzo 2001, n. 135 che affidava sempre alle predette camere la risoluzione stragiudiziale delle controversie relative alla fornitura di servizi turistici.

commerciale sono state emanate, invece, solo con il decreto legislativo 4 marzo 2010, n. 28.

La mediazione è stata ivi indicata non solo come strumento di risoluzione alternativa delle controversie, ma anche come strumento complementare e integrativo della giustizia civile, tanto da prevedere specifici obblighi informativi sulla procedura da parte degli avvocati verso i propri clienti e l'obbligatorietà del tentativo di conciliazione in determinate materie. La legge ha poi scelto il modello della conciliazione amministrata ovvero gestita da soggetti qualificati e specializzati che operano in organismi che sono diramazione di enti pubblici o privati iscritti in un apposito registro tenuto dal Ministero della Giustizia.

In tema si deve registrare un ulteriore intervento legislativo del 2013<sup>16</sup> che ha reintrodotto il ricorso alla procedura di mediazione per determinate materie – tra cui quelle in materia finanziaria e bancaria – quale condizione di procedibilità per poter adire il giudice, anche al fine di superare la censura di costituzionalità che aveva investito il precedente decreto legislativo del 2010<sup>17</sup>.

Infine, nel 2014, con un intervento intitolato “misure urgenti di degiurisdizionalizzazione ed altri interventi per la definizione dell'arretrato in materia di processo civile”<sup>18</sup>, il legislatore ha previsto nuovi meccanismi di risoluzione alternativa delle controversie tra cui la facoltà di trasferire in sede arbitrale un procedimento pendente davanti al giudice o la procedura di negoziazione assistita da un avvocato come condizione di procedibilità della domanda giudiziale.

Nell'ambito dei servizi finanziari, invece, è stata la legge sul risparmio del 2005<sup>19</sup> a introdurre un sistema di ADR “pubblicistico” orientato alla tutela dell'investitore. La legge, come noto, trae in parte la sua origine dalla necessità di

---

<sup>16</sup> D.l. n. 69/2013 recante “Misure urgenti per il rilancio dell'economia”, convertito in l. n. 98/2013.

<sup>17</sup> Un intervento della Corte costituzionale del 2012 ha dichiarato l'illegittimità costituzionale per eccesso di delega del d. lgs 28/2010 nella parte in cui ha previsto il carattere obbligatorio della mediazione, quale condizione di procedibilità per adire il giudice ordinario. È conseguito l'intervento del d.l. 69/2013 che ha reintrodotto la mediazione civile obbligatoria per quasi tutte le materie già presenti nel testo precedente alleggerendone l'impatto sul processo. Sempre il legislatore del 2013 ha potenziato l'istituto della mediazione delegata utilizzabile a prescindere dalla natura della controversia. V. Corte Cost. 6 dicembre 2012, n. 272, in *Corr. giur.*, 2013, 527 con nota di I. PAGNI, *Gli spazi e il ruolo della mediazione dopo la sentenza della Corte costituzionale 6 dicembre 2012, n. 272*.

<sup>18</sup> D.l. n. 132/2014, convertito in l. n. 162/2014. Si segnala come tendenza e “difetto” del processo di sempre maggiore normativizzazione dell'istituto della mediazione-conciliazione, un progressivo irrigidimento delle forme e dei margini di manovra (cd. case management) dello stesso mediatore, laddove la forza dello strumento dovrebbe risiedere nella sua flessibilità.

<sup>19</sup> Legge 18 dicembre 2005, n. 262, *Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*. In argomento, F. CAPRIGLIONE, *Crisi di sistema ed innovazione normative: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio (L. n. 262 del 2005)*, in *Borsa, banca, tit. cred.*, 2006, I, 125.

rispondere ad alcuni rilevanti scandali finanziari (tra questi Parmalat, Cirio, Giacomelli e Argentina) che avevano duramente colpito gli investitori, appannando l'immagine degli intermediari finanziari coinvolti e innescando una più generale crisi di fiducia negli investimenti azionari e obbligazionari<sup>20</sup>. In realtà, essa si presentava come un insieme eterogeneo di misure che ha sollevato più di un dubbio sull'efficacia delle medesime e finanche sulla correttezza della tecnica redazionale usata<sup>21</sup>.

Il carattere eterogeneo ed emergenziale della legge ha interessato pure gli strumenti di tipo rimediale volti a dare una risposta concreta ai comportamenti scorretti e fraudolenti degli intermediari in danno agli investitori.

La legge sul risparmio contemplava, infatti, *i*) l'istituzione di due ADR e *ii*) l'istituzione di un fondo di garanzia per indennizzare i risparmiatori; *iii*) la redazione di uno statuto dei risparmiatori e degli investitori, che individuasse l'insieme dei diritti loro riconosciuti e definisse i criteri idonei a garantire un'efficace diffusione dell'informazione finanziaria tra i risparmiatori, e *iv*) la redazione del codice di comportamento degli operatori finanziari.

Mentre il fondo di garanzia, lo statuto e il codice di comportamento non sono stati attuati, il Governo ha esercitato il potere di delega conferitogli per istituire, in materia di servizi di investimento, procedure di conciliazione e arbitrato dinanzi alla Consob per la decisione di controversie insorte tra risparmiatori/investitori e intermediari finanziari, riguardanti la violazione degli obblighi di informazione, correttezza e trasparenza previsti nei rapporti contrattuali con la clientela (art. 27); e per istituire un sistema di risoluzione delle controversie in materia di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari per il quale si demandava al Cicer, su proposta della Banca d'Italia, il compito di deliberare in tema di criteri di svolgimento delle procedure e composizione dell'organo decidente (art. 29).

Il decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179 e la delibera Cicer del 29 luglio 2008, n. 257 hanno istituito rispettivamente la Camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob e l'Arbitro Bancario Finanziario (ABF). A tali provvedimenti sono seguite le norme attuative della Consob e della Banca d'Italia che saranno oggetto, di seguito, di esame più approfondito.

---

<sup>20</sup> V. CONSOB, *Relazione per l'anno 2003, Discorso del Presidente al mercato finanziario del 7 giugno 2004*, su [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>21</sup> V. G. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Rivista delle società*, 2006, 1.

#### 4. Organizzazione degli ADR in materia di servizi finanziari nella legge italiana

---

Entrambi i sistemi di ADR presentano la comune caratteristica di essere stati istituiti *ope legis* presso le rispettive autorità di vigilanza. Divergono, tuttavia, sotto il profilo dell'organizzazione, delle procedure e degli strumenti di tutela che offrono agli utenti, del rapporto con le autorità di controllo a cui fanno riferimento e delle sinergie che innescano con le funzioni tipiche dei regolatori.

Va sottolineato che la relazione di prossimità con le due autorità (Consob e Banca d'Italia) appare il precipitato del tipo di regolazione/vigilanza che il legislatore ha adottato per i mercati finanziari in Italia.

È noto che la ripartizione delle competenze nel contesto della regolazione finanziaria può seguire vari modelli: regolatore unico; vigilanza per finalità; vigilanza per settore; vigilanza per attività (non mancano sistemi che adottano modelli di tipo ibrido<sup>22</sup>).

Le competenze in gioco nei diversi modelli sono quelle della tutela della stabilità dell'intermediario (cd. vigilanza prudenziale) e del corretto funzionamento dei mercati attraverso il monitoraggio dei comportamenti degli operatori ivi presenti (vigilanza comportamentale).

Destinatario della vigilanza è l'intermediario bancario-finanziario, mentre il beneficiario dell'azione del regolatore è il risparmiatore/consumatore. Secondo la dottrina quest'ultimo si atteggia a beneficiario indiretto o diretto a seconda che sia vigilata la stabilità dell'intermediario o la trasparenza-correttezza del suo operare sul mercato. Nel primo caso, la vigilanza prudenziale funge da argine all'opportunismo dell'intermediario che, assumendo improprie posizioni di rischio alla continua ricerca di attività remunerative, potrebbe non solo danneggiare il singolo risparmiatore, ma innescare anche una crisi di tipo sistemico<sup>23</sup>; nel secondo caso, il controllo sulla trasparenza-correttezza dei comportamenti e, in particolare, sul flusso informativo diretto al mercato funge da presidio per una più corretta e consapevole formazione della volontà contrattuale da parte di coloro che si apprestano ad acquistare uno

---

<sup>22</sup> E.L. CAMILLI, *Le variabili dell'architettura della regolamentazione finanziaria nell'area Euro e in Gran Bretagna*, in [www.side-isle.it/ocs/viewpaper.php?id=32&cf=1](http://www.side-isle.it/ocs/viewpaper.php?id=32&cf=1).

<sup>23</sup> Si parla di microstabilità per indicare l'attività di verifica della capacità dei singoli intermediari di evidenziare corretti equilibri gestionali; mentre con il termine macrostabilità si fa riferimento all'attività di prevenzione/limitazione dell'insorgere di situazioni patologiche nelle istituzioni finanziarie (cd. rischio sistemico).

strumento finanziario<sup>24</sup>.

Queste due funzioni di vigilanza sono articolate diversamente a seconda del modello di regolamentazione finanziaria adottato.

Nel modello di vigilanza per settore (detto anche “sezionale” o “istituzionale”)<sup>25</sup>, il controllo viene complessivamente esercitato sugli intermediari presenti in un dato mercato e sulle attività ivi svolte; la competenza spetta a una autorità istituita *ad hoc* per ogni tipo di mercato. Questo modello di vigilanza facilita l’esercizio dei controlli perché coinvolge l’intera attività dell’intermediario il quale peraltro si relaziona con una sola controparte; ne beneficia l’intero sistema in termini di riduzione dei costi della regolazione e delle inefficienze derivanti da eventuali duplicazioni nei controlli. Tuttavia, la vigilanza per settore funziona in modo efficace solo in caso di specializzazione degli intermediari, circostanza di fatto smentita dalla sempre più diffusa presenza dei conglomerati finanziari, ovvero di operatori attivi su più mercati e impegnati in molteplici tipi attività finanziarie. Si ritiene, inoltre, che tale modello favorisca fenomeni di arbitraggio e di cattura del regolatore.

Nella vigilanza per finalità gli intermediari sono invece sottoposti al controllo di più autorità ognuna competente per ciascun obiettivo della regolamentazione (stabilità, trasparenza dei comportamenti e, anche, tutela della concorrenza). Con questo modello, il sistema dei controlli può risultare particolarmente efficace in presenza di gruppi conglomerati e impedire il fenomeno della cattura del regolatore; non sono del tutto esclusi, però, i rischi di sovrapposizione nell’attività di vigilanza o addirittura di assenza di controlli, soprattutto quando le competenze regolamentari non sono state chiaramente definite o identificate<sup>26</sup>.

Infine, la vigilanza accentrata si caratterizza per la presenza di una sola autorità di controllo competente per tutti i mercati e gli intermediari,

---

<sup>24</sup> Anche sul versante della trasparenza, gli obiettivi della regolamentazione divergono tra l’ipotesi di una trasparenza di tipo “macro”, ovvero finalizzata all’efficienza informativa nel suo complesso (si tratta di assicurare la diffusione delle informazioni – cd. parità di condizioni per gli operatori – ed efficienti meccanismi di formazione dei prezzi delle attività finanziarie); e trasparenza micro che riguarda più direttamente la gestione aziendale dell’informazione da parte dell’intermediario (attraverso la pubblicazione di dati contabili ed extracontabili) e il rapporto intermediario-cliente (trasparenza dei comportamenti).

<sup>25</sup> La vigilanza per settore tende poi a coincidere con il modello di vigilanza per attività, nella misura in cui l’attività economica svolta – quella bancaria o assicurativa per esempio – sia riservata e venga svolta da soggetti imprenditoriali dedicati (istituti bancari o assicurativi).

<sup>26</sup> Si pensi, ad esempio, al caso delle pratiche commerciali sleali per le quali il Consiglio di Stato ha, con un parere, tracciato i confini delle competenze tra AGCM e CONSOB relativamente ai servizi di investimento. Il parere è intervenuto presupponendo l’assenza di un meccanismo positivo di risoluzione di conflitti positivi di attribuzione di competenze.

indipendentemente dalla natura dell'attività svolta. La riduzione dei costi della regolazione e lo sfruttamento delle economie di scala raggiunte attraverso l'esercizio unitario della vigilanza - specialmente nel caso di gruppi conglomerati e intermediari polifunzionali - rappresentano i principali vantaggi del modello. Tuttavia, proprio l'esercizio unitario dei controlli può aumentare i rischi di cattura e determinare problemi di coerenza nell'esercizio della funzione, laddove l'autorità persegua obiettivi di vigilanza confliggenti.

Questo sintetico resoconto dei modelli di vigilanza esistenti (e dei connessi pro e contro) è sintomatico delle diverse caratteristiche dei mercati finanziari domestici e sembra rivelare, molto più di altri settori regolamentati, quanto profondo sia il collegamento con le strutture di controllo sedimentatesi nel tempo nei vari ordinamenti. Le recenti crisi finanziarie hanno tuttavia evidenziato che non esiste un modello di vigilanza ottimale e che lo "spazio regolatorio" appare perfettibile e suscettibile di continua e costante manutenzione da parte del legislatore.

A fronte delle differenze che si riscontrano nell'architettura della regolamentazione finanziaria in Europa e nell'allocazione delle competenze, vanno sottolineati, tuttavia, gli elementi di convergenza che caratterizzano l'esercizio delle funzioni e l'implementazione delle stesse sotto il profilo dell'*enforcement*; anche grazie a questi elementi possiamo indicare almeno tre coordinate utili a tracciare un quadro esaustivo delle funzioni dei regolatori e della distribuzione delle competenze tra gli stessi. Queste coordinate possono essere così rappresentate:

- a) il *dove* (ovvero il luogo) in cui sono allocate le competenze (e quindi le funzioni di regolamentazione e controllo);
- b) il *quomodo* della funzione (ovvero il modo con cui essa viene esercitata);
- c) gli *strumenti rimediali* che intervengono a valle dell'esercizio della funzione, in chiave di correzione dei fallimenti delle attività regolatorie e di vigilanza, e di implementazione delle medesime.

Con riguardo al *luogo* in cui è allocata la funzione si è già detto che non esiste un modello ottimale di distribuzione delle competenze; ogni ordinamento segue il suo sistema "strutturale" e, per il momento, anche la nuova architettura della vigilanza finanziaria europea non sembra aver innescato a livello di singoli Stati membri un dibattito su eventuali riforme che portino a replicare su base nazionale il modello di vigilanza adottato per i regolatori europei.

Diversamente, il *quomodo* dell'esercizio della funzione (almeno quella regolamentare), sia che afferisca alla vigilanza sulla stabilità dell'intermediario o a quella sulla trasparenza dei comportamenti, sembra essere strutturato allo stesso modo (indipendentemente cioè dall'allocazione delle competenze nel modello di vigilanza adottato), ovvero attraverso l'uso di strumenti comuni quali i) la consultazione pubblica che si svolge in occasione dell'adozione di regolamenti, comunicazioni-raccomandazioni o linee guida; ii) l'analisi di impatto in termini di costi-benefici della regolamentazione (AIR) e di verifica della stessa dopo la sua applicazione (VIR); e iii) l'uso di organismi ausiliari di tipo consultivo.

In particolare, la pubblica consultazione e l'analisi di impatto – patrimonio comune nell'esperienza delle autorità nazionali e oggi pienamente legittimate anche dalla riforma europea delle autorità di vigilanza finanziaria<sup>27</sup> – sono utilizzate come elementi di implementazione della qualità delle regole e di legittimazione “democratica” delle stesse, permettendo un esercizio della funzione regolatoria più stabile e coerente di quanto non avvenga ormai per l'esercizio del potere legislativo<sup>28</sup>. Nella stessa logica si è assistito al diffondersi di organismi consultivi di supporto alla funzione regolatoria (*panels*) costituiti in forma di commissioni miste o comitati

---

<sup>27</sup> Questi strumenti sono stati “consacrati” dalla riforma europea delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari. Con i regolamenti comunitari del 24 novembre 2011, nn. 1093, 1094 e 1095 tre nuove autorità di vigilanza competenti per i settori bancario (*European Banking Authority-EBA*), assicurativo-pensionistico (*European Insurance and Occupational Pensions Authority-EIOPA*) e finanziario (*European Securities and Market Authority-ESMA*) hanno sostituito i precedenti Comitati (CEBS, CEIOPS e CESR) istituiti nell'ambito della cd. procedura Lamfalussy. Nell'attività di terzo livello della procedura, i tre comitati si erano dotati di linee guida (*Impact Assessment Guidelines for EU Level 3 Committees*) in cui si illustravano gli obiettivi dell'analisi di impatto della regolamentazione (AIR) e le sue tipologie. Con l'istituzione delle tre autorità europee, i regolamenti comunitari hanno formalizzato l'uso di questo strumento e della pubblica consultazione. Ad esempio, il regolamento istitutivo dell'EBA dispone che essa «prima di adottare progetti di norme tecniche di regolamentazione o di attuazione, orientamenti e raccomandazioni (...) dovrebbe procedere a un'analisi di impatto». L'art. 10 sulle “Norme tecniche di regolamentazione” specifica che, «[p]rima di presentarli alla Commissione, l'Autorità effettua consultazioni pubbliche sui progetti di norme tecniche di regolamentazione e analizza i potenziali costi e benefici, a meno che dette consultazioni e analisi siano sproporzionate in relazione alla portata e all'impatto dei progetti di norme tecniche di regolamentazione interessati o in relazione alla particolare urgenza della questione», e chiederà anche il parere del gruppo delle parti interessate nel settore bancario, che lo stesso Regolamento provvede a istituire all'art. 37. Stesso iter è previsto per le “Norme tecniche di attuazione” (art. 15), mentre su “Orientamenti e raccomandazioni” (art. 16), l'Autorità può effettuare consultazioni pubbliche, analizzandone costi e benefici e sempre rispettando il criterio di proporzionalità. Previsioni simili sono contenute nei regolamenti istitutivi dell'ESMA e dell'EIOPA. Al momento il programma più dettagliato di AIR è quello formulato dall'ESMA che ha suddiviso la propria attività a seconda del grado di priorità e all'interno delle 4 categorie individuate (assoluta, alta, media e bassa), ha specificato se ci sarà o meno un AIR. V. F. CACCIATORE, *L'AIR nelle Autorità europee di vigilanza*, Osservatorio sull'Analisi d'Impatto della Regolazione, S 10/2011, febbraio 2011, in [www.osservatorioair.it](http://www.osservatorioair.it).

<sup>28</sup> V. L. TORCHIA, *La regolazione dei mercati di settore tra autorità indipendenti nazionali e organismi europei*, Relazione di sintesi tenuta all'omonimo convegno presso l'Università degli Studi di Milano, Milano, 19-20 ottobre 2011, reperibile sul sito internet [www.osservatorioair.it](http://www.osservatorioair.it).



omogenei a seconda della presenza o meno di rappresentanti governativi nella loro composizione<sup>29</sup> (anche questo tipo di strutture è confluito stabilmente nella riforma europea delle *authorities* finanziarie<sup>30</sup>).

Infine, in chiave rimediata ai fallimenti della vigilanza, le norme europee promuovono oggi il rafforzamento e il coordinamento delle diverse *safety net* presenti su base nazionale<sup>31</sup> e, sempre in una logica di coordinamento, la Commissione europea ha avviato da tempo iniziative sul versante delle strutture attive nel cd. *private enforcement* come gli ADR (si veda ad esempio la rete FIN-NET). Proprio in questo settore, tuttavia, si registra analogamente a quanto accade per il luogo in cui allocare le funzioni di vigilanza, una forte divergenza strutturale tra gli ADR esistenti, le procedure adottate dai medesimi e i rapporti che essi intrattengono con le autorità

---

<sup>29</sup> V. E.L. CAMILLI, *Le variabili dell'architettura e della regolamentazione finanziaria nell'area Euro e in Gran Bretagna*, cit., p. 34.

<sup>30</sup> Prendendo questa volta ad esempio il regolamento istitutivo dell'ESMA (1095/2010) all'art. 37 intitolato "Gruppo delle parti interessate nel settore degli strumenti finanziari e dei mercati" si legge che "1. [p]er facilitare la consultazione delle parti interessate nei settori pertinenti per I compiti dell'Autorità, e' istituito un gruppo delle parti interessate nel settore degli strumenti finanziari e dei mercati. Il gruppo (...) e' consultato sulle misure adottate ai sensi degli articoli da 10 a 15 riguardo alle norme tecniche di regolamentazione e alle norme tecniche di attuazione e, ove queste non riguardino i singoli partecipanti ai mercati finanziari, ai sensi dell'articolo 16 riguardo agli orientamenti e alle raccomandazioni. (...) 2. Il gruppo (...) si compone di trenta membri che rappresentano in modo proporzionato i partecipanti ai mercati finanziari che operano nell'Unione, i rappresentanti dei loro dipendenti, nonché i consumatori, gli utenti dei servizi finanziari e i rappresentanti delle PMI. Almeno cinque dei suoi membri sono esponenti del mondo accademico indipendenti e di altissimo livello. Dieci dei suoi membri rappresentano i partecipanti ai mercati finanziari. 3. I membri del gruppo (...) sono nominati dal consiglio delle autorità di vigilanza su proposta delle relative parti interessate. Nella sua decisione il consiglio (...) provvede per quanto possibile a garantire un equilibrio geografico e di genere ed una rappresentanza adeguata delle parti interessate di tutta l'Unione. (...) 5. Il gruppo (...) può emanare pareri e fornire consulenze all'Autorità su qualsiasi questione in relazione ai compiti dell'Autorità' (...). 6. Il gruppo (...) adotta il proprio regolamento interno a maggioranza dei due terzi dei suoi membri. 7. L'Autorità pubblica i pareri e le consulenze del gruppo delle parti interessate nel settore degli strumenti finanziari e dei mercati e i risultati delle sue consultazioni." Analoghe previsioni sono contenute nei regolamenti istitutivi di EBA ed EIOPA.

<sup>31</sup> Ai sensi dell'art. 26 del regolamento istitutivo dell'EBA rubricato "Sistema europeo dei sistemi di garanzia dei depositi", "1. L'Autorità contribuisce a rafforzare il sistema europeo dei sistemi nazionali di garanzia dei depositi agendo a norma dei poteri conferitile dal presente regolamento per garantire la corretta applicazione della direttiva 94/19/CE con l'obiettivo di assicurare che i sistemi nazionali di garanzia dei depositi siano adeguatamente finanziati con i contributi degli istituti finanziari (...) e fornisce un elevato livello di protezione per tutti i depositanti in un quadro armonizzato per tutta l'Unione che non incida sul ruolo stabilizzante di salvaguardia dei sistemi di garanzia reciproci". Anche nel regolamento ESMA all'art. 26 si legge che "1. L'Autorità contribuisce a rafforzare il sistema europeo dei sistemi nazionali di indennizzo degli investitori (SII), deliberando nell'ambito dei poteri conferitile nel presente regolamento per garantire la corretta applicazione della direttiva 97/9/CE, con l'obiettivo di assicurare che I sistemi nazionali di indennizzo degli investitori siano adeguatamente finanziati da contributi dei partecipanti ai mercati finanziari con sede in paesi terzi, e forniscano un elevato livello di protezione a tutti gli investitori in un quadro armonizzato a livello di Unione". Più genericamente nel caso dei mercati assicurativi, il regolamento che istituisce l'EIOPA prevede all'art. 26 che "1. L'Autorità può contribuire a valutare l'esigenza di una rete europea dei sistemi nazionali di garanzia assicurativa adeguatamente finanziata e sufficientemente armonizzata".

di vigilanza.

Nel tirare le fila delle predette osservazioni, possiamo quindi concludere che nello spazio regolatorio si rinvengono:

- a) modelli di vigilanza diversi e alternativi per quanto concerne l'allocazione della funzione;
- b) strumenti per l'esercizio delle funzioni che presentano caratteristiche comuni, indipendentemente dal modello di vigilanza adottato e dal luogo in cui si esercita la funzione;
- c) strutture a carattere rimediabile dei fallimenti di mercato, in quanto derivanti anche da disfunzioni della vigilanza, che si presentano eterogenee nella struttura, nelle procedure utilizzate e in particolare risultano "geneticamente" legate e complementari all'attività dell'autorità di controllo di volta in volta preposta alla vigilanza di un determinato settore del mercato.

Con riferimento a quest'ultimo aspetto e in particolare alla questione degli ADR, appare opportuno chiedersi se esistano presupposti e incentivi per avviare un processo di armonizzazione strutturale e procedurale dei medesimi sistemi di ADR, considerando che nei principali paesi europei – oltre all'opera di coordinamento avviata dalla Commissione – si è assistito negli ultimi anni alla nascita di numerosi organismi di risoluzione stragiudiziale delle controversie di stampo pubblicistico nell'ambito di contesti di mercato vigilato.

In particolare, il legislatore appare impegnato a incrementare le strutture istituzionali presenti nello spazio regolatorio in cui si muovono taluni operatori economici, stabilendo una relazione di prossimità tra la natura "regolata" di un certo mercato e i soggetti abilitati a dare una risposta a eventuali controversie che dovessero sorgere tra consumatori ed erogatori di servizi.

Considerando che organismi privati già offrono sui predetti mercati sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie, appare opportuno chiedersi se un intervento pubblico in questo settore miri a conseguire scopi ulteriori rispetto a quelli perseguiti dai predetti sistemi (e cioè la mera risoluzione della controversia).

Questo studio intende affrontare il fenomeno degli ADR nei mercati regolati e in particolare di quelli istituiti nel settore bancario-finanziario, proprio tenendo conto della divergenza che spesso intercorre tra il *luogo* in cui è allocata la competenza all'esercizio della funzione (Consob, Banca d'Italia), le *modalità* di esercizio e le *finalità* della medesima. Alla luce delle predette considerazioni, si cercherà di

rispondere a quattro domande:

- 1) in via preliminare occorre chiedersi se l'ADR istituito per legge in un mercato regolamentato debba essere uno strumento di *private enforcement* puro (ovvero finalizzato alla tutela delle sole posizioni giuridiche soggettive dell'investitore) oppure uno strumento di *enforcement* spurio (in quanto tale destinato ad avere ricadute positive anche sul sistema di vigilanza e, in generale, perseguire il rafforzamento della tutela oggettiva del mercato finanziario – che è invece competenza tipica di un'autorità di vigilanza);
- 2) se si ritiene che l'ADR sia uno strumento di *enforcement* spurio, occorre chiedersi se il medesimo debba presentare una struttura e una configurazione “tipica”, adottare una procedura piuttosto che un'altra nell'attività concreta di composizione della lite e prevedere meccanismi che assicurino il pieno e sicuro svolgersi della relativa procedura (ovvero senza che le parti possano avere alcun ruolo nel completamento della medesima);
- 3) se è corretto che il sistema degli ADR sia sempre istituito e organizzato strutturalmente replicando il modello di vigilanza esistente per i regolatori, ovvero prevedendo un ADR per ogni regolatore ;
- 4) infine, se è necessario in ogni caso assicurare – proprio in funzione di tutela del mercato – una coerenza funzionale tra l'attività di vigilanza svolta dai vari regolatori e l'attività propria degli ADR (a tale proposito si prenderà ad esempio lo stato degli ADR in materia finanziaria presenti nell'ordinamento italiano).

#### 4.1 Gli ADR nei mercati regolati

---

È opinione unanime quella secondo cui gli ADR nascono per assecondare l'esigenza di una giustizia civile più rapida attraverso l'uso di procedure alternative a carattere consensuale o determinativo<sup>32</sup>. Tra gli altri obiettivi dichiarati e

---

<sup>32</sup> Nella letteratura anglo-americana il tema è assai risalente nel tempo; tra i molti, v. H. EDWARDS, *Alternative Dispute Resolution: Panacea or Anathema?* (1985) 99 Harvard LR, p. 668; L. KANOWITZ, *Alternative Dispute Resolution and the Public Interest: The Arbitration Experience*, *Hast LJ*, (1986) 38 p. 239 ss.; N. NESLUND, *Dispute Resolution: A Matrix of Mechanisms*, *Journal of Dispute Resolution*, (1990) 2, p. 1 ss.. Secondo quest'ultimo autore, “*although there are indeed an almost endless number of potential dispute resolution mechanisms, each of these mechanisms consists of a selection, albeit unique, from only a finite number of system characteristics. Further, the assumption is that an analysis of dispute resolution in its broadest sense is possible if we can identify and catalog these system*

complementari a tale asserzione vi è quello di deflazionare il contenzioso dinanzi alle corti e di contenere il costo delle controversie per le parti – in un’ottica di complessivo migliore funzionamento del sistema giudiziario. In termini generali e partendo da queste premesse, gli ADR hanno rappresentato uno strumento di *private enforcement* delle regole di comportamento imposte agli operatori economici e proprio per via di tale carattere “privatistico” sono nati spesso su iniziativa di enti esponenziali di interessi di categoria (in genere associazioni di imprese o dei consumatori)<sup>33</sup>.

Tanto premesso, l’aspetto che qui interessa affrontare è se gli ADR possano e debbano svolgere non solo il predetto ruolo di *private enforcement*, ma anche quello di *public enforcement*, soprattutto laddove essi siano inseriti all’interno di un contesto di mercato “regolato”, siano istituiti *ope legis* e abbiano relazioni di tipo strutturale e funzionale con le autorità di vigilanza preposte al controllo del mercato.

Come noto la dottrina distingue tra strumenti di *enforcement* pubblici e privati, a seconda dei soggetti responsabili dell’iniziativa (che possono essere soggetti pubblici che perseguono un interesse pubblico; soggetti privati che agiscono nel proprio interesse; soggetti privati che perseguono comunque un interesse di tipo pubblico – come accade per i cd. *gatekeeper* –)<sup>34</sup>.

In questa classificazione l’elemento di differenziazione principale è comunque dato dalla natura della “*enforcement institution*”, per cui si definisce *public*

---

*characteristics. A subset of the existing literature in the dispute resolution area begins to do just this, but without any pretense of completeness*”. Per una rassegna dei vari tipi di ADR, v. anche K.V.W. STONE, *Alternative Dispute Resolution*, in S.KATZ, *Encyclopedia of Legal History*, Oxford University Press, disponibile su <http://ssrn.com/abstract=631346>.

<sup>33</sup> Emblematica la storia del Conciliatore BancarioFinanziario. All’inizio degli anni novanta le banche avevano avvertito l’esigenza di offrire ai clienti la possibilità di risolvere rapidamente le controversie per le quali le parti non riuscivano a trovare una soluzione concordata. L’obiettivo era individuare una strada rapida, semplice ed economica per superare il mancato accordo e l’insoddisfazione del cliente. Costituivano, quindi, al loro interno gli Uffici Reclami, al fine di garantire un immediato esame dei reclami dei clienti e quindi assicurare una valutazione e una risposta ai singoli casi. Poi, nel 1993, sulla scorta anche delle positive esperienze del mondo anglosassone, davano vita all’Ombudsman – Giurì Bancario per garantire ai clienti “un giudice di appello” cui rivolgersi gratuitamente qualora la risposta dell’Ufficio reclami della banca non fosse stata ritenuta soddisfacente, o non fosse stata evasa. In questa prospettiva, al fine di un generale e costante rafforzamento della giustizia alternativa, nel 2005 nasceva il “Conciliatore BancarioFinanziario – Associazione per la soluzione delle controversie bancarie, finanziarie e societarie – ADR” che gestiva anche l’Ombudsman - Giurì Bancario, successivamente iscritto nel registro tenuto dal Ministero della Giustizia degli organismi deputati a gestire procedimenti di mediazione di cui al d.lgs. n. 28/2010. Contemporaneamente il Conciliatore BancarioFinanziario ha costituito al suo interno la Camera Arbitrale che gestisce i ricorsi arbitrali mediante propri arbitri.

<sup>34</sup> La classificazione di *public/private enforcement* viene proposta da R. KRAAKMAN, J. ARMOUR, P. DAVIES, L. ENRIQUES, H. B. HANSMANN, G. HERTIG, K. J. HOPT, H. KANDA, E. B. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2009.

*enforcement* tutto ciò che, in termini di azioni legali o regolatorie e – più in generale di strategie regolatorie *ex ante* ed *ex post* – proviene da soggetti pubblici; mentre il *private enforcement* comprende tutte le azioni riconducibili all’iniziativa dei privati sia che questa passi attraverso la rivendicazione dei diritti in sede giurisdizionale, in forma autonoma o collettiva (come accade nelle azioni di classe), sia che si concretizzi attraverso una più generica e informale sanzione reputazionale.

La letteratura ha tracciato alcune coordinate volte a sottolineare svantaggi e vantaggi connessi ai due tipi di *enforcement*.<sup>35</sup>

Tra gli svantaggi vanno annoverati gli scarsi incentivi che le *enforcement institution* di stampo pubblicistico avrebbero nel perseguire i propri obiettivi istituzionali, probabilmente a causa della incompleta o non corretta informazione derivante dai mercati e dalle imprese. Sempre tra gli svantaggi sono da ricordare alcune distorsioni tipiche, questa volta, degli strumenti di *private enforcement*, quali: *i*) la difficoltà e l’onerosità nell’organizzare e sviluppare azioni collettive da parte dei soggetti danneggiati e il conseguente rischio di fenomeni di *free rider* derivanti da quanti si riservano di beneficiare delle azioni da altri intraprese, sottraendosi ai relativi costi; *ii*) la lentezza connessa all’esercizio di queste azioni in sede giurisdizionale; *iii*) l’impossibilità di imporre sanzioni diverse da quelle di tipo reputazionale<sup>36</sup>.

Al contrario, occorre segnalare la possibilità di applicare sanzioni di tipo penale e amministrativo-pecuniarie come aspetto positivo di un *enforcement* di tipo pubblicistico, mentre l’azione di *private enforcement* beneficerebbe di una migliore e più ampia informazione oltre che di incentivi più ficcanti sotto il profilo della sua intrapresa (laddove si consideri l’esigenza, avvertita da taluni operatori economici, di mantenere un certo *standard* reputazionale).

Fatta questa premessa di carattere generale occorre valutare in quali termini aspetti di *public* e *private enforcement* coesistono negli ADR istituiti per legge in un mercato regolato e quali sono gli elementi che ci inducono a sostenere che questo tipo di ADR non si limita a tutelare le posizioni giuridiche soggettive dei privati, ma

---

<sup>35</sup> V. H. E. JACKSON, M. J. ROE, *Public and Private Enforcement of Securities Law: Resource-Based Evidence*, John M. Olin Center for Law and Business – Law & Economics Research Paper Series, Paper No. 638, Harvard Law School, Cambridge, 2009, reperibile su [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/)

<sup>36</sup> I privati infatti non potrebbero imporre sanzioni interdittive dell’attività economica del privato, come potrebbe essere il ritiro di un’autorizzazione, ponendo al più avviare azioni di boicottaggio, pur considerando i limiti propri di ogni azione collettiva.

persegue una più ampia tutela del mercato in chiave oggettiva. Occorre altresì valutare la struttura organizzativa da conferire all'ADR in questo contesto, nonché il tipo di procedura attraverso cui affrontare e risolvere le controversie e le sinergie che si innescano tra attività dell'ADR e funzioni svolte dalle autorità di controllo del mercato.

All'analisi di questi aspetti può giovare l'esame dell'esperienza sviluppata dagli ADR presenti in Italia e in altri Paesi europei.

#### 4.1.1. Gli ADR pubblicistici presenti sul mercato dei servizi bancari e finanziari in Italia.

---

Sul finire dello scorso decennio la Banca d'Italia ("BI") ha istituito l'Arbitro Bancario Finanziario ("ABF") competente a dirimere le controversie tra i soggetti di cui all'art. 115 del Testo unico bancario ("Tub") e la rispettiva clientela<sup>37</sup>. La Consob ha invece regolato la Camera di conciliazione e arbitrato istituita presso di sé dal legislatore e le relative procedure conciliative e arbitrali. I sistemi sono diversi tra di loro per struttura organizzativa, procedure utilizzate e anche per le finalità che gli stessi intendono raggiungere.

Il sistema ABF si caratterizza per i seguenti aspetti:

- 1) adesione obbligatoria al sistema (l'intermediario chiamato in causa dal cliente-consumatore non può sottrarsi alla procedura);
- 2) tipo di procedura utilizzata (istruttoria documentale senza particolari obblighi di riservatezza);
- 3) tipo di decisione finale (aggiudicativa, ma non vincolante per l'intermediario);
- 4) relazione esistente tra BI e ABF (la Banca d'Italia nomina i componenti dell'ABF; fornisce il personale per la segreteria tecnica di supporto ai collegi decidenti; utilizza il quadro informativo derivante dall'attività dell'ABF per la propria attività di vigilanza);
- 5) l'organo decidente è strutturato in forma collegiale (dei 5 membri nominati dalla Banca due sono espressione delle associazioni degli intermediari, dei

---

<sup>37</sup> Significativamente l'art. 128 *bis* del Tub "*Risoluzione delle controversie*" introdotto dalla L. 262/2005 e' stato collocato nel Titolo VI del Tub, rubricato "*Trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti*". Ai sensi dell'art. 115 del Tub, tali norme si applicano "*alle attività svolte nel territorio della Repubblica dalle banche e dagli intermediari finanziari*".

consumatori o dei clienti);

6) *accountability* del sistema e finanziamento.

La Camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob, invece, è un sistema che:

- 1) non prevede alcuna forma di adesione obbligatoria da parte dell'intermediario alle procedure proprio per via della natura delle stese. L'avvio di una conciliazione e di un arbitrato presuppone infatti che ci sia una precisa volontà delle parti in tal senso;
- 2) almeno per la conciliazione esistono espliciti obblighi di riservatezza per le parti e per il conciliatore anche in ordine ai termini dell'accordo finale eventualmente raggiunto dalle parti;
- 3) il tipo di decisione finale è sempre vincolante per le parti (sia che si tratti dell'accordo di conciliazione che di lodo arbitrale);
- 4) nel caso della conciliazione non esiste un organo decidente (diversamente dall'ipotesi dell'arbitrato);
- 5) la Camera non entra mai nel merito delle procedure ed è un soggetto "distinto" dalla Consob (sul punto si deve registrare tuttavia una importante modifica nella struttura della Camera apportata da Consob nel 2011, quando con un nuovo regolamento si è provveduto a internalizzare la stessa Camera, ovvero renderla un organismo interno all'autorità di vigilanza<sup>38</sup>);
- 6) *accountability* e sistema di finanziamento.

Nell'esaminare questi punti si andranno a sottolineare alcune rilevanti differenze tra i due ADR, ricordando ancora una volta che questi sistemi hanno ambiti di competenza diversi, l'uno sulle controversie in materia di contratti bancari e sistemi

---

<sup>38</sup> La decisione è stata assunta sulla scorta di un parere chiesto al Consiglio di Stato dalla medesima autorità di vigilanza. Con parere reso in data 20 ottobre 2011, l'Adunanza Generale del Consiglio di Stato ha chiarito la natura giuridica della Camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob, affermando in particolare che essa "... resta priva di soggettività, qualificandosi [...] come un organismo tecnico, strumentale alla Consob, ma non distinto da questa"; le funzioni da essa svolte in posizione di autonomia pertengono comunque alla Consob, che è destinataria ultima dei relativi effetti. Tale orientamento implica che la Camera, in quanto organo, agisca sempre e comunque per conto della Consob, e che a quest'ultima siano imputati tutti gli atti da essa compiuti e gli effetti che ne derivano"; cfr. CONSOB, *Modifiche al Regolamento di attuazione del decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179, concernente la Camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob e le relative procedure, adottato con delibera n. 16763 del 29 dicembre 2008. Documento di consultazione*, 5 Aprile 2012.

di pagamento e l'altro sulle controversie derivanti dalla violazione delle regole di comportamento dell'intermediario attinenti ai servizi e alle attività di investimento e alle altre fattispecie non assoggettate al titolo V del Tub ai sensi dell'art. 23, comma 4 del Testo unico della finanza (Tuf).

1) La prima importante caratteristica del sistema ABF è rappresentata dall'obbligo da parte di alcune categorie di intermediari di aderire alla procedura attivata dal cliente dinanzi all'organismo<sup>39</sup>. La mancata adesione costituisce un illecito amministrativo<sup>40</sup>. Inoltre nelle disposizioni applicative della Banca d'Italia in cui si definiscono i criteri di nomina dei collegi decidenti e le regole di procedura, si dispone che l'adesione al sistema è condizione per lo svolgimento dell'attività bancaria-finanziaria e la prestazione di servizi di pagamento e che la Banca d'Italia ne valuta l'eventuale violazione nell'ambito della sua azione di controllo; inoltre, gli intermediari sono tenuti a fornire alla clientela adeguata informazione sulle procedure di ricorso, richiamando nella documentazione di trasparenza il diritto del cliente ad aderire l'ABF: tale diritto non può formare oggetto di rinuncia e deve essere espressamente previsto nel contratto se questo contiene clausole compromissorie oppure clausole che prevedono il ricorso ad altri sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie<sup>41</sup>.

Tralasciando le questioni di costituzionalità che sono state sollevate in dottrina<sup>42</sup>, l'adesione obbligatoria all'ADR, nonché tutte le altre norme poste a presidio del rispetto di tale obbligo e della più ampia diffusione della conoscenza di

---

<sup>39</sup> L'adesione è disposta a livello di legge dall'art. 128 *bis*, comma 1 del Testo unico bancario (Tub). Sono tenuti ad aderire al sistema le banche, le società finanziarie iscritte nell'elenco generale e speciale degli intermediari finanziari presente anteriormente alla riforma operata con D. Lgs. 141/2010; gli istituti di moneta elettronica; gli istituti di pagamento; i confidi iscritti nella sezione ad essi dedicata presente nell'elenco generale *ex* Tub; Poste italiane in relazione all'attività di bancoposta; gli intermediari esteri stabiliti in Italia con proprie sedi o succursali.

<sup>40</sup> Il d. lgs. 144/2010 (modificato ulteriormente con d. lgs. 218/2010) ha introdotto nell'art. 144 del Tub un comma 4 in cui si prevede una sanzione pecuniaria fino a un massimo di 258.225 euro in caso di mancata adesione ai sistemi di risoluzione stragiudiziale alle controversie di cui all'art. 128 *bis* del Tub. La sanzione viene irrogata nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione o di direzione, nonché dei dipendenti dell'intermediario.

<sup>41</sup> V. Disposizioni sui sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di operazioni e di servizi bancari e finanziari del 12 dicembre 2011, reperibili sul sito [www.arbitrobancariofinanziario.it](http://www.arbitrobancariofinanziario.it).

<sup>42</sup> Il problema ha riguardato la valutazione di costituzionalità della imposizione a taluni soggetti di strumenti alternativi alla tutela giurisdizionale classica. Imporre l'adesione a un sistema è però cosa diversa da precludere all'intermediario aderente l'accesso alla tutela giurisdizionale ordinaria. Sicché si può parlare di incostituzionalità dell'obbligo di adesione solo laddove esso si configuri come "ablattivo del potere di ricorrere all'autorità giudiziaria ordinaria" Così S. RUPERTO, *L'Arbitro Bancario Finanziario*, in *Banca, borsa e tit. credito*, 2010, 325.



tale strumento presso il pubblico dei risparmiatori, delineano una strategia regolatoria *ex ante*, con la quale si impedisce all'intermediario la possibilità di massimizzare la propria utilità in esito alla scelta di aderire o meno a una conciliazione. In assenza di disposizioni che obblighino l'intermediario all'adesione, questi potrebbe normalmente sottrarsi alla procedura ADR attivata dal cliente, contando su una sua rinuncia al contenzioso in quanto scoraggiato dai tempi lunghi della giustizia ordinaria e dai costi della lite rispetto alle somme potenzialmente recuperabili.

Questa strategia difensiva dell'intermediario viene invece neutralizzata nel sistema ABF, diversamente da quanto accade in altri contesti di ADR, soprattutto quelli che si rifanno allo schema procedurale tipico della media-conciliazione, anche laddove questa sia promossa presso ADR di stampo pubblicitario.

Ad esempio, nel caso delle procedure conciliative attivabili dinanzi all'organismo Consob per i servizi di investimento, non si registra la medesima efficacia nelle disposizioni che presidiano l'attivazione della procedura e il suo esito finale; l'instaurazione della conciliazione è infatti rimessa alla "buona volontà" dell'intermediario, più o meno influenzata da generiche conseguenze di tipo reputazionale legate al suo eventuale sottrarsi alla procedura.

Secondo il regolamento Consob, infatti, l'intermediario è solo tenuto a comunicare alla Camera l'intenzione di non aderire (art. 12, comma 4); questa poi provvederà ad attestare la posizione dell'intermediario con gli stessi effetti del verbale di fallita conciliazione (art. 12, comma 6). Tali previsioni appaiono appena più stringenti di quelle che erano contenute nel decreto legislativo n. 28/2010 sulla media-conciliazione nelle controversie civili e commerciali; in questo decreto, infatti, non si riscontrava alcun obbligo di comunicazione da parte dell'intermediario, mentre le conseguenze in termini di verbalizzazione della mancata partecipazione e dell'eventuale uso di tale circostanza nel successivo processo civile (il giudice poteva infatti desumere da essa argomenti di prova ex art. 116, comma 2, c.p.c.) erano comuni a tutte le procedure di questo tipo, anche quelle amministrative dell'organismo Consob.

D'altra parte la conciliazione (ma anche l'arbitrato) sono strumenti che presuppongono il libero esplicarsi della volontà delle parti nell'avviare la procedura di risoluzione alternativa della lite e, come è stato evidenziato, la strategia di gioco dell'intermediario potrebbe orientarsi nel senso di privilegiare la scelta di sottrarsi *del tutto* alla procedura medesima, proprio in assenza di sanzioni amministrative che lo

inducano a comportarsi altrimenti e in assenza di un contesto di mercato culturale che possa penalizzare tale comportamento.

Con riferimento alla classificazione sopra proposta degli strumenti di *enforcement*, le misure introdotte nella procedura conciliativa per renderla più efficace appaiono alquanto deboli.

Nonostante possa annoverarsi nell'ambito degli strumenti di *enforcement* pubblicistico, l'organismo Consob dispone al massimo dei meccanismi reputazionali tipici dell'*enforcement* privatistico per forzare l'intermediario a risolvere la controversia con il cliente. Pur nella peculiarità della procedura conciliativa che vede le parti misurarsi, assieme al conciliatore, nella ricerca di un accordo, sarebbe stato più opportuno, per ragioni di efficienza del sistema, rendere fin dal decreto istitutivo della Camera Consob, obbligatoria l'adesione delle parti alla procedura conciliativa, tenendo conto della specificità della stessa (ovvero il fatto di essere inserita e predisposta a tutela dei consumatori in un mercato regolato) nell'ambito della media-conciliazione più in generale (il che è poi avvenuto proprio con il decreto legislativo 28/2010 che ha reso obbligatorio il tentativo di conciliazione prima di adire il giudice in tutta una serie di controversie).

Resta tuttavia da considerare il fatto che al momento è solo obbligatorio "tentare" la conciliazione, ma nessuno strumento consente di imporla e di giungere a un accordo finale in quanto essa resta sempre e comunque finalizzata alla ricerca di un accordo tra le parti su base volontaria.

Il sistema ABF risulta, invece, più coerente nella sua qualificazione di strumento di *enforcement* pubblicistico, considerando che la normativa a corredo degli obblighi partecipativi dell'intermediario interviene sia sul piano sanzionatorio sia su quello amministrativo, interdicensi all'intermediario inadempiente lo svolgimento dell'attività bancaria-finanziaria e la prestazione di servizi di pagamento e segnalando al regolatore (Banca d'Italia) tale comportamento.

2) Il secondo aspetto rilevante del sistema ABF riguarda il tipo di procedura attraverso la quale s'intende risolvere la controversia. Tralasciando l'arbitrato che ha comunque caratteristiche peculiari (essendo assimilabile a un vero e proprio giudizio una volta che le parti hanno deciso di attivarlo) occorre mettere a confronto la procedura ABF che si svolge davanti a un organo collegiale, attraverso un'istruttoria in forma documentale che si conclude con una decisione che dà torto o ragione a una

delle parti, con la conciliazione in generale e quella proposta dall'organismo Consob in particolare.

La prima, in generale, è una procedura *determinativa* dove il terzo (il collegio) interviene assumendo una posizione sulla controversia (talvolta anche vincolante), mentre la conciliazione rientra nel novero delle procedure *facilitative* dove il terzo ha il compito di agevolare un accordo tra le parti in conflitto, anche proponendo una soluzione.

La questione da valutare è se tra le due procedure (determinativa o conciliativa/facilitativa) sia possibile indicarne una più adatta agli ADR pubblicistici in quanto funzionale al perseguimento della tutela oggettiva del mercato oltre che delle situazioni giuridiche individuali. D'altra parte, l'acronimo "ADR", dai più declinato come "*Alternative Dispute Resolution*" in omaggio alla sua diversità rispetto alla tradizionale procedura giurisdizionale, ha per altri il significato di "*Appropriate Dispute Resolution*", accentuando in tal modo, e oltre l'elemento dell'alterità rispetto al comune percorso giurisdizionale, il carattere di adeguatezza e di effettività della singola procedura rispetto al tipo controversia in esame; e questo proprio alla luce delle diverse modalità in cui può presentarsi un ADR<sup>43</sup>.

Ebbene in questo senso la conciliazione, che non è una procedura aggiudicativa, impedisce di valutare con chiarezza il comportamento dell'intermediario in relazione alla norma che si presume violata. L'accordo tra le parti finisce, infatti, per offuscare le responsabilità dei singoli attraverso una sintesi degli interessi in gioco, non rendendo possibile allocare con certezza la responsabilità o meno della violazione e nemmeno consentire alla stessa decisione di poter rappresentare un monito/una indicazione per altri operatori economici o altri investitori.

La conciliazione, peraltro, è una procedura fortemente ammantata di riservatezza: ad esempio, nel regolamento che disciplina l'ADR istituito presso la

---

<sup>43</sup> L'uso dell'aggettivo "*appropriate*" al posto di "*alternative*" – al di là dell'elaborazione dottrina – risulta positivamente nella legislazione dello Stato di Victoria in Australia in cui si parla, appunto, di "*Appropriate dispute resolution*". Va, peraltro, sottolineato che il termine ADR è stato usato declinato anche come "*assisted*", "*additional*" or "*affirmative*" *dispute resolution process*. Anche per questa ragione risulta difficile ricostruire una definizione concisa di ADR. È stato peraltro sostenuto che gli ADR talvolta non sono necessariamente uno strumento alternativo alla giustizia ordinaria, ma un vero e proprio sistema dotato di una autonoma legittimazione. Per esempio, nella "*Family Court of Australia*" (si tratta di un tribunale specializzato in diritto di famiglia istituito nel 1975 dal Parlamento australiano) il sistema di conciliazione e mediazione offerto ai contendenti viene definito emblematicamente come "*Primary Dispute Resolution*". V. T. SOURDIN, *Alternative Dispute Resolution*, Pirmont, 2012, p. 2 ss.; D. Spencer, *Principles of Dispute Resolution*, Pirmont, 2009, p. 3 ss.

Consob<sup>44</sup>, si stabilisce che la conciliazione “è coperta da riservatezza in tutte le sue fasi” e che “la Camera assicura adeguate modalità di conservazione e di riservatezza degli atti introduttivi della procedura ... nonché di ogni altro documento proveniente dai soggetti che hanno partecipato a qualsiasi titolo alla procedura di conciliazione o formatosi nel corso della procedura stessa” (art. 15 – Principi generali della procedura). Anche il contenuto dell’accordo finale non viene esplicitato e infatti il gestore della procedura amministrata si limita a segnalare se la conciliazione ha avuto o meno esito positivo, senza tuttavia indicare in che termini si è conclusa la lite.

In questo caso, l’attività dell’ADR Consob non permette un monitoraggio dei comportamenti degli intermediari nel campo dei servizi di investimento e nemmeno di sviluppare particolari sinergie con il regolatore del mercato. Infatti, l’ADR e la Consob non possono dialogare tra loro, ovvero non è consentito alla Consob di utilizzare l’attività dell’ADR per i propri fini di vigilanza istituzionale. Anche per tale ragione (impedire questa commistione) nel decreto legislativo n. 179/2007 era stata istituita una Camera di conciliazione e arbitrato prima composta da persone esterne nominate dalla Consob in base a particolari requisiti di professionalità e indipendenza e poi sottoposta, con un secondo regolamento, a un processo di “internalizzazione” nel senso che i componenti dell’ADR sono scelti oggi tra dipendenti in servizio della stessa autorità di controllo non impegnati in funzioni di vigilanza.

Il tema del diaframma tra ADR e regolatore resta, però, un aspetto particolarmente “sentito” e delicato anche venendo meno l’autonomia strutturale della Camera.

L’internalizzazione della medesima non è infatti problematica di per sé stessa, visto che i suoi componenti (siano o meno dipendenti dell’autorità di vigilanza) sono chiamati a svolgere funzioni amministrative che nulla hanno a che fare con il merito delle controversie e le relative decisioni; e anche se questa soluzione ha suscitato più di una critica in sede di revisione del regolamento, non conferisce all’ADR in questione alcun ruolo di segnalatore delle distorsioni di mercato al regolatore (oltre che al mercato medesimo).

E infatti, il problema non si ravvisa tanto nella struttura che caratterizza l’organismo ADR e nella relazione di prossimità con il regolatore, quanto nella

---

<sup>44</sup> Con delibera n. 18275 del 18 luglio 2012, la Consob ha abrogato la precedente delibera n. 16763 del 29 dicembre 2008 che istituiva la Camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob e regolava le procedure conciliative e arbitrali.

procedura con la quale viene gestita la controversia. Nell'ADR Consob, al di là della struttura che "amministra" le procedure, è proprio la natura "riservata" della conciliazione a non consentire una piena "disclosure" di quanto accade nel corso della lite tra intermediario e investitore e del suo esito.

Il flusso informativo è infatti interrotto proprio da ciò che potrebbe essere il principale elemento di attrazione della procedura conciliativa, almeno per l'intermediario alla cui volontà è rimessa di fatto l'avvio della stessa: ovvero la garanzia che il comportamento tenuto nei confronti dell'investitore, le eventuali ammissioni di responsabilità fatte dinanzi a questi e al conciliatore, non saranno portate all'attenzione del regolatore o comunque utilizzate per valutarne l'eventuale rilevanza sotto il profilo sanzionatorio.

Tuttavia, nemmeno la natura riservata della procedura si è rivelata un incentivo particolarmente efficace per la diffusione delle procedure conciliative, visto che la Consob ha modificato il suo ADR anche in virtù dei modesti risultati ottenuti in termini di adesione degli intermediari. Nell'allegato n. 1 al documento di consultazione sulle modifiche al regolamento n. 179/2007, la Consob ha infatti definito "bassa" la fiducia del pubblico/associazioni consumatori nell'operatività della Camera, segnalando come dall'avvio della medesima (marzo 2011) le conciliazioni concluse con esito positivo siano state solo il 13% delle istanze avviate, mentre le mancate adesioni da parte dell'intermediario hanno raggiunto una percentuale pari al 42%.

Nel caso dell'ABF dove l'adesione è comunque obbligatoria, la procedura è invece articolata come un vero e proprio giudizio e la Banca d'Italia può utilizzare le informazioni derivanti dalle controversie per le finalità proprie della vigilanza. La stessa Banca sottolinea, peraltro, che il proprio sistema di risoluzione alternativo delle controversie *"assume rilievo per il conseguimento di obiettivi di efficienza e competitività del sistema ... [incentiva] il rispetto dei principi di trasparenza e correttezza nelle relazioni con la clientela ... [migliora] la fiducia del pubblico dei risparmiatori nei prestatori di servizi bancari e finanziari ... [costituisce] un utile presidio dei rischi legali e reputazionali a beneficio della stabilità degli intermediari e del sistema finanziario nel suo complesso"*.<sup>45</sup>

È singolare e sintomatico che la funzione cd. deflattiva del contenzioso tipica

---

<sup>45</sup> BANCA D'ITALIA, *Revisione delle disposizioni sui sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari del 12 dicembre 2011*, p. 2.

degli ADR sia in questo caso del tutto taciuta. Tuttavia, va evidenziato che un “minimo” legame con l’interesse delle parti alla risoluzione della lite resta necessario per la prosecuzione del procedimento stesso e per il raggiungimento degli obiettivi di cui sopra. Infatti, con l’entrata in vigore della legge sulla mediazione civile obbligatoria nelle controversie relative ai contratti bancari, la procedura si interrompe quando il ricorrente comunica di aver promosso o aderito a un tentativo di conciliazione ai sensi di legge; nel caso in cui la conciliazione non riesca il ricorso all’ABF può essere riproposto omettendo le formalità previste per il suo avvio<sup>46</sup>. Anche quando la controversia sia sottoposta dall’intermediario all’autorità giudiziaria o a un giudizio arbitrale il ricorrente può dichiararsi interessato alla prosecuzione del procedimento dinanzi all’organo decidente.

È evidente quindi come la procedura ABF vada oltre il primario e generale intento degli ADR tradizionali di fornire una soluzione alla controversia e rappresenti un sistema di implementazione della vigilanza esercitata dal regolatore sul mercato. D’altra parte la stessa attività ausiliaria di segreteria tecnica per i collegi decidenti dell’ABF<sup>47</sup> è svolta dalla Banca d’Italia e non si tratta di attività di secondaria importanza visto che la tale struttura, oltre a ricevere i ricorsi e controllare la completezza della documentazione, cura la formazione del fascicolo, predispone una relazione per il collegio, assiste alle riunioni di quest’ultimo e provvede agli adempimenti necessari alla pubblicazione della notizia dell’inadempimento da parte dell’intermediario.

In pratica, il regolatore è in grado di monitorare tutto lo svolgersi della procedura senza che nessuna disposizione normativa gli impedisca di utilizzare le informazioni provenienti dalle controversie per la sua attività di vigilanza. Il che rende efficiente l’uso e l’allocazione dell’informazione proveniente dal mercato, evitando che il regolatore si trovi a dover maneggiare una sorta di sistema a doppio cieco nella valutazione della medesima informazione, controproducente per l’attività di controllo complessiva.

La percezione di questo problema è più evidente se analizziamo il sistema di ADR previsto in materia di servizi di investimento. Qui la Consob e il suo ADR – come già detto – non possono dialogare tra loro. L’attività del secondo è del tutto

---

<sup>46</sup> Il cliente non dovrà inoltrare un nuovo reclamo all’intermediario prima di ricorrere nuovamente all’ABF e si potrà fare rinvio alla documentazione già presentata in occasione della precedente procedura.

<sup>47</sup> Ce ne sono tre istituiti su base territoriale (Milano, Roma e Napoli).

schermata dalle norme che tutelano di fatto il bene più prezioso per il buon esito della procedura conciliativa e cioè la riservatezza; tuttavia, questo presidio può incidere negativamente proprio sull'attività del regolatore e sul buon funzionamento del sistema del mercato finanziario in generale.

Se infatti l'investitore decidesse di ricorrere all'ADR lamentando il comportamento scorretto dell'intermediario e al contempo omettesse di denunciare il medesimo al regolatore, quest'ultimo non avrebbe alcuna possibilità di reperire altrimenti l'informazione in questione ed eventualmente avviare un'istruttoria per accertare l'eventuale violazione delle norme e comminare una sanzione legata a quel comportamento.

L'attività di segnalazione, in pratica, o è accortamente e puntualmente indirizzata ai due soggetti dall'investitore, con un esposto al regolatore e con un ricorso all'ADR, o altrimenti essi restano ciechi l'uno rispetto all'altro.

Il risultato è che delle norme di legge che salvaguardano l'autodeterminazione delle parti nell'avvio di una procedura conciliativa e la riservatezza degli atti e delle dichiarazioni rese nella ricerca di un accordo finale, quali caratteri determinanti per incentivare lo sviluppo della conciliazione in questo settore, non solo non incentivano adeguatamente l'adesione dell'intermediario, ma soprattutto si mostrano controproducenti per gli obiettivi di vigilanza e per la coerenza dello stesso sistema di ADR predisposti per tutelare i clienti del mercato dei servizi bancari-finanziari.

3) Un altro aspetto da analizzare riguarda la natura della decisione resa dall'ABF rispetto a quella che conclude le procedure conciliative o arbitrali.

Va subito precisato che se nel sistema ABF l'adesione al procedimento è obbligatoria e la conclusione dello stesso è sempre garantita, la natura del provvedimento finale non ha, tuttavia, alcun valore vincolante per l'intermediario.

Sulla natura delle decisioni dell'ABF si registrano diverse posizioni in dottrina: si è parlato di valutazione prognostica sull'esito finale di una lite ancora potenziale tra le parti analoga alla procedura dell'*early neutral evaluation* dei paesi di *common law* o di parere contenente un accertamento tecnico che si inserisce negli strumenti tipici della vigilanza<sup>48</sup>. Quello che è certo, però, è che l'*enforcement* della

---

<sup>48</sup> V. CONSOLO, STELLA, *Il funzionamento dell'ABF nel sistema delle ADR* in AGE, 1/2011; PERASSI, *Il ruolo dell'ABF nell'ordinamento bancario: prime riflessioni* in AGE, 1/2011; AULETTA, *Arbitro*

decisione viene affidato alla *moral suasion* che il sistema complessivamente esercita sull'intermediario chiamato a rispondere dei suoi comportamenti. Infatti, laddove il ricorso sia stato accolto in tutto o in parte, l'ABF fissa un termine entro cui l'intermediario deve adempiere alla decisione; in caso contrario e previo espletamento di altri passaggi procedurali, la notizia dell'inadempimento o della mancata cooperazione viene pubblicata sul sito internet dell'organismo e su due quotidiani a diffusione nazionale (quest'ultima a cura e a spese dell'intermediario). La mancanza dell'effetto tipico di una sentenza farebbe pensare a un sistema complessivamente debole in uscita e forte nella fase di accesso alla procedura.

Questo aspetto è più evidente se lo si pone a confronto con le procedure conciliative e arbitrali. In queste sia il verbale di conciliazione che il lodo arbitrale possono essere portati agevolmente ad esecuzione: il primo, infatti, ha valore di titolo esecutivo e il secondo ha natura di sentenza a tutti gli effetti. Tuttavia queste procedure – come si è ricordato pocanzi – non sono obbligatorie in fase di avvio: il sistema si presenta quindi forte in uscita, ovvero in grado di produrre decisioni vincolanti e idonee ad essere portate a esecuzione, ma debole in entrata poiché non è presidiato da norme che impongano l'adesione al procedimento.

Se si guardano i dati relativi all'attività dei due ADR e gli esiti finali dei procedimenti, si può notare tuttavia che le decisioni dell'ABF nonostante non siano presidiate da alcuna garanzia legale sul piano dell'implementazione, risultano sempre attuate dall'intermediario<sup>49</sup>. Pur trattandosi di una decisione “debole” essa beneficia tuttavia di tutto il meccanismo vincolante della procedura e della attività di segnalazione che si innesca nei confronti del regolatore, spingendo così l'intermediario a “conformarsi” alla decisione nonostante questa non sia assimilabile a una sentenza e non abbia valore di titolo esecutivo.

Nel caso delle procedure conciliative e arbitrali accade l'esatto contrario: qui alla decisione, per quanto “forte” – verbale di conciliazione o lodo arbitrale – si rischia di non arrivare proprio per via dell'assenza di quei presidi normativi che caratterizzano la procedura ABF.

---

*bancario finanziario e “sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie”*, in *Le Società* 2011; RUPERTO, *L'arbitro bancario finanziario*, in NGCC, 2010, I.

<sup>49</sup> V. BANCA D'ITALIA, Principi e raccomandazioni contenuti nelle decisioni dell'ABF, consultabile sul sito [www.arbitrobancariofinanziario.it](http://www.arbitrobancariofinanziario.it) in cui si dichiara che al 30 novembre 2010 non si registravano casi di inadempimento degli intermediari alle decisioni dell'ABF.



4) L'aspetto più innovativo e per certi versi discusso dell'ABF deriva dalla sua forte connessione con il regolatore; una connessione in parte funzionale e in parte "genetica" visto che la Banca d'Italia ha un ruolo rilevante in ordine alla costituzione e all'attività dell'organismo.

Essa, infatti, sceglie il presidente e due dei 5 membri dei collegi che compongono l'organo decidente e provvede alla loro nomina complessiva. La Banca inoltre vigila sull'impegno profuso da parte dei componenti dell'organo affinché siano assicurate l'efficienza e la funzionalità dell'ABF; per tale motivo può dichiarare la decadenza dall'ufficio o la revoca dei componenti in talune circostanze. Altri poteri di tipo sostitutivo possono essere esercitati in alcuni casi. La Banca inoltre fornisce il personale destinato a svolgere l'attività ausiliaria di segreteria tecnica ovvero, come si è detto, compiti istruttori rilevanti nella trattazione dei ricorsi.

Nonostante ciò, sul punto del legame tra regolatore e ADR vanno registrare diverse prese di posizione del primo sulla indipendenza del secondo e sull'assenza di commistioni tra attività di vigilanza e attività di risoluzione delle controversie.

Per esempio, nella Relazione 2011 sull'attività dell'ABF si afferma che le decisioni prese da quest'ultimo integrano il più ampio quadro informativo che la Banca d'Italia dispone nello svolgimento della propria funzione regolatrice e di controllo e però *"resta in ogni caso ferma la netta distinzione tra attività dell'ABF – che rileva sul piano privatistico della risoluzione di specifiche controversie – e funzioni di vigilanza. Anche la peculiare configurazione organizzativa delle segreterie tecniche dei collegi dell'ABF assicura la piena autonomia e distinzione di queste strutture, pur inserite nella Banca d'Italia, dalla funzione di vigilanza e dalle strutture a essa dedicate"*<sup>50</sup>. Ancora nel documento della Banca recante *"Principi e raccomandazioni contenuti nelle decisioni dell'ABF"* si legge che *"[f]erma restando la richiamata autonomia dell'ABF e la netta distinzione dell'attività dal medesimo svolta rispetto a quella di vigilanza, gli esiti dei ricorsi dell'ABF, complessivamente considerati, integrano il quadro informativo di cui la Banca d'Italia dispone nello svolgimento delle proprie funzioni regolatrici e di controllo in materia di trasparenza e correttezza delle relazioni con la clientela."* Infine, nel documento per la consultazione pubblica del luglio 2011, recante un progetto di revisione delle

---

<sup>50</sup> Affermazione ribadita da ultimo nella Relazione annuale per il 2013 nella quale si legge *"l'attività dell'Arbitro integra il quadro informativo di cui la Banca d'Italia dispone nello svolgimento dell'azione di vigilanza, nel rispetto del principio dell'indipendenza reciproca tra quest'ultima e l'ABF"*.

disposizioni sui sistemi di risoluzione delle controversie in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari, si afferma che *“i collegi sono pienamente autonomi e indipendenti rispetto alla Banca d’Italia e quindi non partecipano in alcun modo all’esercizio delle funzioni di vigilanza attribuite dalla legge all’Istituto. La separazione giuridica e funzionale dell’Arbitro rispetto alla Banca d’Italia – già naturalmente implicita nella struttura e nel contenuto delle vigenti Disposizioni – viene ulteriormente chiarita ...; per ribadire il carattere ausiliario dell’attività svolta dalle segreterie tecniche nei confronti dell’organo giudicante vengono, inoltre, precisati i compiti delle segreterie tecniche ..., chiarendo altresì la funzione meramente preparatoria dell’“istruttoria” da esse svolta in favore dei collegi”*.

Queste ricorrenti puntualizzazioni tentano di rispondere alle critiche mosse dalla dottrina sulla questione dell’effettiva indipendenza dell’organismo rispetto al regolatore. Nonostante le rassicurazioni di Banca d’Italia il problema non sembra essere del tutto fugato: se è vero che le segreterie tecniche svolgono solo una funzione ausiliaria per l’attività dei collegi e l’organismo si presenta strutturalmente distinto dal regolatore, sono in realtà le sinergie tra le attività dell’uno e dell’altro a indebolire tale distinzione, soprattutto considerando la dichiarata intenzione del regolatore di utilizzare le informazioni derivanti dall’arbitro in chiave di vigilanza e la più volte ricordata adesione obbligatoria degli intermediari al sistema di risoluzione delle controversie.

La questione della distinzione tra regolatore e ADR è stata peraltro oggetto di considerazione anche per la Camera di conciliazione Consob. In questo caso nel decreto istitutivo si è prevista l’istituzione di un organismo distinto dalla Consob anche se dotato di strutture e risorse da questa fornite. La Camera doveva rappresentare una sorta di filtro strutturale tra le procedure conciliative e arbitrali condotte da conciliatori e arbitri inseriti in appositi elenchi e le attività di vigilanza della Consob.

Per accentuare questa separatezza, il primo regolamento del 2009 prevedeva che i componenti della Camera, scelti tra persone con particolari requisiti di professionalità, indipendenza e onorabilità, fossero esterni all’organismo di vigilanza. Probabilmente si è trattato di una misura esageratamente – e forse anche inutilmente – garantista dell’esercizio di una funzione (la gestione degli elenchi di conciliatori e arbitri e la sola amministrazione delle procedure senza poter entrare nel merito delle controversie) che nulla ha in comune con quella di vigilanza esercitata dalla Consob.

Peraltro, la vera garanzia contro la possibile commistione di funzioni era ed è, tuttora, rappresentata dalla tipologia di procedure amministrative dall'ADR e dalle norme sulla riservatezza che accompagnano le stesse, non certo dalle caratteristiche strutturali e funzionali dell'organismo.

In quest'ottica, l'"internalizzazione" della Camera di conciliazione non sembra sollevare particolari problemi in termini di opportunità. La delibera n. 18275/2012 ha disposto, infatti, che la Camera sia composta da un Presidente e due membri, nominati dalla Commissione, scelti tra dipendenti in servizio della Consob appartenenti alla carriera direttiva superiore che non siano preposti o assegnati ad unità organizzative con funzioni di vigilanza ovvero sanzionatorie nelle materie di competenza della Camera. Permangono, invece, le norme in materia di riservatezza delle procedure e l'impossibilità della Consob di avvalersi del quadro informativo derivante dall'attività del suo ADR per esercitare le proprie funzioni di vigilanza.

Le ragioni dell'internalizzazione sono state diverse: da una parte quelle squisitamente giuridiche connesse al parere reso dal Consiglio di Stato, dall'altra quelle legate a considerazioni proprie dell'analisi costi-benefici quali l'esigenza di contenere i costi dell'ADR, la gestione più efficace dell'attività della Camera nonché la maggiore autorevolezza – anche in termini di *moral suasion* – esercitata sugli intermediari.

In realtà proprio su quest'ultimo aspetto, la modifica organizzativa si pone su un terreno scivoloso rispetto agli obiettivi indicati. A tale proposito, abbiamo sottolineato più volte la mancanza di un obbligo di adesione alle procedure conciliative e arbitrali diversamente da quanto accade per la procedura gestita dall'ABF. E occorre sottolineare come le conciliazioni e gli arbitrati sono disponibili anche presso altri ADR e che non esiste una competenza esclusiva per materia assegnata all'organismo Consob.

Fermo restando che l'internalizzazione non sembra compromettere l'esercizio autonomo e indipendente delle funzioni della Camera, né determinare per le ragioni sopra illustrate una potenziale commistione delle stesse con quella di vigilanza propria della Consob, è tuttavia plausibile sostenere che una separatezza meno accentuata tra Camera e regolatore anche in termini strutturali possa ritorcersi contro l'auspicata maggiore attrattività dell'ADR Consob nei confronti dell'intermediario.

In sostanza l'internalizzazione potrebbe rappresentare un disincentivo ad aderire alla conciliazione in oggetto – anche al di là delle garanzie fornite dalla procedura e

dalle rassicurazioni della stessa Consob all'atto della modifica regolamentare – proprio in quanto l'ADR viene ora pienamente assimilato al regolatore del mercato e percepito come un'insidia dagli operatori.

\*\*\*

In conclusione, dall'esame complessivo dell'architettura degli ADR pubblicistici in materia di servizi bancari-finanziari, pur considerando le significative differenze che esistono, emerge curiosamente quanto segue:

- nel campo delle controversie relative ai servizi bancari si assiste a una piena esternalizzazione di tipo strutturale dell'ADR (cui si accompagnano – come si è visto – le numerose precisazioni della Banca d'Italia su autonomia e indipendenza del medesimo), in presenza di un'adesione obbligatoria al sistema per l'intermediario e di una dichiarata “funzionalizzazione” dell'attività dell'ADR all'esercizio dell'attività di vigilanza da parte del regolatore. In questo caso, la scelta del quest'ultimo di distinguere strutturalmente da sé il proprio ADR, sembra rispondere all'esigenza di allontanare rischi e sospetti di una commistione funzionale derivanti dal ruolo svolto dalla segreteria tecnica e dall'uso dichiarato che l'autorità di controllo può fare del flusso informativo promanante dal suo ADR;

- nel campo delle controversie relative ai servizi finanziari, al contrario, la mancanza di vincolatività del sistema, la debolezza intrinseca in fase di avvio delle procedure, l'assenza di una riserva di competenza esclusiva per l'esame di tali controversie, il tipo di attività gestita dalla Camera, l'impossibilità – almeno formale – di utilizzare le informazioni provenienti dall'ADR per l'attività di vigilanza, sono aspetti che hanno finito, nel loro complesso, per giustificare pienamente un annacquamento della “distinzione strutturale” tra regolatore e ADR.

Resta, tuttavia, da comprendere quanto un simile assetto sia poi efficace sotto il profilo dell'attrattività degli ADR finanziari nei confronti dell'intermediario, visto che nel caso dell'ABF il problema proprio non si pone, stante l'obbligo di aderire al sistema, mentre nel secondo caso si vorrebbe avallare l'idea che l'incorporazione dell'ADR nella struttura del regolatore possa spiegare effetti di “*moral suasion*” maggiore verso l'intermediario, inducendolo a aderire, più che in passato, alle procedure volontarie (conciliazione e arbitrato) fornite della Camera Consob.

Al contrario, è possibile immaginare che l'intermediario risulti meno incentivato proprio dalla nuova configurazione dell'ADR Consob e dal timore, magari

anche infondato, di porre il proprio operato direttamente sotto gli occhi del regolatore. D'altra parte non si spiegherebbe per quale ragione nel caso ABF, pur con tutte le rassicurazioni sul piano strutturale e dell'indipendenza e autonomia dell'ADR dalla Banca d'Italia, si sia comunque scelto di imporre l'adesione alla procedura e non rimettere l'avvio della medesima alla mera volontà delle parti (*rectius* dell'intermediario).

Sembra quindi emergere la circostanza per cui agire sulla struttura dell'ADR possa e debba configurarsi come un'operazione soltanto successiva alla scelta del tipo di procedure da utilizzare per la risoluzione delle controversie, del modo in cui esse sono organizzate e degli obiettivi, anche ulteriori, che si intendono perseguire; e che, al contrario, cercare di rendere più efficiente un servizio di ADR agendo solo sulla sua organizzazione strutturale rischia di vanificare proprio questi sforzi di miglioramento complessivo del sistema.

#### 4. 2 Alcune riflessioni sul ruolo degli ADR pubblicistici

Quanto abbiamo illustrato partendo dall'esame delle strutture ADR oggi presenti sui mercati dei servizi bancari-finanziari in Italia, ci porta a poter manifestare una sostanziale preferenza per un ADR pubblicistico che abbia certe caratteristiche proprio in funzione delle peculiari attività che esso è chiamato a svolgere nel mercato.

In questi casi – come si è visto – la controversia privata resta sullo sfondo rispetto agli scopi ulteriori dell'ADR che sarebbero (come sottolineato dalla Banca d'Italia):

- il conseguimento di obiettivi di efficienza e competitività del sistema;
- l'incremento di fiducia del pubblico dei risparmiatori nei prestatori di servizi bancari e finanziari;
- il contenimento dei rischi legali e reputazionali a beneficio della stabilità degli intermediari e del sistema finanziario nel suo complesso.

Un ADR pubblicistico strutturato sul modello dell'ABF consente, inoltre, di accrescere e di ottimizzare l'informazione che proviene dal mercato.

L'accresce perché permette di trattare la maggior parte di quelle controversie che non verrebbero portate a giudizio per via del costo dei procedimenti giurisdizionali ordinari rispetto alle somme potenzialmente recuperabili o dei

comportamenti oppositivi/opportunistici dell'intermediario nell'adesione alle procedure conciliative o arbitrali.

Per quanto riguarda invece l'ottimizzazione dell'informazione, essa deriverebbe da una più rapida e coerente disponibilità dei dati relativi al merito del contenzioso e al tipo di violazioni perpetrate dagli intermediari.

L'attività "giustiziale" condotta da un ADR di questo tipo contribuirebbe, infatti, a rendere più omogenea l'interpretazione della normativa di settore (rispetto alle probabili risultanze derivanti dai singoli tribunali impegnati in questo tipo di giudizi) e a una più rapida e ordinata fruizione delle informazioni da parte del regolatore (e dello stesso mercato), di quanto non accadrebbe ove l'autorità di vigilanza fosse costretta a monitorare l'esito di tutto il contenzioso giurisdizionale tra privati esistente sul territorio per poter trarre informazioni utili alla propria attività.

Si tratta in sostanza di mettere "anticipatamente" a disposizione dell'autorità di controllo una serie di informazioni che essa sarebbe altrimenti costretta a reperire altrove, con molta più fatica ed evidenti rischi di inefficienza e ritardi nell'intrapresa di eventuali azioni di tipo sanzionatorio.

Per tali ragioni è senza dubbio positiva la configurazione di un obbligo di adesione al sistema di risoluzione delle controversie da parte degli intermediari e la possibilità di utilizzare il quadro informativo che ne deriva per scopi di vigilanza. In tal modo, l'organismo ADR viene a svolgere un ruolo nel contempo di salvaguardia e di impulso dell'attività di controllo del regolatore: di salvaguardia poiché consente di rimediare ai potenziali fallimenti della vigilanza, agendo a un livello micro settoriale (ovvero a livello di singole controversie derivanti dalla violazione delle norme di comportamento e di trasparenza); di impulso poiché veicola verso il regolatore un flusso di informazioni in grado di determinare un aggiustamento continuo della stessa attività di controllo.

Senza queste due caratteristiche è difficile immaginare un sistema ADR che possa avere una funzione pro-attiva del sistema di vigilanza e senza tale funzione, forse, non avrebbe senso la presenza di organismi ADR di matrice pubblicistica all'interno di contesti di mercato regolato. Questa considerazione è tanto più valida se si prende il sistema di ADR delineato per i servizi di investimento. Che senso ha istituire presso un organismo di vigilanza un sistema di risoluzione delle controversie che nelle procedure e nei suoi tratti fondamentali replica un qualsiasi altro organismo ADR privato, senza peraltro conferire ad esso una competenza più o meno esclusiva?

Si è osservato precedentemente che il fatto che l'ADR sia istituito presso il regolatore non basta di per sé a renderlo "attraente" per gli intermediari, nemmeno al solo scopo di assicurare il più elementare degli obiettivi che un ADR si pone (ovvero quello di risolvere una lite in modo rapido ed economico). Anzi, tale circostanza rischia di essere controproducente perché – come è stato detto – il fatto che l'amministrazione di tali procedure sia riconducibile in qualche modo al regolatore del mercato potrebbe rappresentare un disincentivo alla loro attivazione da parte di soggetti sottoposti al controllo del regolatore.

Inoltre, istituire servizi di conciliazione/arbitrato in contesti di mercato regolato sarebbe un'inutile duplicazione di strutture già esistenti di tipo privato; e rappresenterebbe, in particolare, un costo non giustificato rispetto ai risultati che si vorrebbero conseguire, oltre che un'operazione contraddittoria rispetto al principio comunitario di sussidiarietà orizzontale in base al quale le istituzioni statali, creando le condizioni che permettono all'individuo singolarmente o nelle formazioni sociali in cui si svolge la sua personalità, di agire liberamente nel contesto economico e sociale, intervengono solo quando questi non siano in grado di svolgere taluni compiti. In tal senso non si riuscirebbe ad apprezzare il valore aggiunto di un ADR pubblicistico rispetto a uno di natura privata.

Per tali ragioni un ADR pubblico in un contesto di mercato regolato (e in particolare nel caso dei mercati bancari-finanziari) va verosimilmente costruito tenendo conto di obiettivi ulteriori rispetto a quelli tradizionali di un ADR, ovvero della necessità di rappresentare, all'interno del sistema di vigilanza, uno strumento di *enforcement* spurio, cioè non necessariamente ed esclusivamente orientato alla risoluzione delle controversie tra privati.

Per far questo è necessario che tra le diverse procedure di ADR a disposizione si scelgano quelle di tipo aggiudicativo in modo da sviluppare, per le ragioni più volte richiamate, un opportuno flusso informativo verso il regolatore e far sì che l'ADR operi come un organismo anche a supporto della vigilanza sul mercato.

## 5. Un ADR per ogni regolatore?

---

Chiarita l'importanza di modellare in un certo modo gli ADR pubblicistici nei mercati regolati, occorre ora rispondere alle ulteriori due questioni che si siamo posti

e cioè:

1) se è corretto che il sistema degli ADR sia sempre organizzato replicando il modello di vigilanza esistente per i regolatori, ovvero istituendo un ADR per ogni regolatore del mercato, specie nei sistemi organizzati secondo il modello della vigilanza per finalità;

2) se è necessario comunque assicurare – proprio in funzione di tutela del mercato – una coerenza tra l’attività di vigilanza svolta dai vari regolatori e l’attività propria degli ADR.

Abbiamo evidenziato come l’esercizio della vigilanza può essere strutturato in modi diversi a seconda del modello scelto e che, molto spesso, ogni sistema tende a sviluppare strutture ulteriori (tra queste gli ADR) che non necessariamente ha senso tenere distinte.

Nel verificare questo fenomeno di proliferazione e replicazione degli ADR di natura pubblica, proprio in relazione alla compartimentazione esistente sui mercati vigilati, c’è sicuramente un aspetto di *path dependence* che deve essere considerato e che al limite può anche essere tollerato, a patto però che tali sistemi di ADR siano simili tra loro – ovvero simili sotto il profilo della struttura e delle funzioni svolte e opportunamente coordinati. Accade, infatti, che frequentemente si instaura una relazione molto stretta tra autorità di controllo preposta all’esercizio della vigilanza in un comparto del mercato e ADR pubblico: questa replicazione del modello di vigilanza nel determinare il numero e il tipo di ADR pubblici, emerge anche nella esperienza di altri ordinamenti europei.

Nel mercato francese dei servizi finanziari e bancari, per esempio, la risoluzione stragiudiziale delle controversie avviene – trasversalmente – attraverso la procedura conciliativa; mentre, però, nel comparto finanziario l’adesione al sistema è obbligatoria per tutti i soggetti sottoposti a vigilanza ed è l’autorità di controllo del mercato (AMF) ad amministrare la procedura, provvedendo alla nomina del conciliatore<sup>51</sup>, nel comparto bancario la controversia è gestita dal mediatore istituito presso il singolo intermediario o a livello di gruppo bancario; la mediazione ha natura spiccatamente privatistica anche se su tutti vigila – senza alcun ruolo diretto nelle procedure – un organismo pubblico presieduto dal governatore della banca centrale.

---

<sup>51</sup> La procedura in Francia è quindi di tipo conciliativo ad adesione obbligatoria, con un conciliatore nominato dall’autorità di vigilanza di settore e sembra per questo aspetto assomigliare maggiormente a un ombudsman che a una conciliazione. Di contro, quest’ultima di svolge secondo una procedura del tutto privata come avviene per la conciliazione amministrata dalla Camera Consob.



In questo sistema – attesa la confidenzialità della procedura, indipendentemente dalla gestione pubblica o privata – non ci sono disposizioni che prevedono una diretta disponibilità delle informazioni derivanti dall’attività di ADR da parte dell’autorità di controllo<sup>52</sup>. Ne viene fuori un sistema compartimentato per quanto riguarda i centri deputati alla risoluzione delle controversie in materia di servizi bancari e finanziari, con una piena pubblicizzazione dell’ADR solo per il comparto finanziario: si registra, inoltre, l’uso di una procedura (quella conciliativa) che non consente il pieno conseguimento degli obiettivi ulteriori che dovrebbero caratterizzare (a parere di chi scrive) un ADR pubblico istituito in un contesto di mercato regolato.

Anche in Germania si assiste a una frammentazione del sistema: sono presenti per il settore bancario-finanziario sette ADR di cui uno pubblico (la Camera arbitrale presso la banca centrale che, tuttavia, ha un ruolo solo sussidiario, cioè interviene solo quando l’intermediario non abbia aderito ad altri ADR privati); anche in questo caso non è prevista alcuna forma di comunicazione istituzionale tra ADR e autorità di controllo.

Nel Regno Unito, al contrario, vista la presenza di un regolatore unico (almeno fino alla recente riforma innescata dalla crisi finanziaria del 2008) si è attivato – specularmente – un unico organismo in cui sono confluiti gli schemi di ADR attivi prima della riforma del mercato finanziario del 2001: la procedura si articola in due livelli, un primo livello di tipo conciliativo, il successivo di tipo decisorio. Anche se l’organismo è indipendente, l’autorità di vigilanza esercita sui medesimi importanti poteri (nomina i componenti, regola la procedura, stabilisce il finanziamento); inoltre, un *memorandum of understanding* prevede forme di collaborazione, aggiornamento periodico, formazione di *good practices* per gli intermediari.

Anche in Spagna è stata disposta l’istituzione di un ADR per ogni comparto di mercato regolato (bancario, finanziario e assicurativo). Tuttavia, solo per il settore bancario, e nella fattispecie presso la banca centrale, è stato istituito un ADR che, tra gli altri compiti, informa il regolatore nel caso ravvisi elementi di una possibile violazione delle norme a tutela della clientela.

---

<sup>52</sup> Nel settore bancario non c’è un coordinamento diretto tra sistema ADR (in cui la singola procedura è assegnata al soggetto designato dalla banca e da esso distinto) e funzione di vigilanza bancaria. Le informazioni raccolte non entrano nella disponibilità dell’organo di vigilanza. Esistono solo dati aggregati che possono essere rilevati dalla vigilanza a partire dal rapporto annuale che ogni mediatore è tenuto a pubblicare. Anche per la mediazione gestita dall’AMF non c’è una norma espressa che preveda il passaggio di informazioni dall’ADR all’autorità di controllo.

Uno scenario così frammentato sembra scontare un'assenza di strategia da parte del legislatore nel regolare il fenomeno in esame.

Il punto, come già ripetuto, è di verificare se appare corretto disegnare un sistema di ADR compartimentato (oltre che eterogeneo nel tipo di servizi offerti e obiettivi da raggiungere) in quanto replicazione del modello di vigilanza adottato. Come si è visto nell'ambito dei mercati bancari finanziari non esiste un modello ottimale almeno per quanto riguarda il luogo dove allocare l'esercizio della funzione di vigilanza; ognuno di questi modelli presenta, infatti, pregi e difetti che non lasciano spazio a scelte preferenziali.

Diversamente occorrerebbe ragionare per le altre strutture di tipo pubblico presenti nei contesti di tipo regolato e che, invece, sembrano troppo spesso scontare un effetto di *path dependence* rispetto al soggetto incaricato della funzione di vigilanza. In sostanza il fatto che non esista un modello di vigilanza ottimale non dovrebbe essere di ostacolo alla possibilità di delineare un unico modello di ADR pubblico.

Quando si parla di *path dependence* (d'ora in avanti "PD") ci si riferisce a situazioni in cui il retaggio storico-culturale di un sistema tende a influenzarne il corrente assetto istituzionale, regolamentare o economico. In economia il concetto di PD si rapporta con quello di ottimale ed efficiente equilibrio allocativo: la dottrina utilizza a proposito l'espressione "*lock-in by historical events*"<sup>53</sup> quando ci si trova bloccati in una situazione che potrebbe essere di fatto migliore laddove si decidesse di promuovere un cambiamento della medesima (in presenza di un basso livello degli *switching costs*). Corollario di questa teoria è che le scelte fatte in autonomia dai singoli, sebbene efficienti di per sé, potrebbero condurre nel loro insieme a risultati complessivamente non ottimali (si tratterebbe in sostanza di un'ipotesi di *market failure*), soprattutto laddove esistano soluzioni alternative possibili e migliori.

In letteratura si individuano tre categorie di PD in relazione alla scelta maturata complessivamente dagli individui: 1) *debole* se il miglioramento in termini di efficienza della medesima scelta è semplicemente legato ad altre alternative; 2) *semiforte* se la scelta fatta non è la migliore tra quelle possibili e, tuttavia, è discutibile se essa possa essere vantaggiosamente corretta; 3) *forte* se la scelta è altamente inefficiente e non suscettibile di essere corretta.

---

<sup>53</sup> W.B. Arthur, Competition Technologies, Increasing Returns and Lock-In by Historical Events, Economic Journal, 1997, 642 ss.

Nel secondo tipo di PD la valutazione circa la possibilità di correggere la situazione è legata all'ammontare degli eventuali *switching costs*. Per alcuni autori, addirittura, la situazione di *market failure* non sarebbe dimostrata finché non si possa rappresentare un'alternativa più vantaggiosa in termini di analisi costi-benefici.

Il concetto di PD è utilizzato anche al di là delle scelte allocative in un contesto di mercato, ovvero quando si cerca di fornire una spiegazione dell'affermarsi di certi modelli sociali o istituzionali o taluni istituti giuridici.

Alla luce di queste considerazioni, può essere utile inquadrare il fenomeno della frammentazione degli ADR nel mercato dei servizi bancari-finanziari partendo proprio dal concetto di PD.

È chiaro che il retaggio storico-culturale-giuridico ha creato una certa vischiosità nell'autonoma considerazione di questi organismi tant'è che accanto ad ogni autorità di vigilanza ne è stato creato uno. Il punto è che mentre dottrina e legislatore nell'elaborare i diversi modelli di vigilanza esistenti hanno proceduto a separare o a concentrare i centri di controllo partendo, legittimamente, da un'analisi degli obiettivi della vigilanza nonché delle caratteristiche e delle necessità del mercato, un'analogia riflessione non sembra sia stata fatta per gli ADR.

Per rimediare a questa circostanza è necessario riepilogare le esigenze e le finalità che un ADR pubblico dovrebbe soddisfare:

- risolvere la controversia tra privati in modo rapido ed economico;
- fornire supporto indiretto all'attività di vigilanza;
- contribuire alla formazione di *best practices* che orientino i comportamenti degli intermediari sui mercati.

Rispetto a questi obiettivi non sembra particolarmente importante che ci sia una distinzione tra ADR che rispecchi quella tra autorità di controllo.

Ad esempio, rispetto alla controversia di per sé considerata, un ADR, nel momento in cui istruisce una procedura di tipo aggiudicativo, non fa altro che applicare le disposizioni di legge e regolamentari; nel caso della mediazione, invece, prevale una più ampia esperienza nell'uso delle tecniche di conciliazione, visto che in tale circostanza il mediatore interviene solo come facilitatore dell'accordo tra le parti. Ebbene rispetto a queste attività di tipo procedurale non si ravvisa la necessità di garantire una sorta di specialità per materia dell'organismo a seconda del mercato di riferimento.

Non lo giustifica, in primo luogo, il fatto che i comuni ADR di natura privata restano abilitati alla risoluzione di ogni genere di controversia (anche quelle in materia di servizi di investimento e bancari), tanto da porsi in concorrenza con gli stessi ADR pubblici nei mercati regolati, visto che a questi non è riconosciuta – di solito – una competenza esclusiva in materia. Da questa prospettiva, la distinzione tra ADR pubblici, in base al comparto di mercato (nello specifico bancario o finanziario), avrebbe senso solo se la stessa “specializzazione” caratterizzasse gli ADR di tipo comune oppure se si escludesse questi ultimi da qualsiasi competenza sulle liti sorte nei predetti comparti di mercato.

In sostanza la controversia deve essere “speciale di per sé” per poter giustificare l’esistenza di un apposito organismo ADR; se invece la stessa può essere – come di fatto accade – indistintamente portata all’esame di un qualsiasi ADR comune, che si trova ad agire persino in concorrenza con i diversi organismi istituiti presso le varie autorità di vigilanza, non si comprende (se non per ragioni derivanti dai succitati effetti di PD) il motivo per cui occorra tenere distinti, fra loro, gli ADR di natura pubblica.

Con riferimento agli altri due possibili obiettivi sopra citati, invece, la distinzione funzionale (e quindi strutturale) tra ADR pubblici non sembrerebbe essere un problema. In realtà, per quanto riguarda il supporto all’attività di vigilanza sul mercato è molto più importante, come si è visto, che la lite sia gestita con una procedura aggiudicativa piuttosto che conciliativa in modo da utilizzare pienamente le informazioni provenienti dagli esiti delle controversie.

Lo stesso dicasi per la funzione di orientamento che l’ADR avrebbe con riferimento ai comportamenti futuri degli intermediari (ovvero il fatto di contribuire alla elaborazione di *best practices*); anche in questo caso, infatti, è il tipo di procedura a fare la differenza e non la circostanza che ci siano più ADR con ambiti di competenza distinti.

In tale circostanza, tuttavia, possono militare a favore di un accorpamento delle strutture di ADR altri argomenti, quali:

- un maggiore contenimento dei costi necessari per sostenere una struttura invece che due o più di due;
- la possibilità di evitare conflitti positivi o negativi di competenza, laddove una fattispecie negoziale portata all’attenzione dell’ADR abbia

caratteristiche ibride (ovvero presenti elementi riconducibili sia a un servizio bancario che a un servizio finanziario);

- un monitoraggio ad ampio spettro dell'attività di quegli operatori conglomerati o polifunzionali, ovvero in grado di fornire servizi di vario tipo sui mercati;
- una rappresentazione più omogenea e coerente dello stesso ruolo dell'ADR pubblico nei confronti degli investitori che lamentano una violazione delle norme di trasparenza e correttezza da parte degli intermediari.

Insomma, nonostante la vigilanza sul mercato dei servizi bancari-finanziari (ma si potrebbero includere anche gli assicurativi) possa essere ricondotta a più *authorities* allo scopo di agevolare gli obiettivi di vigilanza, non è provato che gli scopi di un sistema pubblico di risoluzione delle controversie all'interno di contesto di mercato regolato, possano essere meglio raggiunti istituendo tanti ADR quante sono le autorità di controllo.

Ragioni di costo e di coerenza del sistema militerebbero, invece, a favore di soluzioni di centralizzazione degli ADR pubblici in quei mercati tra loro fortemente connessi in quanto caratterizzati dalla presenza di conglomerati finanziari e prodotti strutturati/complessi.

## 6. Alcune proposte di riforma degli ADR bancari-finanziari operanti in Italia

---

Analizzando la situazione italiana degli ADR abbiamo già trattato delle diverse criticità esistenti.

Al momento – come è noto – esistono due ADR distinti (uno per il mercato dei servizi bancari e l'altro per quello dei servizi finanziari). Essi fanno capo rispettivamente alla Banca d'Italia e alla Consob e offrono procedure di risoluzione alternativa delle controversie del tutto differenti. L'organismo della Banca d'Italia (ABF) è una struttura indipendente (anche se la Banca ha potere di nomina dei componenti e fornisce la segreteria tecnica di supporto) e decide sulle controversie nel merito con una pronuncia che non è tecnicamente vincolante (come potrebbe esserlo

una sentenza, un lodo arbitrale o un verbale di conciliazione). L'intermediario "condannato" rispetta la decisione solo in forza della *moral suasion* esercitata complessivamente dal sistema a cui peraltro è obbligato ad aderire.

L'organismo Consob (ovvero la Camera di conciliazione e arbitrato) è, invece, una struttura che esercita i suoi compiti con autonomia solo funzionale. Con una recente modifica si è peraltro proceduto ad internalizzare l'organismo per cui i membri della Camera sono ora dipendenti della stessa autorità di vigilanza. Il sistema offre servizi di conciliazione e arbitrato, ovvero procedure che possono attivarsi solo se entrambe le parti (l'investitore, ma soprattutto l'intermediario) decidono in tal senso. La Camera gestisce le procedure da un punto di vista amministrativo, ma non entra mai nel merito delle controversie.

Per quanto riguarda poi la questione delle sinergie attivabili con l'autorità di controllo, si è detto ampiamente che, in generale, solo le procedure aggiudicative riuscirebbero a veicolare informazioni utili per il regolatore e per il mercato medesimo. Peraltro, l'ADR legato a Banca d'Italia riesce a sostenere anche un cospicuo flusso informativo per via dell'obbligo di adesione degli intermediari al sistema.

Diversamente accade per le procedure conciliative nelle quali vanno rispettate stringenti regole di riservatezza, le quali – pur funzionali alla buona riuscita della trattativa – impediscono di utilizzare le informazioni che da esse promanano ai fini della vigilanza.

Questa radicale distinzione nelle soluzioni offerte su due mercati (quello dei servizi bancari e quello dei servizi finanziari) fra loro fortemente connessi e contigui non può che destare perplessità.

In primo luogo dal punto di vista del consumatore di servizi finanziari-bancari, che si trova a disporre di due sistemi di ADR completamente diversi per fronteggiare il comportamento scorretto e poco trasparente imputabile, ad esempio, al medesimo intermediario: pensiamo – come di fatto accade – all'ipotesi in cui quest'ultimo offra servizi bancari e servizi finanziari (connessi fra loro) allo stesso cliente il quale, a fronte di un comportamento scorretto, decida di ricorrere all'ADR competente. Ebbene, solo nel caso in cui il problema riguardi un contratto bancario (o quanto meno il rapporto negoziale veda preminente la componente bancaria su quella

finanziaria) il cliente potrà attivare con certezza l'organismo di risoluzione stragiudiziale della lite e ottenere una pronuncia efficace sulla questione<sup>54</sup>.

Perplessità emergono anche dal punto di vista del regolatore che per il mercato dei servizi bancari si giova di un utile strumento informativo, mentre lo stesso non accade per il comparto dei servizi di investimento il quale, volendo, appare molto più esposto del primo a possibili fenomeni abusivi visto il livello crescente di sofisticazione dei prodotti finanziari e di modalità di commercializzazione degli stessi.

Tale situazione complessiva appare, poi, ancora più bizzarra se si analizza meglio l'allocazione della funzione di vigilanza sui comportamenti degli intermediari in generale. Nel nostro ordinamento, infatti, la Banca d'Italia non vigila soltanto sulla sana e prudente gestione degli operatori sottoposti al suo controllo, ma ha mantenuto una riserva di competenza sulla valutazione della trasparenza e della correttezza del comportamento degli intermediari per i contratti bancari.

Il sistema Banca d'Italia – Consob, infatti, non rappresenta pienamente un'ipotesi di *twin peaks model*; anzi, per certi versi si assiste a una commistione tra modello di vigilanza per finalità (che vorrebbe la vigilanza prudenziale e quella sui comportamenti allocate presso autorità di controllo distinte, indipendentemente dal tipo di soggetto vigilato) e alcuni tratti del modello di vigilanza settoriale.

Il legislatore, consapevole di questa distonia nel sistema, cerca di porvi rimedio in parte attraverso regole di coordinamento; nel testo unico bancario, ad esempio, si stabilisce espressamente che le deliberazioni di competenza del CICR previste nel Titolo IV sulla "*trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti*" sono assunte su proposta della Banca d'Italia, d'intesa con la Consob. Si tratta di una sorta di riconoscimento del ruolo più ampio che la Consob riveste proprio in materia di vigilanza sui comportamenti a fronte di una riserva di competenza mantenuta in capo ad un altro regolatore del mercato.

Questa frattura dell'esercizio della vigilanza comportamentale rappresenta una manifestazione del fenomeno di *path dependence*, dianzi descritto; la Banca d'Italia, infatti, continua a vigilare sulla trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti

---

<sup>54</sup> Sempre più diffuse sono certe pratiche negoziali in cui vengono abbinati contratti di finanziamento a contratti bancari. Nella fattispecie, accade spesso che per lo più piccoli imprenditori che si rivolgono agli istituti bancari per l'erogazione di mutui si vedano "costretti" a sottoscrivere contratti derivati a copertura del rialzo dei tassi di interesse oppure altri prodotti finanziari che l'intermediario si trova a collocare (per lo più di tratta di obbligazioni bancarie non quotate, con evidenti rischi sotto il profilo della loro immediata liquidazione).

con i clienti in omaggio alla sua “storica” signoria sul mercato bancario. Il sistema di vigilanza di per sé può anche non risentire di questa scelta in termini di efficienza; tuttavia, il fatto che tale suddivisione si ripercuota a cascata anche su altre strutture istituite nel contesto regolatorio può essere fonte di questo problema.

L’istituzione di un sistema di ADR pubblici, distinti tra loro quanto a procedure e struttura e competenti a risolvere le controversie tra intermediari e clienti che agiscono su due comparti di mercato molto connessi fra loro rappresenta, certamente, un elemento di inefficienza del sistema.

La stessa Consob nel proporre un nuovo assetto del suo ADR ha preso atto delle criticità in esso presenti. In particolare, essa ha posto l’accento sulla mancanza di obbligatorietà delle procedure conciliative e sugli scarsi risultati raggiunti in termini di adesione alle procedure e ha disposto l’internalizzazione della Camera di conciliazione per conseguire risparmi in termini di costi, nella speranza di esercitare una più efficace *moral suasion* sugli intermediari, inducendoli ad aderire in misura maggiore alle procedure. Va detto che nel documento di consultazione relativo al secondo intervento regolamentare sulla Camera di conciliazione, la Consob aveva prospettato la possibilità di attrezzarsi di un ADR simile a quello di Banca d’Italia, ma ha accantonato tale opzione in quanto costosa in termini di implementazione oltre che per la necessità di un intervento del legislatore primario. Per Consob, infatti, diversamente dalla Banca d’Italia che vanta un numero di risorse più alto oltre ad avere strutture diffuse sul territorio nazionale, non sarebbe agevole dotarsi di un organismo simile all’ABF, considerando il possibile impatto finanziario.

Tuttavia, rispetto all’ipotesi di conservare un assetto multipolare di ADR in omaggio alla suddivisione di competenze delle autorità di vigilanza – e comunque armonizzati sotto il profilo delle procedure offerte e dell’obbligatoria adesione al sistema – sarebbe possibile seguire la strada della centralizzazione degli ADR.

Nel caso in questione, anche in una logica di sfruttamento di economie di scala, potrebbe essere opportuno assegnare all’ADR della Banca d’Italia la risoluzione delle controversie in materia di servizi di investimento. In contropartita, la Consob potrebbe:

- condividere con la Banca d’Italia i poteri di nomina dei componenti dei collegi giudicanti;
- intervenire (con opportune forme di coordinamento) sulla disciplina che regola l’organismo;



- contribuire al finanziamento del sistema e destinare alcune risorse a supporto delle segreterie tecniche.

Tale soluzione non solo avrebbe un impatto minimo in termini di costi, perché si sfrutterebbe un sistema già esistente, ma produrrebbe un miglioramento complessivo dell'assetto regolatorio, consentendo anche al comparto dei servizi finanziari di giovare di un ADR efficiente sia sotto il profilo della risoluzione della lite sia sotto quello dell'attività di supporto alla vigilanza.

Questo anche in considerazione di quanto il regolatore bancario ha dichiarato, volendo rendere in prospettiva più autonomo e indipendente da sé il suo ADR.

## BIBLIOGRAFIA

ARDIZZONE L., VITALI M. L., Le ADRs nei mercati finanziari: spunti dal nuovo regolamento della Camera di Conciliazione e Arbitrato presso la Consob, in *Rivista delle Società*, 5/2012

ARTHUR W.B., Competition Technologies, Increasing Returns and Lock-In by Historical Events, *Economic Journal*, 1997, 642 ss.

AULETTA F., Arbitro bancario finanziario e “sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie”, in *Le Società*, 2011.

BANCA D'ITALIA, Principi e raccomandazioni contenuti nelle decisioni dell'ABF, consultabile sul sito [www.arbitrobancariofinanziario.it](http://www.arbitrobancariofinanziario.it)

BERLINGUER A, L'ABF tra giudizio e media-conciliazione, in *Riv. arbitrato* 1/2013.

CAMILLI E.L., Le variabili dell'architettura e della regolamentazione finanziaria nell'area Euro e in Gran Bretagna.

CAPRIGLIONE F., Crisi di sistema ed innovazione normative: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio (L. n. 262 del 2005), in *Borsa, banca, tit. cred.*, 2006, I, 125.

CAPRIGLIONE F., La giustizia nei rapporti bancari e finanziari, in *Banca borsa tit. cred.* 2010, pag. 261, fasc. 3

CARADONNA M., BOSSI A., L'arbitro bancario finanziario quale strumento di gestione delle liti tra gli intermediari finanziari e la propria clientela, in *Riv. dottori comm.* 2010, pag. 283

CARRIERO G., Giustizia senza giurisdizione: l'arbitro bancario finanziario, in *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile* 1/2014.

CONSOB, Relazione per l'anno 2003, Discorso del Presidente al mercato finanziario del 7 giugno 2004, su [www.consob.it](http://www.consob.it).

CONSOLO V. E ALTRI, Il funzionamento dell'ABF nel sistema delle ADR in *AGE*, 1/2011

CORSINI F. L'arbitrato amministrato della Camera di conciliazione e arbitrato costituito presso la Consob, in *Giurisprudenza commerciale*, 3/2012.

DANOVI R., Le ADR (Alternative Dispute Resolutions) e le iniziative dell'Unione Europea, in *Giur. it.*, 1997.

DELLE MONACHE S., Arbitro Bancario Finanziario, in Banca borsa titoli di credito, 2/2013.

GORGA M., MULA D., Alternative Dispute Resolution e Online Dispute Resolution nell'ordinamento giuridico italiano, in <http://www.juribit.it/wp-content/uploads/doc/ADR-ODR.pdf>.

GORLA V., La mediazione dei conflitti dopo il marzo 2011. Prospettive e problemi  
HODGES C., BENÖHR I., CREUTZFELD-BANDA N., Consumer Adr in Europe. Civil Justice Systems, Oxford , 2012

JACKSON H.E., ROE M.J., Public and private enforcement of Securities laws: re source-based evidence, Public Law & Legal Theory Research Paper Series Paper No. 0-28, John M. Olin Center for Law and Business Law & Economics Research Paper Series Paper No. 638 4/2009

KRAAKMAN R., J. ARMOUR, P. DAVIES, L. ENRIQUES, H. B. HANSMANN, G. HERTIG, K. J. HOPT, H. KANDA, E. B. ROCK, The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach, Oxford, 2009

MANIORI F., Mediazione e assicurazione: cogliere le opportunità , in Dir. economia assicurazioni 2011, pag. 993

PERASSI, Il ruolo dell'ABF nell'ordinamento bancario: prime riflessioni in AGE, 1/2011

PIERUCCI A., L'Arbitro Bancario e Finanziario: l'esperienza applicativa, in Giurisprudenza Commerciale, 4/2014

ROSSI G., La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa, in Rivista delle società, 2006

RUPERTO S., L'Arbitro Bancario Finanziario, in Banca, borsa e titoli di credito, 2010

RUPERTO, L'arbitro bancario finanziario, in NGCC, 2010

SOURDIN T., Alternative Dispute Resolution, Pyrmont, 2012

SPENCER D., Principles of Dispute Resolution, Pyrmont, 2009

TORCHIA L., La regolazione dei mercati di settore tra autorità indipendenti nazionali e organismi europei, Relazione di sintesi tenuta all'omonimo convegno presso l'Università degli Studi di Milano, Milano, 19-20 ottobre 2011, in [www.osservatorioair.it](http://www.osservatorioair.it).

VIOTTI S., Brevi spunti per una configurazione unitaria delle Alternative dispute resolution (Adr). Ideas for a Unified Configuration of Alternative Dispute Resolution (Adr), in Giust. civ. 11-12/2013.



# **AGENZIE DI RATING E GIUDIZIO SUL DEBITO SOVRANO DEI PAESI DELL'EUROZONA**

## **SOMMARIO**

- 1. Introduzione**
- 2. Informazione sui mercati finanziari e agenzie di rating**
- 3. Contenuto informativo del rating, l'elemento reputazionale e la funzione**
- 4. I problemi sollevati dal ricorso al rating**
  - 4.1. I conflitti di interessi**
  - 4.2. La mancanza di trasparenza nelle procedure**
- 5. Le soluzioni proposte**
- 6. Debito sovrano e rating**
- 7. Le metodologie in dettaglio per l'assegnazione del rating sui debiti sovrani**
  - 7.1 Standard & Poor's**
    - 7.1.2 Valutazione dei fattori chiave**
  - 7.2 La metodologia di Moody's**
  - 7.3 La metodologia di Fitch**
- 8. Un'analisi del giudizio di rating sul debito italiano alla luce delle procedure di valutazione**
- 9. Conclusioni e valutazioni finali**

## 1. Introduzione

---

Le maggiori questioni in tema delle agenzie di rating sono emerse come conseguenza dell'accresciuta rilevanza del loro ruolo sui mercati finanziari; rilevanza amplificata dal riconoscimento regolamentare che il legislatore ha conferito alla loro attività negli anni prima della crisi del 2008.

Le agenzie nascono agli inizi del novecento sul mercato americano in concomitanza delle prime emissioni obbligazionarie private e iniziano a svolgere quella che, nell'ambito della *principal-agent theory*, è una tipica funzione di neutralizzazione – o almeno prevenzione – delle asimmetrie informative tra investitore ed emittente. Esse rappresentano un'evoluzione, in termini di specializzazione ed estensione della loro attività, di altre strutture attive su un mercato finanziario certamente meno sviluppato, ma già in cerca di strumenti in grado di agevolare una migliore comprensione della convenienza dell'investimento mobiliare<sup>55</sup>.

La loro importanza è aumentata proporzionalmente con lo sviluppo dei mercati finanziari, ma ha ricevuto un decisivo rafforzamento da parte del legislatore allorquando il rating è divenuto, ai sensi di legge, un elemento decisivo per la valutazione del rischio di credito e per l'accesso al mercato dei capitali<sup>56</sup>. L'intervento legislativo avrebbe modificato, secondo alcuni autori, lo stesso ruolo delle agenzie che da semplici intermediari informativi sarebbero divenute delle vere e proprie dispensatrici di *regulatory licences*, in grado cioè di conferire una “patente” di credibilità e affidabilità agli emittenti privati.

Negli ultimi decenni, infine, le agenzie hanno ulteriormente espanso le loro attività, sviluppando servizi di consulenza agli stessi emittenti su come strutturare prodotti finanziari più complessi allo scopo di ottenere un rating di tipo “*investment grade*” che permettesse una loro utile e proficua collocazione sul mercato; e

---

<sup>55</sup> Le asimmetrie informative nascenti dallo sviluppo dei mercati finanziari e il conseguente tentativo di fornire all'investitore le informazioni sufficienti per un corretto investimento, saranno affrontate, in un primo tempo, da strutture quali la stampa finanziaria specializzata, le credit reporting agencies e le banche di investimento. Per una descrizione di questi “progenitori” delle agenzie di rating v. G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Bologna, 2009, 22 ss.

<sup>56</sup> Con l'accordo di Basilea II (2003) che disciplina i requisiti di capitale delle banche operanti a livello internazionale e locale (ai sensi delle direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE) si chiede agli istituti che non sono in grado di sostenere sistemi di rating interno per la valutazione del rischio di credito di ricorrere al rating delle agenzie internazionali.

assegnando un autonomo giudizio anche alle obbligazioni sovrane, ovvero ai titoli del debito pubblico emessi dagli Stati (cd. *unsolicited sovereign rating*).

Entrambe queste attività sono finite sotto i riflettori per le gravi distorsioni che avrebbero prodotto sui mercati finanziari.

La prima è stata ritenuta, infatti, una delle cause della crisi finanziaria iniziata nel 2008, innescata dal fenomeno della cd. finanza strutturata.

La seconda (ovvero il giudizio espresso sull'affidabilità degli Stati di ripagare il debito sovrano collocato sul mercato) sembra invece aver svolto un ruolo rilevante nel corso della successiva crisi del debito, esplosa nei Paesi dell'Eurozona a partire dal 2010<sup>57</sup>.

Questo lavoro intende analizzare tale ultima attività, inquadrando le principali problematiche ad essa connesse, analizzando le metodologie usate dalle principali agenzie nella valutazione del rischio di *default* di uno Stato sovrano e valutando come queste vengono di fatto applicate, con particolare riguardo ai Paesi dell'Eurozona.

Prima di procedere in tal senso appare opportuno inquadrare più in generale le principali problematiche connesse all'attività delle agenzie di rating anche per individuare le contraddizioni insite nel giudizio relativo al rating sovrano dei Paesi dell'area Euro.

A tale proposito, si provvederà a descrivere il ruolo svolto in generale dalle agenzie nella gestione dell'informazione sui mercati finanziari; il meccanismo reputazionale su cui si basa la loro attività e che garantisce la stessa credibilità del rating assegnato; il ruolo svolto dalle agenzie nello sviluppo della finanza strutturata; il quadro regolamentare che ha segnato lo sviluppo di alcune distorsioni nel ruolo delle stesse agenzie e i rimedi che il legislatore ha precedentemente predisposto per risolverle; infine verranno esaminate le procedure di assegnazione dei rating sovrani, anche rispetto alle vicende relative ai downgrade subiti dall'Italia nella recente crisi finanziaria che ha attraversato l'Eurozona.

---

<sup>57</sup> La letteratura economica in argomento è assai vasta. Tra i lavori più rappresentativi si segnalano TICHY, *The Sovereign Debt Crisis: Causes and Consequences*. Austrian Economic Quarterly, 2012, 17(2), S.95-107, reperibile su <http://www.wifo.ac.at/>; DE SANTIS, *The Euro Area Sovereign Debt Crisis: Safe Haven, Credit Rating Agencies and the Spread of the Fever from Greece, Ireland and Portugal* (January 24, 2012). ECB Working Paper No. 1419, su <http://ssrn.com>; HAIDAR, *Sovereign Credit Risk in the Euro Zone* (April 14, 2011). World Economics, Vol. 13, No. 1, 2012, su <http://ssrn.com>; ATTINASI, CHECHERITA-WESTPHAL, NICKEL, *What Explains the Surge in Euro Area Sovereign Spreads During the Financial Crisis of 2007-09?* (December 17, 2009). ECB Working Paper No. 1131, su <http://ssrn.com>; AREZKI, CANDELON, SY, *Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis* (March 2011). IMF Working Papers, 2011, su <http://ssrn.com>;

## 2. Informazione sui mercati finanziari e agenzie di rating

Il mercato finanziario ha sempre generato rilevanti problemi di asimmetria informativa per la crescente complessità degli strumenti finanziari immessi sul mercato, dei rendimenti connessi all'andamento delle attività sottostanti, del sostanziale monopolio delle informazioni da parte degli stessi emittenti.

Il meccanismo che si innesca in questi casi è quello tipico dell'*adverse selection*, a causa del quale l'investitore non riesce a valutare adeguatamente l'investimento propostogli e la complessiva affidabilità dell'emittente. Quest'ultimo è sostanzialmente interessato a rassicurare la controparte della convenienza del prodotto emesso al fine di scontare un prezzo di finanziamento più basso: infatti, più l'investimento apparirà sicuro, poiché credibili e affidabili appaiono sia l'emittente che l'attività sottostante allo strumento finanziario (un titolo azionario, obbligazionario o un derivato), minore sarà l'interesse pagato all'investitore.

Purtroppo non sempre i prezzi riescono ad esprimere autenticamente il valore dei beni cui si riferiscono e l'affidabilità di coloro che li offrono.

In assenza di una cornice regolatoria che disciplini qualità, quantità e modalità di diffusione delle informazioni, il mercato dei capitali sconta alcuni rilevanti problemi di selezione degli stessi emittenti: l'emittente con le credenziali peggiori è portato a remunerare più convenientemente l'investitore, che vede però aumentare, senza averne piena consapevolezza, la rischiosità del proprio investimento. Un emittente sano, al contrario, è disposto a pagare un tasso di interesse più basso, adeguato, quindi, alla sua condizione di solvibilità e alla più generale affidabilità dell'investimento.

Se l'investitore non fosse in grado di distinguere tra i due emittenti, finirebbe inevitabilmente per selezionare l'emittente meno affidabile, ovvero quello che è disposto a pagare un più alto tasso di interesse con un conseguente e paradossale aumento dei costi di finanziamento per i soggetti più solvibili e a basso rischio. Questo tipo di asimmetria informativa non incide sulla sola relazione contrattuale tra investitore ed emittente, ma finisce per avere una più dirompente valenza sistemica, potendo indebolire la struttura del mercato dei capitali e il volume complessivo degli scambi.



Il fallimento cui va incontro il mercato finanziario giustifica il massiccio intervento pubblico sul piano regolatorio e la vigilanza sugli operatori economici attivi nel comparto: tuttavia, la disciplina pubblicistica delle informazioni rese dagli emittenti agli investitori consente soltanto un controllo *estrinseco* delle medesime. I regolatori, cioè, garantiscono completezza, fruibilità, trasparenza dell'informazione, ma non la loro veridicità; soprattutto, si astengono da qualsiasi giudizio che possa assegnare o, quanto meno, segnalare la convenienza dell'investimento.

In parziale funzione di autotutela anche nello stesso mercato si innescano meccanismi che cercano di ripianare il gap informativo fra le parti: talora è lo stesso investitore a muoversi attivamente nella ricerca e nella selezione dell'investimento più adeguato al suo profilo di rischio, raccogliendo le informazioni necessarie allo scopo (si tratta di una comune attività di *screening*); altre volte è il soggetto più informato all'interno della relazione contrattuale a svolgere un'attività di segnalazione verso la controparte, comunicando le informazioni necessarie e rilevanti per lo scambio. Infine, la medesima attività di segnalazione può giungere da un soggetto terzo e autonomo dalle parti coinvolte negli scambi; questa attività consiste per lo più in un giudizio neutrale, elaborato sulla base di dati e informazioni pubbliche, o comunque, oggettivamente rilevabili e verificabili; anche in questo caso, come accade per il controllo pubblicistico delle informazioni, il giudizio non garantisce la veridicità delle informazioni. Nonostante ciò, segnalando in modo sintetico il grado di affidabilità dello strumento finanziario e dell'emittente, tale giudizio finisce per svolgere un importante ruolo di orientamento nelle scelte di investimento.

La fruizione delle informazioni ha ovviamente un costo sia che esso sia etero imposto attraverso obblighi di *disclosure*, sia che esso venga sostenuto spontaneamente dal mercato al fine di garantire una migliore dinamica delle relazioni contrattuali. In quest'ultima circostanza, l'analisi costi-benefici può aiutare ad allocare in modo efficiente il centro di costo, ovvero individuare il soggetto che più opportunamente può svolgere l'attività di raccolta, elaborazione e segnalazione delle informazioni. Considerando la quantità, la tecnicità e talvolta la non facile reperibilità delle stesse, è più facile immaginare che questa attività possa essere svolta da un soggetto specializzato, terzo e in grado di sfruttare economie di scala nella raccolta e nell'elaborazione delle informazioni. Le agenzie di rating interpretano proprio questo ruolo e nascono infatti come soggetti specializzati nella intermediazione

informativa<sup>58</sup>, esercitando altresì una funzione di disciplina di mercato (in quanto osservano e monitorano le attività degli emittenti, disincentivandone i comportamenti opportunistici), evitando ai singoli gli elevati costi di raccolta e di analisi delle informazioni necessarie per effettuare un investimento.

Gli acquirenti del rating sono infatti gli emittenti e non gli investitori, i quali possono qualificarsi come meri beneficiari dello stesso.

### ***3 Contenuto informativo del rating, l'elemento reputazionale e la funzione***

---

Il rating è una opinione neutrale, elaborata sulla base di informazioni comunque disponibili e fruibili pubblicamente (per quanto difficilmente interpretabili), e veicolata attraverso una espressione alfanumerica.

L'opinione si focalizza sul merito di credito dell'emittente legandolo a una eventuale, futura probabilità di *default*. Non racchiude, invece, altri fattori di rischio cui un investimento può andare incontro, quali il rischio di cambio, di variazioni del tasso di interesse e di frode da parte dell'emittente.

Detto così, al netto della attività di segnalazione – per quanto sintetica, semplificata e più o meno efficace in termini di comprensione delle caratteristiche dell'investimento – svolta nei confronti dei potenziali clienti, sembrerebbe che il rating non aggiunga molto in termini di informazione; la stessa dottrina infatti dubita del suo reale contenuto informativo<sup>59</sup>.

Se alcuni autori ritengono che il rating riflette nient'altro che le informazioni già presenti sul mercato, altri assegnano ad esso un valore più ampio, almeno per come le informazioni verrebbero rappresentate. Le agenzie, in particolare, svolgerebbero una funzione di standardizzazione dell'informazione sia nel modo in cui essa viene processata (ovvero acquisita, elaborata e monitorata) sia nel modo in cui viene

---

<sup>58</sup> In tema di rapporti tra informazione e economia di mercato (e anche più specificamente rispetto ai mercati bancario e assicurativo), v. G.J. STIGLER, *The Economics of information*, in *The Journal of Political Economy*, 1961, 69, p. 213 ss.; J. STIGLITZ, *The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics*, in *Quarterly Journal of Economics*, 2000, 115, p. 1441 ss.; J. STIGLITZ, A WEISS, *Credit Rationing in Market with Imperfect Information*, in *The American Economic Review*, 1981, 71, p. 393; o ancora, J. STIGLITZ, M. ROTSCHILD, *Equilibrium in Competitive Insurance Markets: The Economics of Markets with Imperfect Information*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1976, 90/4, p. 629 ss.

<sup>59</sup> Cfr. D. KLIGER, O. SARIG, *The Information Value of Bond Ratings*, in *Journal of Finance*, 55, p. 2879 ss.; F. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, 77 (3), p. 619 e ss..

percepita e fruita dagli investitori (attraverso la visualizzazione e la successiva comparazione di indicatori alfanumerici); inoltre, le agenzie svolgerebbero una funzione di certificazione all'interno del quadro regolatorio che ha, nel corso degli anni, assunto il rating ad elemento di qualificazione dello *status* regolamentare degli emittenti<sup>60</sup>.

Da un punto di vista del contenuto, tuttavia, il rating racchiuderebbe un elemento del tutto nuovo, ovvero il valore reputazionale dell'agenzia che lo ha emesso e che segnalerebbe agli investitori il merito di credito di un emittente, rafforzandone la credibilità sul mercato.

Si evidenzia, infatti, che nelle relazioni di medio-lungo periodo può essere difficile per una parte monitorare la qualità di beni e servizi offerti sul mercato, soprattutto quando questi ricadono nella categoria dei cd. *experience goods*, difficilmente valutabili *ex ante* dalla sola controparte, se non sostenendo ingenti costi di ricerca e di analisi del prodotto. In tale contesto, i servizi di rating che si giovano di enormi economie di scala in termini di ricerca e analisi delle informazioni, suppliscono al deficit informativo insito nella relazione contrattuale, rassicurando le parti sulle performance di un certo bene in un dato periodo di tempo. Ovviamente più l'analisi mostra di essere accurata e affidabile nel tempo, più si rafforza il capitale reputazionale di chi l'ha svolta.

In effetti è proprio la reputazione a saldare la relazione tra emittente e investitore: essa appare rilevante non solo nell'ottica di quest'ultimo che si trova ad essere "rassicurato" dal giudizio fornito da un soggetto terzo e autorevole, ma anche dello stesso emittente che alla sua "personale" reputazione decide di affiancare, in funzione confermativa o rafforzativa, quella dell'agenzia<sup>61</sup>. Le agenzie quindi vendono "reputazione" e gli emittenti l'acquistano perché vogliono segnalare all'investitore (ovvero il beneficiario ultimo dell'operazione) che non hanno nulla da nascondere.

La relazione tra emittente e agenzia e la costruzione di una reputazione affidabile può, tuttavia, andare incontro a distorsioni rilevanti: l'emittente, infatti,

---

<sup>60</sup> Per una rappresentazione delle varie teorie su funzioni e valore dei rating v. R.M. LEVICH, G. MAJNONI, C. REINHART, RATINGS, *Rating Agencies and the Global Financial System*, New York, 2012.

<sup>61</sup> Il concetto di capitale reputazionale è generalmente accettato in letteratura, anche se si segnala come lo stesso potrebbe prestarsi ad altrettante distorsioni. Nelle teorie di finanza comportamentale, infatti, si evidenzia come l'affidabilità e la reputazione potrebbero essere ritenute dagli investitori solo in quanto l'agenzia che lo emette è particolarmente grande e conosciuta; v. A. TVERSKY; D. KAHNEMAN, *Judgment under Uncertainty. Heuristics and Biases*, in *Science*, 185, p. 1124 ss..

potrebbe assumere comportamenti omissivi nella comunicazione delle informazioni, oppure decettivi laddove provveda a modificarle artatamente; o ancora potrebbe avviare comportamenti collusivi con la stessa agenzia, innescando pericolose situazioni di conflitto di interesse.

La reputazione inoltre può giocare un ruolo importante nell'accentuare una situazione di crisi dell'emittente. Infatti, poiché la credibilità dell'agenzia può essere seriamente compromessa nel caso in cui il rating non riesca a prevedere una imminente situazione di crisi, può accadere che l'agenzia sottostimi l'emittente, soprattutto in presenza di una situazione finanziaria ed economica dello stesso non del tutto chiara, allo scopo di preservare, sempre e comunque, la propria reputazione. In realtà questo tipo di valutazione può avere rilevanti effetti pro ciclici, spingendo il soggetto valutato al di sotto dell'effettivo merito di credito e trasformando il rating, come evidenziato dalla dottrina, in una profezia che si autoavvera<sup>62</sup>.

Queste situazioni non sono né ipotetiche né remote, avendo rappresentato le ragioni della crisi del rating esplosa nell'ultimo decennio e alla quale la regolazione pubblica ha cercato di dare una soluzione.

Una parte di questi conflitti e di tali degenerazioni del rating è legata anche al tipo di giudizio fornito e all'oggetto di tale giudizio. Dovendo divulgare al pubblico una rilevante informazione in forma facilmente accessibile e comparabile, le agenzie ricorrono a una serie di simboli da utilizzare nei confronti di soggetti molto diversi tra loro, con lo scopo di formulare una scala universale di rischio sulla quale collocare emittenti e prodotti finanziari differenti. Pertanto, un rating identico assegnato a emittenti diversi per quanto posizionati all'interno di una classe di rischio omogenea, potrebbe risultare intrinsecamente approssimativo, nella misura in cui includa per ciascun emittente dati e variabili differenti.

In buona sostanza, la finalità ultima del rating che risulta finalizzato a esprimere il merito di credito del soggetto esaminato (*creditworthiness*), sconterebbe una intrinseca approssimazione nello stesso processo di analisi e nella scelta dei dati che in esso vi confluiscono. Questo aspetto ha una sua specifica rilevanza per le valutazioni che sovrintendono alla formazione dei rating sui debiti sovrani, per i quali si utilizzano dati e variabili ancora più sfuggenti e difficilmente comparabili.

---

<sup>62</sup> KAMATH, *Optimal Downgrade Policy for Rating Agencies*, The Wharton School Working Paper, University of Pennsylvania, 2010, su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); LEVICH, MAJNONI, REINHART, *Ratings, Rating Agencies and The Global Financial System*, Amsterdam, 2002, p. 4; COFFEE, *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006.

\*\*\*

Ripercorrendo le tipologie di rating emessi dalle agenzie, il cd. *issuer rating* che avrebbe ad oggetto direttamente l'emittente, rappresenta una delle attività tipiche svolte dalle agenzie fin dalle origini.

Esso misura la capacità globale del soggetto richiedente di adempiere in modo tempestivo agli impegni contrattuali presi, in particolare sotto il profilo del pagamento puntuale degli interessi e del rimborso del capitale a scadenza. Ovviamente, fornendo una stima della situazione finanziaria dell'emittente, l'*issuer rating* prende in considerazione in rischio di insolvenza dello stesso, ovvero la possibilità di non riuscire a far fronte alle obbligazioni contratte in passato<sup>63</sup>.

Il *sovereign rating* rappresenta, invece, variante del primo in quanto elaborato con riferimento a una istituzione dotata di un potere sovrano (Stati, istituzioni sovranazionali), e sempre legato al rischio di default del soggetto, come sopra descritto.

Le caratteristiche distintive di maggior rilievo rispetto all'*issuer rating* sono due: i) si tratta di un rating non sollecitato e, quindi, si colloca al di fuori del contesto tipico in cui l'*issuer rating* è reso – ovvero la triangolazione *emittente richiedente-agenzia erogante-beneficiario finale del giudizio (investitore)* ; contesto nel quale si annidano i tipici conflitti legati ai rapporti di agenzia; ii) è un rating che si basa non solo sulla valutazione di rischi puramente economici o finanziari comunque legati alla peculiare natura dell'emittente (crescita del PIL, indebitamento, bilancia dei pagamenti), ma anche rischi di tipo politico da valutare in termini di capacità di uno Stato di intervenire in campo economico e persino delle riforme istituzionali in modo rapido e incisivo.

La seconda tipologia di rating è quella che ha come oggetto di valutazione non l'emittente, ma la singola emissione di strumenti finanziari; in questo caso, si parla di *instrument rating*, modulato sulla medesima scala di valori alfanumerici dell'*issuer rating* e destinato a valutare la probabilità che interessi e capitale relativi all'investimento in un determinato strumento di debito siano remunerato come da accordi presi con i sottoscrittori. Tra i parametri di valutazione dello strumento

---

<sup>63</sup> La definizione di *issuer rating* data dalle stesse agenzie di rating risulta così formulata: 1) “*an opinion of the obligor's overall capacity and willingness to meet its financial obligations as they come due*”, secondo Standard's & Poor, Corporate Rating Criteria, 2008, reperibile sul sito dell'agenzia; 2) “*opinions of the ability of entities to honor senior unsecured financial obligations and contracts*”, secondo Moody's.

finanziario finisce per avere un ruolo di rilievo lo stesso *issuer rating*, ovvero il giudizio espresso sul soggetto che emette lo strumento; in tale contesto l'*issuer rating* assume sempre una valenza sovraordinata rispetto ai processi di valutazione dei singoli strumenti emessi.

L'effetto di una valutazione a cascata è, d'altronde, naturale se si pensa alla relazione diretta che intercorre tra emittente ed emissione. Tuttavia, tale effetto, che è senza dubbio auspicabile in questi casi, non trova un ragionevole riscontro, in termini di coerenza valutativa, nel cd. "*country ceiling effect*" che si verifica quando il giudizio espresso su uno Stato sovrano (e sul suo debito) è usato come tetto massimo per i rating attribuibili agli emittenti privati (società/imprese) che si trovano ad operare sul suo territorio; in questo caso, si vuole evidenziare come il cd. rischio paese possa incidere sulle imprese che compongono il tessuto produttivo del medesimo.

In tale circostanza, non esiste una relazione diretta tra emittente ed emissione, ma il giudizio su un emittente sovrano può condizionare il giudizio sull'emissione di un soggetto terzo (una impresa) in base a un criterio di tipo meramente territoriale: criterio che, peraltro, potrebbe creare effetti distorsivi nelle dinamiche di accesso al mercato dei capitali in un contesto di aree economiche fortemente integrate che superano i più stretti confini dello Stato nazione.

Un'altra tipologia di rating può essere individuata facendo leva sulla specifica funzione ad esso assegnata dalla regolazione.

Un esempio è dato dal rating introdotto dall'accordo denominato Basilea II; questo rating rappresenta un elemento di calcolo del requisito di capitale che le banche sono tenute ad accantonare in base alla loro esposizione al rischio. L'accordo prevede che ogni controparte verso cui l'intermediario bancario risulta esposto, debba sottoporsi al rating di un'agenzia che sia stata riconosciuta come ECAI – *External Credit Assessment Institution*. Il rating di una ECAI misura il merito di credito della controparte; ad esso è associato un coefficiente di ponderazione che servirà a ottenere il valore del credito ponderato al rischio dal quale ricavare l'ammontare del capitale che la banca è tenuta ad accantonare.

Anche se si tratta pur sempre di un giudizio inquadrabile nella categoria dell'*issuer rating*, il rating ECAI assume una valenza diversa per via della sua collocazione nell'ambito della normativa prudenziale; il modello di calcolo

sottostante si basa su fondamentali quantitativi e su variabili qualitative, al fine di ridurre al massimo il margine di opinabilità in fase di valutazione<sup>64</sup>.

Questa breve ricognizione dei rating possibili pone una più generale riflessione sulla reale utilità di questo giudizio sintetico e, in particolare, su quale sia il legame che lega l'emittente valutato agli indici e ai parametri utilizzati; e soprattutto, fino a che punto, l'obiettivo di raggiungere un giudizio sintetico di facile fruibilità e comparabilità possa ritenersi prioritario rispetto a una effettiva rappresentazione della situazione economico-finanziaria del soggetto a cui corrisponde un certo rating.

Occorre rammentare che le agenzie, nel valutare il rischio di credito, e pur nella diversità dei modelli e delle procedure utilizzate, considerano separatamente il rischio economico e il rischio finanziario dell'emittente.

Il primo riguarda le componenti fondamentali delle attività organizzative e produttive del soggetto e viene valutato ricorrendo a metodologie di tipo qualitativo. In esso confluiscono varie componenti di rischio:

- il *country risk* → legato al contesto politico-istituzionale-territoriale in cui opera l'emittente, altresì influenzato dal rating sovrano e dal conseguente *country ceiling effect* da esso generato;
- l'*industry risk* → riferibile al contesto di mercato in cui opera l'emittente, alle caratteristiche dello stesso in termini di struttura competitiva, innovazione tecnologica, tipologia di beni e servizi in esso prodotti e/o offerti;
- la *competitive position* → indicante il grado di competitività dell'emittente su quel mercato;
- la *profitability* → ovvero la capacità reddituale, anche in termini prospettici, dell'emittente.

Il rischio finanziario comprende una serie di componenti di rischiosità legate a elementi di tipo quantitativo, quali:

- le *financial policies* → ovvero le politiche di assunzione del rischio finanziario anche attraverso il ricorso alla leva finanziaria;

---

<sup>64</sup> Una partizione terminologica in tema di rating ECAI e altri rating è stata elaborata dalle stesse agenzie. In particolare, i rating ECAI apparterebbero alla categoria dei cd. "*Model Driven Rating*" in quanto assegnati in base a un modello quantitativo. Essi si distinguono dai cd. "*analyst ratings*" nei quali l'assegnazione è condotta da un analista e il giudizio espresso è basato su fattori maggiormente qualitativa come le politiche e le prospettive di redditività del soggetto valutato; v. STANDARD'S & POOR, *Guide to Credit Rating Essentials*.

- i criteri di *accounting* → ovvero valutazione dei ratio e dei modelli statistici che derivano dalle scritture contabili, la verifica dei principi contabili e il livello di trasparenza assicurato ai dati di bilancio;
- la *cash flow adequacy* → che indica la capacità dell'emittente di rimborsare i propri debiti con la liquidità disponibile, calcolare i flussi di cassa derivanti dalla gestione ordinaria e quantificare le oscillazioni del capitale circolante netto;
- la *capital structure e asset protection* → strumento con cui si valuta il livello e il tipo di debito contratto, gli accantonamenti da stanziare ai sensi di legge per gli scopi più vari (fondi pensioni, coperture assicurative, ecc), gli *asset* dell'emittente e la loro consistenza rispetto ai livello di *leverage* corrispondenti;
- i *liquidity/short term factors* → ovvero le variazioni di liquidità correlate a fattori di breve periodo non prevedibili, al fine di valutare l' idoneità della copertura assicurativa per determinati eventi, l'accesso al mercato dei capitali, la facilità di dismissione di *asset* strategici per reperire maggiore liquidità in caso di bisogno.

Tutti i fattori di rischio descritti hanno ovviamente un margine di imprecisione sia perché sono frutto di dati di non univoca lettura e interpretazione, sia perché sono sottoposti a mutamenti nel tempo, soprattutto rispetto al momento in cui il rating viene rilasciato. Questo aspetto pone un problema di precisione e di stabilità del rating, e ci si chiede se è opportuno che esso debba riflettere ogni minimo mutamento della *creditworthiness* dell'emittente oppure debba essere mutato solo in occasioni di cambiamenti sostanziali dello stesso merito di credito, depurandolo quindi delle fluttuazioni di rischio solo temporanee.

La letteratura economica sottolinea come un giusto *trade off* tra precisione e stabilità nell'emissione del rating è necessario per evitare di danneggiare o avvantaggiare un emittente<sup>65</sup>. Un rating preciso comporta, infatti, un suo continuo mutamento nel tempo con possibile beneficio per taluni (gli investitori avrebbero, infatti, a disposizione un flusso di informazioni sempre aderente al rischio di insolvenza dell'emittente in un dato momento), ma non per altri (nel caso in cui il rating assuma valenza regolamentare, l'emittente, ad es. una banca, sarebbe esposto a

---

<sup>65</sup> CANTOR, MANN, *Analyzing the Trade-off between Rating Accuracy and Stability*, in *Journal of Fixed Income*, 2007, 16, 60 ss., reperibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).



continue correzioni nella gestione dei requisiti di capitale e degli accantonamenti richiesti: correzioni foriere di costi di transazione non del tutto recuperabili).

Il perseguimento del giusto *trade off* e la prevenzione degli effetti distorsivi legati a una eccessiva precisione del rating, porta le agenzie a utilizzare particolari metodologie consistenti in misurazioni di insolvenza dell'emittente precise e sensibili alle variazioni di ogni nuova informazione disponibile sul mercato, alle quali si applicano filtri che permettono di ricondurre, a grandi linee, tali misurazioni ai vari livelli di rischio del rating. Il rapporto tra l'indicatore di rischio e il rating è configurato in modo che la variazione del rating sia meno che proporzionale rispetto alla variazione dell'indicatore di rischio puntualmente calcolato. La non perfetta corrispondenza tra rating e rischio che ne consegue risulta ormai un dato acquisito sia nell'analisi delle agenzie che in letteratura<sup>66</sup>.

Anche gli elementi esogeni che possono incidere sull'insolvenza di un emittente, quali le oscillazioni cicliche dell'economia<sup>67</sup>, del mercato finanziario in generale o del settore in cui il soggetto valutato si colloca sono tenuti in considerazione dalle agenzie.

Diversamente il giudizio si trasformerebbe in un rating *point in time*<sup>68</sup>, ovvero una mera fotografia dell'emittente in un dato momento che replica pedissequamente il

---

<sup>66</sup> V. STANDARD'S & POOR, Guide to Credit rating Essentials, 2009, 4 per cui "*ratings express relative opinions about the creditworthiness of an issuer or credit quality of an individual debt issue, from strongest to weakest, within a universe of credit risk (...) a corporate bond that is rated AA is viewed by the rating agency as having a higher credit quality than a corporate bond with BBB rating. But the AA rating isn't a guarantee that it will not default, only that, in the agency's opinion, it is less likely to default than BBB bond*". In letteratura, cfr. TASCHE, *Caveats for Associating internal rating Grades with Agency Rating PDs*, 2008, reperibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>67</sup> In generale sui cicli economici v. KYDLAND, PRESCOTT, *Time to Build and Aggregate Fluctuations*, in *Econometrica*, 1982, 50, p. 1345 ss.; PLOSSER, *Understanding Real Business Cycles*, in *Journal of Political Economic Perspectives*, 1989, 3, p. 51 ss.; MANKIW, *Real Business Cycles: A New Keynesian Perspectives*, in *Journal of Political Economic Perspectives*, 1989, 3, p. 79 ss. Una qualificazione dei cicli economici funzionale all'emissione del rating si trova in STANDARD'S & POOR, *Rating Methodology: Evaluating the Issuer*, 2009, 42 in cui si afferma che "*cyclicality encompasses several different phenomena that can affect a company's performance. General business cycles, marked by fluctuations in overall economic activity and demand, are only a type. Demand-driven cycles may be specific to a particular industry. For example, product replacement cycles lead to volatile swings in demand for semiconductors. Other types of cycles arise from variations in supply, as seen in the pattern of capacity expansion and retrenchment that is characteristic of the chemicals, forest products and metal sectors. In some cases, natural phenomena are the driving forces behind swings in supply. For example, variations in weather conditions results in periods of shortage or surplus in agricultural commodities*". In tema di rapporti tra fasi cicliche e rating, v. AMATO, FURFINE, *Are Credit Rating Pro-cyclical?*, in *Journal of Banking and Finance*, 2004, 28, p. 2644; BANGIA, DIEBOLD, KRONIMUS, SCHAGEN, SCHUERMAN, *Rating Migration and the Business Cycle, with Application to Credit Portfolio Stress Testing*, in *Journal of Banking and Finance*, 2002, 26, p. 445.

<sup>68</sup> V. LOFFLER, *An anatomy of rating through the cycle*, in *Journal of Banking & Finance*, 2004, 28, p. 695 ss.; VALLES, *Stability of a "trough-the cycle" rating system during a financial crisis*, Financial Stability Institute Paper, September 2006.

*trend* di altri indicatori di mercato in quel momento disponibili, perdendo quel valore informativo in più rispetto a quanto si trarrebbe da una mera lettura e sintesi delle informazioni già disponibili.

Per questo motivo i procedimenti di valutazione delle agenzie sono condotti in una prospettiva che va oltre il momento ciclico contingente per elaborare un profilo di rischio che possa rispecchiare stabilmente la condizione dell'emittente entro un dato orizzonte temporale – cd. *rating through the cycle*<sup>69</sup>. In quest'ottica le agenzie non prendono in considerazione il ciclo economico in sé, ma solo gli effetti di lunga durata che possono impattare sull'emittente. Se così non fosse il giudizio andrebbe ad incorporare anche le componenti irrazionali che accompagnano ogni trend economico<sup>70</sup>, minando la stessa credibilità dell'agenzia quale intermediario informativo capace, in astratto e nel migliore dei casi possibili, di convogliare nel suo giudizio solo le informazioni utili e funzionali a una adeguata rappresentazione del merito di credito<sup>71</sup>.

Va precisato che il rapporto, in termini di influenza, tra ciclo economico e rating non è sempre unidirezionale: accade spesso che sia proprio il giudizio fornito da una agenzia a riflettersi sull'andamento ciclico degli emittenti, ovviamente considerando la loro attività in forma aggregata. Infatti, le agenzie, che svolgono sempre e comunque un'analisi prognostica del merito di credito dell'emittente offrono, attraverso l'assegnazione di un *downgrade*, una informazione che gli investitori otterrebbero, altrimenti, in tempi più lunghi e anticipa nel tempo la reazione di quest'ultimi che potrebbe verosimilmente consistere nella vendita improvvisa degli strumenti di debito dell'emittente interessato e nel conseguente aumento dei costi di finanziamento nel breve periodo.

---

<sup>69</sup> In argomento, v. TOPP, PERL, *Through the Cycle Rating versus Point in Time Ratings and Implications of the Mapping between Both Rating Types*, in *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 2010, 19, p. 47; ALTMAN, RIJKEN, *The Effects of Rating Through the Cycle on Rating Stability, Rating Timeliness and Default Prediction Performance*, New York University Working Paper, no. Fin 05-004, March 2005, reperibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>70</sup> Con riferimento alle componenti irrazionali v. il contributo di RAJAN, *Why Bank Credit Policies Fluctuate: a Theory and Some Evidence*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109, p. 399 ss. Si evidenzia, in particolare, come un determinato ciclo di mercato possa essere influenzato da scelte irrazionali: nella fattispecie quello dei manager che, volendo massimizzare il proprio interesse personale e rifuggendo, in tal modo, da scelte rischiose, finirebbero per uniformare a livello aggregato il comportamento di una serie di attori presenti sul mercato, determinando così l'insorgere di un trend ciclico.

<sup>71</sup> V. STANDARD'S & POOR, *Rating Methodology: Evaluating The Issuer*, p. 40.

Allo stesso modo un *upgrade* può anticipare informazioni positive su un emittente e trainare delle aspettative ottimistiche che rischiano di accrescere la probabilità di bolle speculative<sup>72</sup>.

#### **4. I problemi sollevati dal ricorso al rating**

##### **4.1. I conflitti di interessi**

---

I problemi relativi al rating sono di per sé insiti nel meccanismo di funzionamento dello stesso, ma in larga parte sono stati innescati ed esacerbati dalla regolamentazione pubblica che a un certo punto ha reso indispensabile il ricorso ad esso per fini regolamentari.

La prima criticità emerge nella relazione contrattuale tra emittente e agenzia: essendo l'emittente – e non l'investitore – a remunerare i servizi dell'agenzia (il meccanismo viene definito *issuer-pays*)<sup>73</sup> è possibile che si sviluppino situazioni di conflitto di interesse ogni volta che le parti colludano per modificare artatamente il rating.

Questa modalità di pagamento si è sviluppata a partire dagli anni 70 ed è frutto delle scelte regolamentari della SEC (*Securities and Exchange Commission*, ovvero l'autorità di vigilanza del mercato finanziario americano) che ha introdotto un obbligo di registrazione delle agenzie e semplificato le procedure di quotazione e di offerta al pubblico per gli emittenti che avessero ottenuto un certo giudizio dalle agenzie registrate; questo quadro regolatorio, ulteriormente rafforzato nel tempo (si pensi all'accordo Basilea II sui requisiti di capitale<sup>74</sup>) ha incentivato il ricorso al rating da parte degli emittenti e, secondo certa dottrina, avrebbe trasformato le agenzie in

---

<sup>72</sup> V. FERRI, LIU, STIGLITZ, *The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence From The East Asian Crisis*, in *Economic Notes*, 1999, 28, p. 349.

<sup>73</sup> Il modello alternativo, denominato *investor-paid* presuppone che il rating sia acquistato dagli investitori solo nella misura in cui il suo prezzo sia inferiore al costo delle forme di monitoraggio – alternative e comparabili – del rischio di credito dell'emittente. In questo modello, assume una particolare rilevanza la reputazione dell'agenzia e l'osservazione dei rating assegnati in passato, con particolare riferimento agli eventuali disallineamenti verificabili. In pratica, la reputazione consente di allineare gli incentivi di agenzie e investitori, poiché esisterà sempre una correlazione tra l'affidabilità del giudizio e i ricavi dell'agenzia. È pur vero, tuttavia, che gli investitori potrebbero incontrare una certa difficoltà nel verificare la qualità del rating; considerando che l'unico evento osservabile con certezza e facilità da tutti sarebbe l'insolvenza dell'emittente e che questa rappresenta un evento piuttosto raro, è possibile che l'operato delle agenzie non sia mai pienamente valutabile da un comune investitore. V. PARTNOY, *The Paradox of Credit Rating*, Law & Economics Research Paper No. 20, University of San Diego su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>74</sup> V. ENRIQUES, GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in AGE, 2/2010, p. 475 ss.

dispensatrici di licenze regolamentari<sup>75</sup>. In pratica, la regolamentazione avrebbe permesso alle agenzie di vendere non solo informazione, sia pure in forma rielaborata e semplificata, ma soprattutto diritti di proprietà derivanti dall'ottemperanza dell'emittente alla normativa pubblicistica<sup>76</sup>.

Le scelte del regolatore hanno inoltre prodotto due ulteriori conseguenze: da un lato la registrazione ha consolidato la struttura oligopolistica del mercato del rating<sup>77</sup>, dall'altro ha posto in dubbio la necessità, per le stesse agenzie, di confermare e mantenere nel tempo il proprio capitale reputazionale, visto che il ricorso al rating, da un certo momento in poi, non è stato più dettato dalla sola volontà di segnalare il proprio merito di credito, ma dalla necessità di ottemperare una disposizione regolamentare. In questo senso il costo sotteso all'acquisto del rating non corrisponde più al costo di informazione che l'emittente sostiene per far conoscere all'investitore la propria situazione economico-finanziaria, ma rappresenta il mero costo di conformità (*compliance cost*) con la normativa di settore che permette di beneficiare di un trattamento regolamentare più o meno favorevole.

L'equiparazione del rating a una sorta di licenza regolamentare rende molto rigida la domanda dei servizi delle agenzie: non solo gli emittenti meno conosciuti o quelli che hanno un più alto rischio di default, ma anche tutti gli altri hanno l'obbligo di farsi dare un rating per evitare un regime regolamentare meno restrittivo e un aumento dei costi in sede di reperimento di capitali attraverso l'emissione di strumenti di debito.

Inoltre, viene ad essere svilita la funzione del "capitale reputazionale" delle agenzie, visto che esse saranno inevitabilmente scelte in quanto riconosciute dal

---

<sup>75</sup> V. PARTNOY, *The Paradox of Credit Rating*, cit..

<sup>76</sup> PARTNOY, *The Siskel & Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Rating Agencies*, cit.. Secondo le agenzie di rating il modello "issuer pays" non rappresenterebbe un problema sotto il profilo del conflitto di interessi. V. *Assessing the Current Oversight and Operation of Credit Rating Agencies: Hearing Before the Senate Commission on Banking, Housing and Urban Affairs, 109<sup>th</sup> Congress, March 7, 2006* dove nel corso di una audizione l'allora vice-presidente di Standard & Poor's ha sostenuto che i potenziali conflitti di interessi connessi al predetto modello non si sono verificati o sono stati efficacemente neutralizzati.

<sup>77</sup> Va detto che il tema dell'alta concentrazione e della mancata competitività nel mercato del rating non appaiono del tutto spiegabili riconducendoli all'introduzione di barriere amministrative all'entrata. Alcuni autori mettono in dubbio la relazione causa-effetto tra queste ultime e l'alta concentrazione del mercato, evidenziando che anche in assenza degli obblighi di registrazione introdotti da SEC negli anni '70, il mercato non abbia registrato la presenza di *new-comers*; v. COFFEE, JR. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance* 2006, 294. Invece per quanto riguarda l'assenza di competitività, HILL, *Regulating the Rating Agencies*, 82 Wash. U. L. Q. 43, 44 (2004), osserva che essa sarebbe stata esacerbata dalla prassi invalsa tra gli emittenti di chiedere un secondo rating a una diversa agenzia. Secondo l'autrice questa regola non scritta avrebbe consentito alle due maggiori agenzie (S&P e Moody's) di non dover competere affatto e di dar vita a un vero e proprio "partner monopoly".

legislatore e non perché godono di una maggiore fiducia presso gli investitori. È pur vero che il regolatore pubblico potrebbe disincentivare comportamenti opportunistici delle agenzie con la revoca dell'autorizzazione a svolgere il loro compito di certificatori; tuttavia, tale ipotesi non sembra essere stata presa in considerazione e, nella fattispecie, sembra registrarsi piuttosto un vero e proprio caso di cattura del regolatore.

Il conflitto di interessi, tuttavia, non è limitato alle dinamiche del sistema di remunerazione del servizio di rating, ma si è esteso ad altri aspetti dei rapporti tra agenzie ed emittenti.

Di una certa importanza è apparso lo sviluppo di servizi ausiliari di consulenza il cui acquisto avrebbe giocato un ruolo conformativo sulla volontà degli emittenti, considerando la possibilità ventilata di ricevere un rating più favorevole<sup>78</sup>.

L'attività di consulenza è stata altresì fondamentale nello sviluppo e nella diffusione dei prodotti della finanza strutturata. Nel processo di attribuzione del rating a questi prodotti – nati dapprima come strumenti di diversificazione del rischio e poi utilizzati per spostare altrove il rischio, secondo un modello di business che è stato definito *originate to distribute* (OTD) – le agenzie valutavano in primo luogo l'insieme delle attività sottostanti (cd. *asset pool*) che avrebbero garantito i flussi di cassa su interessi e capitale necessari per ripagare i sottoscrittori dell'investimento; e in secondo luogo, l'ammontare del capitale di garanzia aggiuntiva (cd. *credit enhancement*) necessario affinché il prodotto potesse ottenere un certo livello di rating. Nonostante gli investitori istituzionali, ai quali questi prodotti erano in larga parte rivolti, fossero in grado di analizzare il rischio sottostante in modo autonomo, c'è stato un ampio ricorso alla valutazione delle agenzie che in questo caso hanno svolto una funzione di certificazione, senza tuttavia fornire alcuna garanzia sull'affidabilità dei dati sottostanti.

---

<sup>78</sup> V. PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, in FUCHITA, LITAN, *Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?*, Washington, 2006. L'Autore osserva come le “*credit ratings are valuable not because they contain valuable information but because they grant issuers “regulatory licenses”*”. *In simple terms, a good rating entitles the issuer (and the investors in a particular issue) to certain advantages related to regulation. The regulatory license view of credit rating illuminates some of the unique aspects of the role of credit rating agencies. Once regulation is passed that incorporates ratings, rating agencies will begin to sell not only information but also the valuable property rights associated with compliance with that regulation”*.

Infatti, nonostante le sofisticate tecniche di simulazione utilizzate per la valutazione dei rischi derivanti dall'*asset pool* dei vari prodotti, molti di essi non sono sfuggiti ai limiti derivanti dalla regola del “*garbage in, garbage out*”.

Per i prodotti più complessi (come gli *squared CDO*, i *cube CDO* e i *synthetic CDO*) le agenzie hanno addirittura rinunciato a calcolare il valore del titolo in base al prezzo di mercato (*marking to market*) per ricorrere più comodamente al valore espresso dal solo modello computazionale (*marking to model*). Ovviamente questo eccessivo ricorso al rating (peraltro calcolato in modo discutibile) ha colto gli investitori del tutto disorientati dal momento in cui le stesse agenzie che avevano “prezzato” questi prodotti hanno iniziato sistematicamente a declassarli<sup>79</sup>.

Un altro aspetto del conflitto di interesse che può coinvolgere agenzie ed emittenti riguarda le partecipazioni azionarie incrociate e la presenza di alcuni esponenti aziendali negli organi societari di amministrazione e controllo di entrambi i soggetti.

#### **4.2 La mancanza di trasparenza nelle procedure**

---

Da più parti si è contestata la poca trasparenza che caratterizza il processo di assegnazione del rating, sia sotto il profilo della metodologia utilizzata sia per la difficoltà di valutare l'effettiva correttezza dello stesso.

Grazie agli interventi normativi di settore che hanno imposto alle agenzie di rendere pubbliche le procedure nonché il materiale utilizzato per le loro valutazioni, si è riscontrata una maggiore esplicitazione delle fasi del processo di attribuzione del rating<sup>80</sup> e degli elementi qualitativi e quantitativi che sono alla base dell'analisi propedeutica all'assegnazione del medesimo<sup>81</sup>.

---

<sup>79</sup> la dottrina ha sostenuto che nel campo della finanza strutturata le agenzie si siano comportate come dei *gate openers* piuttosto che dei *gate keepers* e come nessun altro *gatekeepers* abbia creato un enorme danno al mercato per via dei propri errori e limiti (v. PARTNOY).

<sup>80</sup> Il processo di attribuzione inizia con una richiesta di rating (almeno con riguardo ai *solicited ratings*) che viene assegnata a una commissione composta da esperti del settore che procede a una analisi economica e finanziaria dell'emittente e dell'emissione in oggetto. A conclusione dell'analisi, la commissione sviluppa una proposta di rating che viene votata dai suoi componenti e successivamente comunicata all'emittente. Il rating, prima della sua pubblicazione, può essere oggetto di revisione laddove l'emittente lo chieda e fornisca ulteriori informazioni. Una volta emesso viene rivisto annualmente o in occasione di eventi rilevanti che possano compromettere il merito di credito. In questi ultimi casi il rating è sottoposto a un processo di sorveglianza che si arricchisce di nuove informazioni e che può portare a un suo cambiamento.

<sup>81</sup> Le componenti qualitative dell'indagine riguardano la qualità del management dell'impresa, caratteristiche del mercato in cui opera e il grado di competitività dello stesso, struttura dell'impresa,

I risultati raggiunti non sono apparsi, tuttavia, pienamente soddisfacenti poiché le risposte fornite dalle agenzie non hanno aggiunto molto di più a quello che già emergeva dal quadro informativo a disposizione<sup>82</sup>. In particolare sotto il profilo delle performance nel tempo dei rating assegnati, l'obbligo di pubblicare i relativi dati in modo da renderli facilmente verificabili e comparabili non ha sortito l'effetto sperato. Il legislatore è, infatti, intervenuto nuovamente su questo tema a seguito della crisi del 2008 invocando una standardizzazione per via normativa dei dati relativi alla performance dei rating.

È quasi superfluo sottolineare che la trasparenza è assolutamente rilevante per la valutazione del capitale reputazionale dell'agenzia da parte dei beneficiari del rating (cioè gli investitori), soprattutto in presenza di un mercato oligopolistico e di una normativa fortemente dipendente dal rating. Una maggiore trasparenza giocherebbe un ruolo decisivo anche per incentivare l'ingresso sul mercato di nuovi *competitors* e impattare positivamente sugli *switching costs* che gli emittenti dovrebbero affrontare nel rivolgersi ad una nuova agenzia.

Occorre rammentare, infatti, proprio a riguardo di un eventuale cambiamento del valutatore da parte dell'emittente che, il fatto di cambiare agenzia potrebbe generare nell'investitore il sospetto di un'attività di *rating shopping* da parte dell'emittente, soprattutto quando quest'ultimo decida di giovare dei servizi forniti da un'agenzia con una reputazione più bassa o, semplicemente, da costruire o consolidare sul mercato. Questa circostanza andrebbe a generare effetti di *lock-in*, inibendo l'ingresso e lo sviluppo di nuovi operatori e contribuendo a ingessare ulteriormente il mercato del *rating*.

Pertanto, una migliore trasparenza delle procedure e dei dati utilizzati, ma soprattutto delle performance dei *rating* potrebbe arginare i dubbi che il cambiamento di agenzia sia legato alla necessità di cercare un rating più favorevole da parte dell'emittente. L'esame delle performance permetterebbe infatti una valutazione più immediata dell'operato delle agenzie e dell'effettiva qualità del capitale reputazionale consolidato nel tempo.

---

eventi di rischio, posizione finanziaria e fonti di finanziamento, localizzazione geografica e rischio paese, ambiente nazionale politico e regolamentare.

<sup>82</sup> Va comunque sottolineato che la normativa americana (in particolare il Credit Rating Agency Reform Act del 2006 e le Rules adottate dalla SEC nel 2007) non aveva chiesto una pubblicazione delle metodologie di rating quanto piuttosto una "*description of rating procedures and methodologies*" (rif.). Di conseguenza le agenzie hanno sufficientemente descritto il processo di valutazione in commissione senza entrare nel merito di come il rating viene sostanzialmente deciso e assegnato.

## 5. Soluzioni proposte

---

Tutti i sopra citati problemi sono stati oggetto di un lungo e approfondito dibattito e di ricorrenti interventi regolamentari, nella convinzione che non esiste una soluzione univoca posta per le questioni poste dal *rating*.

Con riferimento al conflitto di interessi si è pensato di agire su vari fronti: *i)* sul sistema di remunerazione delle agenzie; *ii)* sul modo in cui il *rating* viene commissionato; *iii)* sulla opportunità di sviluppare un mercato del *rating* basato sull'*investor paid model*; *iv)* sulla natura (pubblica o privata) stesse delle agenzie.

Per quanto riguarda i sistemi di remunerazione sono state avanzate varie ipotesi di intervento; alcuni autori hanno proposto di inserire nei contratti di rating delle clausole che impongano la restituzione dei compensi nel caso in cui il rating si sia dimostrato non accurato<sup>83</sup>. Si tratta di una soluzione incentivante poiché indurrebbe l'agenzia a monitorare in modo più stringente il merito di credito dell'emittente, orientandola verso revisioni più frequenti del rating; tuttavia, il problema applicativo principale starebbe nella difficoltà di individuare un parametro preciso e attendibile (salva la stessa insolvenza dell'emittente) per verificare l'inesattezza del giudizio rilasciato. Questa circostanza potrebbe portare a una eccessiva prudenza da parte dell'agenzia, al rilascio di rating artificialmente più bassi, con un conseguente aggravio dei costi di finanziamento dell'emittente nell'emissione di strumenti di debito.

Sempre in tema di remunerazioni, è stato di proposto di corrispondere all'agenzia gli stessi strumenti finanziari oggetto di valutazione. L'idea, interessante in via di principio, dovrebbe comunque essere accompagnata, per essere implementata correttamente, al divieto di alienare tali strumenti per un certo periodo di tempo. Tuttavia, il tema della durata di tale divieto non è secondario poiché un tempo eccessivamente lungo porterebbe a una accumulazione di strumenti di debito in portafoglio snaturando la stessa funzione delle agenzie che si troverebbero ad essere più simili a un investitore istituzionale; al contrario un tempo breve, potrebbe innescare veri e propri fenomeni manipolativi, potendo l'agenzia rilasciare un rating

---

<sup>83</sup> COFFE, *Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly*, Law and Economics Working Paper no. 375, Columbia University, 2010.



più alto per il periodo in cui è costretta a tenere i titoli in portafoglio, e ripiegando su un giudizio più basso dopo aver alienato gli stessi e massimizzato il suo guadagno.

Un altro tema è quello relativo alle modalità di individuazione dell'agenzia a cui commissionare il rating; secondo una proposta formulata nella predisposizione del *Dodd-Frank Act* era stata prevista la possibilità di attivare, da parte dell'autorità di vigilanza pubblica del settore, un meccanismo di rotazione delle agenzie cui poter affidare di volta in volta l'incarico. Il regolatore pubblico era chiamato a fissare anche il compenso massimo da erogare.

Questa soluzione, tuttavia, può togliere alle agenzie gli incentivi sufficienti per migliorare le proprie metodologie di valutazione al fine di apparire più affidabili e conquistare quote di mercato.

Una variante a questa ipotesi potrebbe, poi, essere rappresentata dalla istituzione di un'agenzia pubblica che possa fornire dei rating che fungano da *benchmark* rispetto ai giudizi emessi da tutti gli altri operatori privati di settore.

Infine, si potrebbe valorizzare il modello *investor-paid* cercando, però, di superare i problemi di *free-riding* connessi ai costi cui andrebbe incontro un investitore che volesse procurarsi tale informazione e ai vantaggi, derivanti da un'appropriazione indebita della medesima, di cui altri potrebbero conseguentemente beneficiare. A tale proposito, una soluzione a questo problema potrebbe consistere nel prevedere, con forme diverse, un diretto coinvolgimento degli investitori istituzionali, imponendo loro l'acquisto di un rating prima di effettuare un investimento, allo scopo di segnalare al mercato un giudizio depurato da possibili conflitti di interesse con l'emittente. Un'altra proposta<sup>84</sup> potrebbe essere quello di istituire un organismo/agenzia controllato da investitori istituzionali che possa contrapporsi, con un rating realmente indipendente sul merito di credito di un emittente, al giudizio fornito dalle altre agenzie secondo il modello dell'*issuer paid*.

Tuttavia, anche queste soluzioni prestano il fianco a possibili critiche.

L'agenzia di proprietà degli investitori istituzionali pone problemi di costo e non è scevra da considerazioni sul reale interesse che si vuole perseguire; probabilmente anche gli investitori istituzionali potrebbero spingere per un certo rating al fine di massimizzare il valore di determinati investimenti.

---

<sup>84</sup> GRUNDFEST, HOCHENBERG, *Investor Owned and Controlled Rating Agencies: A Summary Introduction*, Rock Center for Corporate Governance, Stanford University Working Paper, No. 66, 2009, su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

Anche l'obbligo di commissionare un rating prima di effettuare un investimento, rivolto a un investitore istituzionale che, di per sé, potrebbe essere in grado di valutare autonomamente il merito di credito dell'emittente, potrebbe rappresentare un disincentivo a ricorrere davvero alla migliore agenzia presente sul mercato: in tal caso infatti l'obbligo potrebbe essere sentito come una formalità e potrebbe indurre il soggetto obbligato a minimizzare il relativo *compliance cost* scegliendo l'agenzia più economica e innescando una competizione al ribasso sul prezzo tra gli operatori del settore.

## 6. *Debito sovrano e rating*

---

Tra i giudizi emessi dalle agenzie vi sono quelli che riguardano gli Stati ("rating sul debito sovrano"). L'emittente sovrano è l'ente pubblico, statale o territoriale, che esercita la sua autorità all'interno di un dato ordinamento giuridico.

Poiché l'emittente sovrano è la massima autorità e ha il potere di imporre la sua volontà nella propria giurisdizione, i creditori possono subire forti limitazioni o avere molte difficoltà nel ricorso alle vie legali o di altro tipo nel caso in cui il sovrano non fosse in grado o non avesse la volontà di ripagare il suo debito (ciò è dovuto anche ai limiti frapposti dal diritto internazionale e della sua applicazione).

La crisi dei debiti pubblici e il dibattito che ne è seguito, hanno evidenziato che il merito di credito di un emittente sovrano può rappresentare un elemento destabilizzante del sistema e amplificare sensibilmente i problemi che, in generale, sono stati sopra sottolineati riguardo all'operato delle agenzie di rating.

In primis, si può definire il rating sui debiti sovrani come la valutazione sulla capacità di uno Stato di adempiere alle proprie obbligazioni puntualmente e interamente: nel caso in cui uno emittente sovrano non fosse in grado di ripagare il proprio debito alla scadenza, si ritroverebbe di fronte a una situazione di default.

Con il termine "default" si intende, appunto, il mancato rispetto dei termini di pagamento previsti dal contratto. Si parla di "rischio sovrano" che viene inteso come il rischio di un governo di essere in default relativamente al suo debito o ad un prestito garantito.

Poiché i titoli di Stato sovrani sono un *asset class* importante, detenuto da investitori istituzionali di tutto il mondo<sup>85</sup>, è importante che gli investitori abbiano a disposizione *benchmark* riconosciuti e affidabili a livello globale per consentire una decisione avveduta in termini di investimento. In tal senso, le agenzie di rating svolgono un ruolo importante nel fornire agli investitori un'opinione indipendente sul merito creditizio dei singoli debiti sovrani e nel ridurre le asimmetrie informative tra emittenti e investitori, contribuendo all'efficienza complessiva del mercato.

L'importanza di tale ruolo e le ripercussioni che il rating può avere sulla credibilità degli stati, ha innescato una profonda riflessione sull'opportunità di regolamentarli in termini di qualità, tempistiche e frequenza. Questi rating dovrebbero riflettere solamente le caratteristiche specifiche di ogni paese, e non contenere riferimenti a misure politiche da adottare.

Inoltre per evitare effetti di spiazzamento, la normativa comunitaria ha chiesto ad ogni agenzia di preparare un calendario annuale delle date nelle quali intendono pubblicare i rating sui debiti sovrani, in modo da dare tempo agli stati di prepararsi, ed evitando di la loro pubblicizzazione a mercati aperti.

Un tema importante è stato quello di ridurre l'eccessivo affidamento al rating. Nel relativo dibattito, si è acquisita consapevolezza del fatto che tutte le istituzioni finanziarie regolamentate dovrebbero sviluppare le proprie capacità di valutazione, in modo da elaborare giudizi autonomi del rischio senza affidarsi completamente a fonti esterne.

Lo stesso Governatore della Banca Centrale Europea, Mario Draghi, ha affermato che "*bisognerebbe imparare a vivere senza le agenzie di rating o quanto meno imparare a fare meno affidamento sui loro giudizi*". Tale affermazione ha coinciso con un periodo di grande turbolenza in cui l'affidabilità dello stesso giudizio sul rating sovrano è stato posto in discussione. Tra il 2011 e il 2012, infatti le agenzie

---

<sup>85</sup> Le banche italiane, ad esempio, si ritrovano in bilancio titoli pubblici per più del 10% del valore totale dei loro assets, stando ai dati forniti da BCE. Ciò corrisponde ad un aumento del 6.8% rispetto all'inizio del 2012. In Spagna la proporzione è cresciuta del 9.5%, ossia un + 6.3% lungo lo stesso arco di tempo, mentre in Portogallo l'incremento è stato pari al 7.6%. Inoltre le banche detengono per la maggior parte titoli emessi dal proprio paese. Gli analisti, inclusi quelli della BCE, avvertono che il fenomeno potrebbe esporre di nuovo le banche e i governi ad una spirale di shocks, come ad esempio il taglio del rating. Va inoltre ricordato che tra il 2011 e il 2012 la BCE ha iniettato nel sistema finanziario europeo liquidità a buon mercato (cd. LTRO) per un valore complessivo di circa 1 trilione di euro allo scopo di evitare il crack del sistema finanziario. Molte banche hanno impiegato i prestiti così concessi per investire liquidità in titoli emessi dal loro governo. In ragione di ciò i titoli pubblici, come percentuale del totale degli assets del settore bancario dell'eurozona, sono cresciuti dal 4.3% al 5.6% dall'inizio del 2012.

hanno declassato gran parte dei paesi europei, fino ad arrivare per l'Italia a stimare a livello Baa2, con *outlook* negativo, il rating del debito pubblico.

Prima di esaminare le metodologie utilizzate per emettere un giudizio sui sovrani, è opportuna una disamina degli aspetti generali relativi alle diverse tipologie di giudizio prodotte.

Nel caso del rating sovrano l'attenzione viene posta sul rischio di credito del paese e conseguentemente sul rischio associato ai titoli obbligazionari emessi (rischio sintetizzabile nella capacità dell'emittente sovrano di adempiere alle proprie obbligazioni interamente e puntualmente).

Le valutazioni possono essere tradotte, da un punto di vista temporale, in un rating di breve termine (l'orizzonte temporale è di un anno ed è relativo per lo più al giudizio sull'affidabilità di investimenti in titoli sovrani a breve termine) e in un rating di lungo termine (vengono in considerazione orizzonti temporali più lunghi). Relativamente a questi ultimi ci si pone il problema della rilevanza dei cicli economici e di come essi assumano maggiore importanza in orizzonti temporali lunghi.

Si tratta di un primo problema di grande rilevanza che pone il problema di prevedere adeguati correttivi al giudizio maturato, attraverso aggiustamenti nella valutazione in base al ciclo economico che l'emittente sovrano si trova ad attraversare. Secondo i documenti forniti dalle agenzie, nel momento in cui viene emesso un giudizio, si prendono in considerazione diversi scenari in base al ciclo economico e si considera il comportamento dei sovrani in quel preciso scenario. L'aggiustamento avviene quindi in maniera naturale, osservando le reazioni degli stati in situazioni di difficoltà e la loro capacità di affrontare e superare diverse situazioni e comparandole con situazioni simili.

Un'altra questione riguarda l'oggetto della valutazione. Alla base dei giudizi emessi, ci si domanda se ci sia la probabilità di *default* dell'emittente, la perdita attesa o la perdita inattesa legate al prodotto.

Di solito l'analisi viene condotta associando a categorie di rischio di credito, livelli approssimativi di perdita attesa, in quanto non è agevole individuare l'esatta probabilità di *default*. È inoltre difficile valutare separatamente la probabilità di *default*, la gravità di *default* o la perdita nel caso di sovrani già presenti nell'area speculativa della scala di rating.

In altri casi, vedi Standard & Poor's, al centro della valutazione del merito di credito si ritrova, quale fattore primario, la probabilità di *default*. Come esplicitato nella documentazione fornita dalla società, il merito di credito è un fenomeno “*multi-faceted*” e non vi è una formula che permette di combinare le varie sfaccettature del caso.

Data la natura multi-dimensionale, è possibile individuare un fattore primario e altri fattori secondari. Il primo è appunto la probabilità di default, intesa come capacità e volontà di pagare, ed è il fattore più importante nell'assegnazione di un rating; viene inoltre stabilito uno scenario come benchmark per ogni categoria di rating. I fattori considerati secondari sono, invece, la priorità nei pagamenti, il rimborso previsto in caso di default e la stabilità del credito.

Altre agenzie, Fitch in particolare, combinano aspetti qualitativi e quantitativi attraverso un modello multi-fattoriale che utilizza molteplici variabili. Questa regressione multipla rappresenta una classificazione piuttosto che un modello di *default* sovrano, in quanto genera una previsione a lungo termine, piuttosto che una probabilità di default.

## ***7. Le metodologie in dettaglio per l'assegnazione del rating sui debiti sovrani***

### ***7.1 Standard & Poor's.***

---

L'analisi di Standard & Poor's si concentra sulle prestazioni di un emittente sovrano nel corso degli ultimi cicli economici e politici, ma anche sui fattori che indicano maggiore o minore flessibilità fiscale e monetaria nel corso dei cicli economici futuri.

La metodologia individua cinque fattori chiave per procedere all'analisi del merito di credito che si traducono in altrettanti punteggi. Si tratta, in particolare, del:

- punteggio politico, che rappresenta un parametro di misurazione dell'efficacia dell'azione istituzionale dell'emittente sovrano e dei rischi politici connessi;
- punteggio economico, nel quale si sintetizza sia la struttura economica di un Paese che le sue prospettive di crescita;
- punteggio esterno, riguardante la posizione patrimoniale sull'estero e, in generale, l'esposizione dell'emittente su questo versante;

- punteggio dell'area fiscale, ovvero quello riferito al livello delle prestazioni fiscali e al grado di flessibilità fiscale;
- punteggio dell'area monetaria, la quale evidenzia la flessibilità monetaria.

Key rating factors	Score assigned, on a 1-6 scale, with '1' the strongest and '6' the weakest
Institutional effectiveness and political risks	Political score
Economic structure and growth prospects	Economic score
External liquidity and international investment position	External score
Fiscal flexibility and fiscal performance, combined with debt burden	Fiscal score
Monetary flexibility	Monetary score

**Figura 1.** Il punteggio dei cinque fattori principali. Fonte: [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)

L'analisi effettuata dall'agenzia annovera diversi passaggi che coinvolgono, partitamente, i criteri richiamati (v. Figura 1).

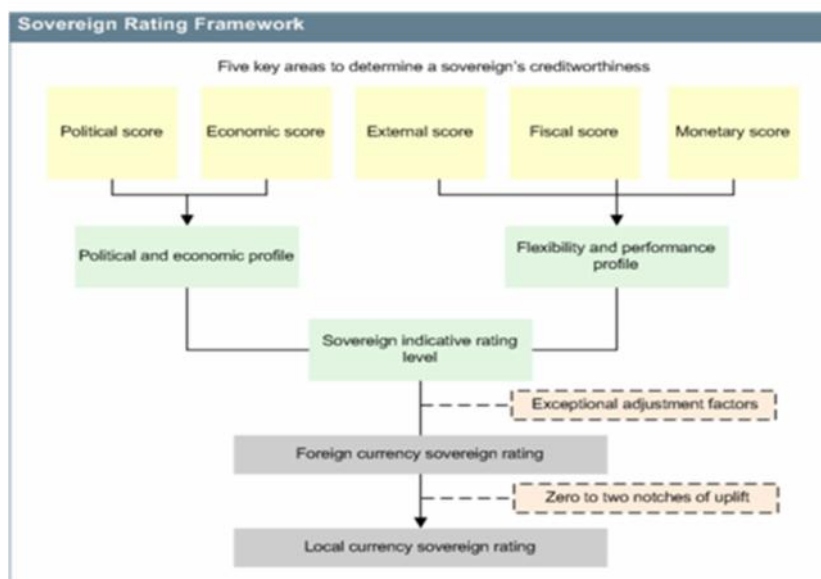
L'agenzia assegna un punteggio a ciascuno dei cinque fattori chiave su una scala numerica crescente in termini di intensità che va da 6 a 1. Ogni punteggio è formulato in base a fattori di tipo quali-quantitativo.

Il punteggio assegnato all'area politica, ad esempio, indica come le istituzioni e la *policy making* di un governo influenzano la capacità di credito di un sovrano garantendo finanze pubbliche sostenibili, promuovendo una crescita economica equilibrata, e rispondendo agli shock economici o politici. Quest'area evidenzia i seguenti 5 fattori non necessariamente correlati a un sistema politico in particolare. Si tratta dei fattori relativi a:

- efficacia, stabilità e prevedibilità della *policy making* e delle istituzioni politiche;
- trasparenza e responsabilità delle istituzioni (anche sotto l'aspetto della copertura e dell'affidabilità delle informazioni statistiche);
- politica di pagamento del governo;
- rischi per la sicurezza esterna;
- l'effetto di organizzazioni esterne nell'impostazione politica.

Gli ultimi tre fattori sono elementi di potenziale aggiustamento. Essi forniscono ulteriori informazioni sulla trasparenza e la responsabilità delle istituzioni, e agiscono come elemento di specificazione dell'attività di *policy making* (che è il fattore

primario), potendo influenzare ulteriormente il giudizio politico sia migliorandolo che peggiorandolo.



**Figura 2.** Sintesi dei fattori chiave utilizzati da Standard&Poor's.  
Fonte: <http://www.standardandpoors.com>

L'analisi del merito di credito sovrano per S&P's inizia con la valutazione e l'assegnazione di un punteggio a questi cinque fattori-chiave che poi confluiscono nei due profili principali, denominati profilo politico-economico – derivante dalla somma dei punteggi relativi al “*political score*” e all’“*economic score*”, v. Figura 2 – e il profilo sulla flessibilità e performance che somma i restanti tre punteggi (*external score*, *monetary score* e *fiscal score*).

Mentre il profilo politico ed economico riflette la robustezza dell'economia del paese, la forza e la stabilità delle istituzioni del governo e l'efficacia della sua *policy making*, il profilo della flessibilità e della performance riflette la sostenibilità del bilancio e del peso fiscale, alla luce della posizione estera del paese, nonché la flessibilità monetaria e fiscale del governo.

Questi due profili concorrono a determinare il rating sovrano in valuta estera, anche considerando eventuali aggiustamenti di carattere eccezionale. Un rating sovrano in valuta locale, invece, è determinato mediante l'applicazione da zero a due punti di miglioramento rispetto alla valuta estera.

Il rating sovrano in valuta locale può essere anche superiore a quello in valuta estera, perché il merito di credito può essere migliorato, considerando i poteri che gli Stati (anche attraverso le rispettive Banche Centrali) possiedono nell'ambito della

loro giurisdizione (si pensi, ad esempio, alla possibilità di emettere moneta locale oppure esercitare il controllo regolamentare del sistema finanziario nazionale). Inoltre, quando uno Stato è membro di un'unione monetaria, e la politica monetaria come quella relativa al tasso di cambio sono affidate a una banca centrale comune, oppure quando viene utilizzata la moneta di un altro Stato, il rating in valuta locale è uguale al rating in valuta estera (nel senso che si ha piena coincidenza tra i due).

I due profili sono poi utilizzati per determinare un livello indicativo di classificazione (v. Figura 3).

Pertanto, per uno Stato sovrano che presenta un profilo “*moderately strong*” nel profilo politico ed economico e “*very strong*” in quello di flessibilità e performance, si procederà ad assegnare un punteggio coincidente con la classe “aa -”. Questo punteggio può, tuttavia, variare di un livello se presenta una o più delle caratteristiche eccezionali (per esempio, una situazione fiscale estremamente debole, un alto rischio politico o un debito elevato, un elevato rischio di sicurezza o gravi calamità naturali).

Indicative Rating Levels From The Combination Of (1) The Political And Economic Profile With (2) The Flexibility And Performance Profile												
Political and economic profile												
Flexibility and performance profile	Category	Superior	Extremely strong	Very strong	Strong	Moderately strong	Intermediate	Moderately weak	Weak	Very weak	Extremely weak	Poor
Category	Score	1	1.5	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6
Extremely strong	1 to 1.7	aaa	aaa	aaa	aa+	aa	a+	a	a-	bbb+	N/A	N/A
Very strong	1.8 to 2.2	aaa	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
Strong	2.3 to 2.7	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	b+
Moderately strong	2.8 to 3.2	aa+	aa	aa-	a+	a-	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+
Intermediate	3.3 to 3.7	aa	aa-	a+	a	bbb+	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b
Moderately weak	3.8 to 4.2	aa-	a+	a	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b
Weak	4.3 to 4.7	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b-	b-
Very weak	4.8 to 5.2	N/A	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-
Extremely weak	5.3 to 6	N/A	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-	ccc/cc	ccc/cc



**Figura 3:** Livelli indicativi di rating derivanti dalla combinazione dei due profili.  
Fonte: <<http://www.standardandpoors.com>>

### 7.1.2 Valutazione dei fattori chiave

---

La valutazione di fattori chiave sopra elencati si basa principalmente sull'analisi qualitativa svolta autonomamente dall'agenzia, che può essere integrata da fonti esterne: ad esempio, i report della Banca Mondiale "*Doing Business*"; i dati della Banca Mondiale nella sezione "*Worldwide Governance Indicators*", con cui sono misurate sei dimensioni generali di *governance* (*voice* e responsabilità, efficacia della *governance*, stato di diritto, qualità della regolazione, controllo della corruzione, stabilità politica e assenza di violenza); il programma di sviluppo delle Nazioni Unite nella sezione degli "*Human Development Indicators*", che presenta un *focus* particolare sullo "*Human Development Index*"; la trasparenza internazionale attraverso il "*Corruption Perception Index*").

Per valutare qualitativamente il primo fattore chiave (*political score*) si procede a un'analisi dell'efficacia, della stabilità e della prevedibilità del processo decisionale delle istituzioni in base all'esperienza di uno Stato nella gestione delle passate crisi, e in particolare, tenendo conto del mantenimento di politiche prudenti in periodi di congiuntura favorevole e l'attenzione a una crescita economica equilibrata. Vengono prese in considerazione anche la capacità e la volontà di un emittente sovrano nell'attuare riforme per affrontare sfide sul piano fiscale e sui livelli di *welfare* erogabili, al fine di garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo termine.

Inoltre, assume rilievo la prevedibilità del quadro politico generale e la reattività a eventuali future crisi o importanti cambiamenti politici. In particolare, politiche efficaci e istituzioni stabili permettono di affrontare in modo proattivo i periodi di difficoltà economica e di adottare misure volte a correggere gli squilibri, sostenendo così le prospettive di crescita a lungo termine e limitando il rischio di deterioramento del merito di credito sovrano. Diversamente, i rischi di successione, l'alta concentrazione di potere, e le sfide potenziali o attuali nelle istituzioni politiche, sono fattori che possono innescare rischi di instabilità istituzionale e pregiudicare la qualità del credito.

Per quanto riguarda il secondo fattore, ovvero la trasparenza e la responsabilità delle istituzioni, essa si basa sull'analisi di aspetti come l'esistenza di *balancing powers* tra le istituzioni interne; il livello di percezione della corruzione nel paese, che è strettamente correlato alla responsabilità delle medesime istituzioni; l'applicazione imparziale dei contratti e il rispetto delle regole statali (in particolare nel settore dei diritti di proprietà); l'indipendenza degli uffici statistici e dei media, le misure di trasparenza e affidabilità delle informazioni.

Il terzo fattore prevede la valutazione della qualità e la coerenza dei dati riguardanti le entrate fiscali, le stime monetarie, la contabilità degli enti pubblici, la bilancia dei pagamenti e la posizione internazionale degli investimenti. Questi dati si basano su valori stimati e non sempre misurabili con precisione.

Il primo aggiustamento del punteggio iniziale, di carattere potenziale, si riferisce alla politica di pagamento del debito. La volontà di arginare situazioni di *default* è un aspetto importante e da tenere in grande considerazione quando si analizza il merito di credito sovrano; uno Stato, infatti, può scegliere di non adempiere ai suoi obblighi, anche quando possiede la capacità finanziaria per il servizio puntuale del debito. Pertanto, l'analisi mira a valutare in che misura i politici sono disposti a dare la priorità al servizio del debito per evitare il *default* in situazioni difficili.

In tal senso, il punteggio complessivo dell'area politica non può essere migliore di 6 proprio in quei casi dove la politica di pagamento del debito rappresenta un fattore di rischio, ovvero dove l'agenzia riscontra una o più delle seguenti situazioni: arretrati sul debito bilaterale ufficiale (ovvero sul debito nei confronti di altri governi e di proprietà del governo); una posizione/dichiarazione pubblica che metta in discussione la legittimità del debito contratto da una precedente amministrazione (il cosiddetto "*odious debt*"); l'assenza di modifiche sostanziali rispetto alla politica del debito successivamente a un default sul debito commerciale<sup>86</sup>.

---

<sup>86</sup> In dottrina si sostiene la rilevanza di questa caratteristica. Cfr. REINHART C., ROGOFF K. E SAVASTANO M., *Debt Intolerance*, Brookings Papers on Economic Activity, I:2003 (Washington: Brookings Institution), secondo cui i paesi possono classificarsi come inadempienti seriali, anche se la strada per la "graduation" è lunga. I default indeboliscono le istituzioni politiche economiche perché il conseguente declino scredita le politiche che hanno portato a default e aumenta la diffidenza della popolazione. Questa maggiore diffidenza pubblica può portare a un consenso più difficile sulla politica economica e quindi potrebbe provocare ulteriori default in futuro. L'evidenza che lo studio suggerisce è che il primo default può essere molto più costoso di quelli successivi, quindi l'idea è che, ad ogni default successivo, gli inadempienti seriali hanno meno reputazione da perdere. V. altresì, J.

Il secondo elemento di aggiustamento potenziale per il fattore politico riguarda i rischi di sicurezza geopolitici ed esterni, ivi comprese le guerre o le minacce di guerra derivanti da conflitti o dalle tensioni nelle relazioni con altri paesi. Quando si riscontra un prolungato rischio bellico, con un orizzonte temporale da 3 a 5 anni, il punteggio politico potrebbe ad esempio peggiorare di una o due categorie rispetto a quello iniziale; il peggioramento può essere più profondo se questi rischi sono imminenti o in rapido aumento, anche considerando l'impatto di un eventuale conflitto sulla situazione economica e politica dello Stato. La sicurezza nazionale è una preoccupazione che influisce sul rating perché le minacce militari possono gravare sulla politica fiscale, ridurre la portata del potenziale investimento, o mettere la bilancia dei pagamenti in condizioni di stress.

Infine, occorre considerare l'effetto che l'appartenenza a organizzazioni sovranazionali può avere nell'impostazione dei criteri di policy.

Quando la partecipazione a un programma sovranazionale, sia in condizioni di appartenenza al programma che in condizioni di assistenza finanziaria eccezionale, offre una maggiore prevedibilità ed efficacia della *policy making*, il punteggio politico del sovrano potrebbe migliorare di una categoria o viceversa.

Nel punteggio economico di un emittente sovrano si tiene innanzitutto conto della storia delle insolvenze sovrane e di fattori come: i livelli di reddito; le prospettive di crescita; e le diversità economica e volatilità.

La combinazione di questi fattori determina un punteggio progressivo sulla base di una forchetta di reddito individuata (v. Figura 4).

Assessing A Sovereign's Economic Score						
On a scale from 1 to 6, strongest to weakest						
GDP per capita in US\$ <sup>†</sup>	Over \$35,000	\$25,000 - \$35,000	\$15,000 - \$25,000	\$5,000 - \$15,000	\$1,000 - \$5,000	Below \$1,000
Initial score	1	2	3	4	5	6

Figura 4. Fonte: <http://www.standardandpoors.com>

Il PIL pro capite è la misura più importante dei livelli di reddito per S&P's. Maggiore è il PIL pro-capite, più ampia è possibilità di tassazione e di conseguenza, v'è una maggiore base di finanziamento da cui attingere. La determinazione del

---

BANNISTER e BARROT, *A Debt Intolerance Framework Applied to Central America, Panama and the Dominican Republic*, IMF Working Paper, WP/11/2011, 2011.

punteggio economico si avvale dell'ultimo PIL pro capite. Nei casi in cui il PIL pro capite di un paese oscilla intorno al confine tra due categorie di punteggio, il punteggio si basa su un media mobile triennale del PIL pro capite.

La valutazione economica di un sovrano può migliorare o peggiorare rispetto al punteggio iniziale, quando le sue prospettive di crescita oscillano sopra o sotto quelle di altri paesi collocati nella medesima fascia di PIL pro capite. La misura chiave della crescita economica diviene allora quella relativa alla "crescita tendenziale" del PIL pro capite.

Il termine "crescita tendenziale" si riferisce alle stime del tasso di crescita del PIL in maniera sostenibile per un periodo prolungato, senza che si verifichino pressioni inflazionistiche, bolle speculative o altre distorsioni economiche.

Al fine di definire la misura della crescita tendenziale, si utilizza il tasso di crescita medio in termini reali del PIL pro capite nel corso di dieci anni, che corrisponde generalmente a un ciclo economico (comprensivo di un periodo di espansione economica e di conseguente contrazione). Più specificatamente, la vera crescita tendenziale del PIL pro capite è la media tra sei anni di dati storici, la stima annuale corrente di S&P's e le previsioni per tre anni. Inoltre, l'ultimo anno storico, la stima corrente e le previsioni sono ponderate al 100%, mentre negli anni precedenti viene attribuito un peso inferiore al fine di evitare un effetto scogliera quando si riscontra la presenza di un anno eccezionale che si discosta fortemente dalla media dei dieci anni.

La fonte dei dati storici sono le statistiche nazionali. La stima di S&P's e le previsioni risultano dall'analisi di governo, dalle proiezioni del FMI e da altre fonti, così come dall'identificazione dei principali fattori che potrebbero portare ad un cambiamento nella crescita futura rispetto al trend storico. Il calcolo della crescita tendenziale è aggiustato con elementi *una tantum*, quali i cambiamenti nella base statistica o la presenza di un unico investimento considerevole.

Infine, un emittente sovrano se è esposto a concentrazione economica e volatilità rispetto ai suoi pari, può ricevere un punteggio economico corrispondente a una categoria peggiore rispetto al punteggio iniziale, soprattutto se l'esposizione significativa si riferisce ad un singolo settore ciclico, o se la sua attività economica è vulnerabile a causa della costante esposizione alle catastrofi naturali o a condizioni meteorologiche avverse.

\*\*\*

Il punteggio esterno di un emittente sovrano si riferisce alle transazioni e alle posizioni di tutti i residenti rispetto a quelle dei non residenti, poiché è il totale di queste transazioni che influenza il tasso di cambio della moneta di un paese.

Sono tre i fattori che portano al punteggio esterno di un paese:

- a) l'uso della moneta di un sovrano nelle transazioni internazionali;
- b) la liquidità esterna del paese;
- c) l'indebitamento esterno del paese.

Per quanto riguarda il fattore *sub a)* si assegna un punteggio di liquidità esterna più alto agli Stati che controllano una "valuta di riserva"<sup>87</sup> o "valuta attivamente negoziata"<sup>88</sup>. Questi emittenti sovrani hanno una caratteristica in comune: le loro valute sono utilizzate nelle operazioni finanziarie al di fuori delle proprie frontiere, il che significa che sono meno vulnerabili alle variazioni dei portafogli di partecipazioni di debito da parte degli investitori rispetto ad altri Paesi. A sua volta, l'uso internazionale di queste valute è un indicatore della credibilità delle politiche e delle istituzioni dei paesi, dalla forza dei loro sistemi finanziari, dalla dimensione e dall'apertura dei mercati dei capitali. Queste caratteristiche possono portare il debito estero dei sovrani a livelli relativamente elevati. Ma tutto ciò non presenta lo stesso grado di rischio ravvisabile per quei paesi che dispongono di valute negoziate meno attivamente<sup>89</sup>.

---

<sup>87</sup> Un emittente sovrano rientra in questa categoria se dispone di una moneta che rappresenta oltre il 3% delle riserve internazionali totali del mondo basato sul rapporto del FMI "Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves", e l'influenza politica ed economica globale del sovrano supporta questa domanda ufficiale. La domanda per il debito dei Paesi che controllano valute di riserva tende ad aumentare nei periodi di stress economico. Al momento della scrittura di questi criteri, questa categoria comprende gli Stati Uniti, il Regno Unito, il Giappone, la Francia e la Germania. Gli ultimi due, che sono i principali membri della zona euro, beneficiano, secondo il parere di Standard & Poor's, dello status di valuta di riserva dell'euro. Dato che singolarmente rappresentano più del 20% del PIL nella zona, è poco probabile che la politica monetaria della Banca centrale europea (BCE) sia in disaccordo dai loro fondamentali economici per molto tempo, come è accaduto ad alcuni dei membri minori della UME che sono stati colpiti da grandi bolle finanziarie.

<sup>88</sup> In questo caso, uno Stato dispone di una moneta che rappresenta più dell'1% del fatturato globale del mercato dei cambi, sulla base della relazione, "Triennial Central Bank Survey" della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI). In base a tale criterio, questa categoria comprende Australia, Svizzera, Canada, Hong Kong, Svezia, Nuova Zelanda, Corea, Singapore, Norvegia e Messico. Sono inclusi anche tutti i paesi della zona euro, con l'eccezione di Francia e Germania, che sono incluse nella categoria precedente. Tuttavia, questa lista può variare.

<sup>89</sup> V. per esempio quanto è stato riscontrato con riferimento al debito pubblico accumulato tra il 1983 e il 2003, da STRAUCH, KREMER, PAESANI, *Public Debt and Long-Term Interest Rates: The Case of Germany, Italy and the USA* (July 2006). ECB Working Paper No. 656, disponibile su at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=913327>

L'indicatore della liquidità esterna (fattore *sub b*) di un paese rappresenta l'indice di "fabbisogno lordo di finanziamento esterno" e la somma delle entrate delle partite correnti più le riserve ufficiali in valuta estera.

I fabbisogni lordi di finanziamento esterno sono dati dalla media di un periodo che copre le stime dell'anno in corso e le previsioni per i successivi due o tre anni. S&P's stima tale fabbisogno, partendo dai dati storici sulla bilancia dei pagamenti, dalla posizione di investimento internazionale, dai pronostici ufficiali della banca centrale di riferimento, del governo (se disponibile), degli economisti indipendenti e del FMI.

Infine, un ulteriore indicatore chiave per misurare il debito estero di un paese è l'indice di indebitamento netto "in senso stretto" sulla somma delle entrate in conto corrente (fattore *sub c*), calcolato sottraendo al debito estero lordo solo le attività più liquide estere dei settori pubblici e finanziari.

\*\*\*

Il punteggio dell'area fiscale rispecchia la sostenibilità fiscale dei disavanzi e del debito di un sovrano. Esso prende in considerazione la flessibilità fiscale, le tendenze e la vulnerabilità di bilancio a lungo termine, la struttura del debito e l'accesso al finanziamento, così come potenziali rischi derivanti da passività contingenti.

Per determinare il punteggio relativo a flessibilità e prestazioni fiscali, si parte da un punteggio iniziale che si basa sul cambiamento prospettico del debito nominale delle amministrazioni pubbliche calcolato come percentuale del PIL; questo punteggio viene aggiustato, positivamente o negativamente, sulla base dei fattori elencati nella Figura che segue e sono legati alla flessibilità fiscale e alle vulnerabilità di un governo, così come alle tendenze a lungo termine.

Assessing A Sovereign's Fiscal Performance And Flexibility Score						
On a scale from 1 to 6, strongest to weakest						
Change in General Government Debt as a percentage of GDP*	<0%	0%-3%	2%-4%	3%-5%	4%-7%	>6%
Initial score	1	2	3	4	5	6

Figura 5. \*Fonte: <http://www.standardandpoors.com>

L'indicatore chiave di performance fiscale di un governo è la variazione del saldo del debito delle amministrazioni pubbliche nel corso dell'anno, espresso in percentuale del PIL di quell'anno. La variazione del debito pubblico generale riportato in Tabella corrisponde alla media fra le stime dell'anno in corso e delle previsioni per il successivo triennio.

La flessibilità fiscale, invece, fornisce ai governi un importante elemento per determinare il "margine di manovra" per poter mitigare l'impatto delle recessioni economiche o di altri shock e ripristinare l'equilibrio fiscale. D'altra parte, le finanze pubbliche possono anche essere soggette a vulnerabilità o sfide fiscali di lungo periodo e a tendenze che possono danneggiare la performance fiscale. La valutazione della flessibilità di un sovrano nelle sue entrate e spese, vulnerabilità e tendenze di lungo periodo, è soprattutto qualitativo.

Il cambiamento demografico e l'invecchiamento della popolazione rappresenteranno - e in alcuni casi lo sono già - le cause principali delle sfide alle finanze pubbliche che molti paesi dovranno affrontare. I governi infatti si trovano di fronte a una diminuzione della porzione della popolazione in età lavorativa e ad una crescente voce di spesa legata all'invecchiamento demografico per far fronte ai pagamenti di pensioni e per garantire l'assistenza sanitaria dove essa è finanziata da enti pubblici.

Il punteggio sul livello del debito riflette l'opinione dell'agenzia sulla sostenibilità del debito di un sovrano. I fattori che favoriscono questo punteggio sono il livello del debito, il costo del debito rispetto alla crescita delle entrate, la struttura del debito e l'accesso ai finanziamenti. Tale punteggio riflette anche i rischi di passività che potrebbero potenzialmente diventare parte del debito pubblico, se si materializzassero.

La combinazione di questi fattori determina il punteggio del livello del debito come mostrato in Figura 6.

Assessing A Sovereign's Debt Burden Score On a scale from 1 to 6, strongest to weakest						
		Debt level				
		Net general government debt as a percentage of GDP <sup>¶</sup>				
Cost of debt	General government interest expenditures as a percentage of general government revenues <sup>*</sup>	Below 30%	30% - 60%	60%- 80%	80%- 100%	>100%
	Below 5%	1	2	3	4	5
	5% - 10%	2	3	4	5	6
	10% - 15%	3	4	5	6	6
	Above 15%	4	5	6	6	6

Figura 6. \*Fonte: <http://www.standardandpoors.com>

L'analisi del livello di debito di uno Stato sovrano, si concentra sui seguenti due indicatori: interessi del governo generale come percentuale delle sue entrate, e debito netto pubblico in percentuale del PIL.

Il calcolo dell'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche è generalmente più prudente rispetto agli indicatori nazionali. Ad esempio, non si considerano le riserve in valuta estera detenute dalla banca centrale normalmente conservate a fini di bilancia dei pagamenti e di sostegno al bilancio, prestiti o investimenti in imprese con partecipazione maggioritaria del governo, e altre attività la cui liquidità potrebbe essere colpita in uno scenario di stress sovrano.

Queste misure e gli aggiustamenti apportati aiutano a valutare la sensibilità di un emittente ad un aumento dei costi di rifinanziamento del suo debito o il suo stesso rischio di rifinanziamento.

Le passività potenziali si riferiscono alle obbligazioni che potrebbero diventare debito pubblico, o più in generale, potrebbero influire sulla solvibilità di un governo, se si materializzassero. Alcuni di questi oneri possono essere difficili da identificare e misurare, ma in generale si dividono in tre grandi categorie: passività potenziali relative al settore finanziario (banche pubbliche e private e istituti finanziari non bancari); passività relative a imprese non finanziarie del settore pubblico (ENFSPs); garanzie, altre passività e voci fuori bilancio.

Di queste, la più rilevante è quella legata al rischio di una crisi sistemica nel settore finanziario. Esse sono valutate attraverso la stima delle potenziali esigenze di ricapitalizzazione – a carico dello Stato –, in caso di una crisi bancaria sistemica in



uno scenario di stress “A”. A questo scenario, come definito nel documento "*Understanding Rating Definitions*", pubblicato il 3 giugno 2009, corrisponde un calo del PIL fino al 6%, un tasso di disoccupazione che raggiunge il 15% e un calo del mercato dei valori mobiliari fino al 60%.

\*\*\*

Il punteggio dell'area monetaria di un sovrano riflette la capacità delle autorità monetarie di supportare una crescita economica sostenibile e ridurre i principali shock economici o finanziari, sostenendo così il merito creditizio sovrano.

La politica monetaria è uno strumento di stabilizzazione di particolare importanza per i sovrani che si trovano ad affrontare una crisi economica e finanziaria. Può quindi essere un fattore importante per ritardare o prevenire un deterioramento della qualità creditizia sovrana durante i periodi di stress.

Questo punteggio deriva dall'analisi dei seguenti elementi:

a) la capacità sovrana di usare la politica monetaria per affrontare le tensioni economiche interne, in particolare il controllo dell'offerta di moneta e le condizioni interne di liquidità<sup>90</sup>;

b) la credibilità della politica monetaria, misurata dalle tendenze inflazionistiche<sup>91</sup>;

c) l'efficacia del meccanismo di trasmissione della politica monetaria all'economia reale, misurata dalla profondità e dalla diversificazione del sistema finanziario e dei mercati dei capitali nazionali;

d) il caso di un sovrano che partecipi a un'unione monetaria<sup>92</sup>.

---

<sup>90</sup> Un sovrano può utilizzare la politica monetaria per affrontare gli squilibri e gli shock nell'economia locale solo quando controlla la moneta dominante utilizzata nelle operazioni economiche e finanziarie locali. Il regime di tasso di cambio influenza la capacità delle autorità monetarie di guidare la politica monetaria in maniera efficace dato che gli obiettivi monetari possono entrare in conflitto con gli obiettivi di sostenere un certo livello di tasso di cambio.

<sup>91</sup> Una politica monetaria efficace richiede istituzioni credibili che la attuano. Anche se la credibilità non può essere misurata oggettivamente, ci sono alcuni fattori che in generale permettono alla banca centrale di essere più credibile e quindi più efficace nello svolgimento della politica monetaria. L'indipendenza operativa è importante per la formulazione della politica effettiva e per la sua attuazione. Un indicatore principale dell'efficacia della politica monetaria è l'inflazione bassa e stabile, che è l'obiettivo primario della moderna politica monetaria. Anche una bassa e stabile inflazione risulta essere una base importante per la fiducia nelle valute locali come depositi di valore e per lo sviluppo del settore finanziario. Di conseguenza, i sovrani che presentano una inflazione dei prezzi al consumo persistentemente elevata riceveranno un punteggio più debole.

<sup>92</sup> Cfr. KÖRNER, TRAUTWEIN, *Rating Sovereign Debt in a Monetary Union – Original Sin by Transnational Governance* (June 24, 2014). *ZenTra Working Paper in Transnational Studies* No. 35 / 2014, disponibile su <http://ssrn.com>.

Un punteggio pari a “1” corrisponde ad una grande flessibilità monetaria sovrana: in questi casi l’autorità monetaria può ridurre i tassi di interesse in modo efficace o addirittura espandere il suo bilancio in modo significativo e, pertanto, rendere più flessibili le condizioni restrittive di liquidità senza pressioni inflazionistiche. Questa flessibilità è possibile solo per le autorità monetarie con una credibilità elevata e offre significativi vantaggi per contenere le crisi finanziarie e le implicazioni per la qualità del credito sovrano. Di contro, un emittente sovrano che non ha una significativa flessibilità monetaria (ovvero che utilizza la valuta di un altro paese, o che hanno un’alta inflazione persistente) avrà un punteggio più basso.

Soffermandoci sugli elementi sub c) e d), possiamo rilevare che l’efficacia della politica monetaria e lo sviluppo dei mercati dei capitali e il sistema finanziario sono necessari per la trasmissione delle decisioni di politica monetaria all’economia reale perché gli strumenti di politica monetaria, quali la politica dei tassi di interesse, gli obblighi di riserva o le operazioni di mercato aperto, operano attraverso la loro influenza sui costi e condizioni di finanziamento che le famiglie e le imprese affrontano. Questa influenza è spesso debole quando il settore finanziario è nelle sue fasi iniziali di sviluppo e quindi le condizioni di finanziamento sono determinate per via amministrativa, o quando si utilizza prevalentemente una valuta straniera. Al contrario, un mercato dei capitali sviluppato che permette operazioni di mercato aperto e un sistema finanziario con transazioni in valuta locale, facilita la banca centrale nell’implementazione della politica monetaria.

Per quanto riguarda il caso di un sovrano appartenente ad una unione monetaria, il punteggio dell’area monetaria di appartenenza è il risultato di un processo di due fasi. In primo luogo, viene assegnato un punteggio iniziale che riflette il parere dell’agenzia in merito all’efficacia della politica monetaria dell’unione nel suo complesso, in base alle caratteristiche riportate nella seguente Tabella.

Assessing A Sovereign's Monetary Score: Initial Score From 1 to 5 On a scale from 1 to 6, strongest to weakest					
Initial Score	1	2	3	4	5
c) Effectiveness of transmission mechanisms via financial system and capital markets (see paragraphs 116 and 117)					
This sub-score is the average of the three factors below					
Central government issues meaningful amounts of local currency fixed-rate bonds with:	Original maturity >20 years, with market-determined rates, and an active secondary market.	Original maturity >10 years, with market-determined rates, and an active secondary market.	Original maturity between 5 and 10 or >10 years but over half of the debt is held by resident banks or public sector entities. Maturities may shorten in a crisis.	Original maturity less than 5 years or between 5 and 10 years, but over half the debt is held by resident banks or public sector entities. Maturities may shorten in a crisis.	Original maturity less than 5 years, held heavily by the resident banking system, incl. the central bank, or limited fixed-rate issuance.
Domestic claims in local currency	>100% of GDP	80 to 100% of GDP	60 to 80% of GDP	40 to 60% of GDP	< 40% of GDP
Market capitalization*	>75% of GDP	50 to 75% of GDP	50 to 25% of GDP	25 to 10% of GDP	< 10% of GDP

Figura 7. \*Fonte: <http://www.standardandpoors.com>

In secondo luogo, S&P's si propone di abbassare il punteggio iniziale di una categoria per riflettere la ridotta flessibilità che i membri dell'unione generalmente hanno rispetto ai sovrani dotati di una propria banca centrale. In una unione monetaria, la banca centrale applica la flessibilità osservando la zona nel suo complesso e non i singoli Stati membri.

Il punteggio potrebbe scendere di due categorie quando l'economia di un sovrano in una unione monetaria non è sincronizzata con la zona a cui appartiene e presenta tendenze in termine di prezzi e salari che si discostano molto dalla media dell'unione. In altre parole, l'orientamento di politica monetaria dell'Unione sarebbe pregiudizievole per la qualità creditizia di un sovrano particolare.

## 7.2 La metodologia di Moody's

Anche per la metodologia di questa agenzia sono utilizzati parametri quantitativi e qualitativi e gli scenari di rischio sono combinati con parametri comparativi.

Moody's utilizza il metodo chiamato "*Three Stage Process*", ed è un metodo che viene aggiornato periodicamente, sulla base di decisioni prese da un Comitato di rating.

Il primo *stage* analizza l'elasticità economica del paese ovvero la capacità di fronteggiare uno shock, basandosi sulla combinazione di due fattori:

- la forza economica del paese, osservata attraverso il PIL pro capite;
- la forza istituzionale del paese, indicatore della qualità del quadro istituzionale (sotto il profilo del rispetto dei diritti di proprietà, della trasparenza, efficienza e prevedibilità dell'azione di governo, del grado di consenso sugli obiettivi principali dell'azione politica).

La combinazione di questi fattori consente di determinare il grado di elasticità e la posizione del paese nella scala di valutazione in base a questi criteri: molto alto, alto, moderato, basso o molto basso.

Il secondo passaggio riguarda la solidità finanziaria del governo, e si focalizza direttamente sulle questioni del debito, in particolare sulla combinazione di altri due fattori quali la solidità finanziaria del governo (ovvero la capacità di rimborsare il debito e mobilitare le risorse necessarie a tal fine, attraverso la leva fiscale, i tagli alla spesa, ecc.) e la suscettibilità al rischio di evento, che è il rischio di una minaccia diretta e immediata al rimborso del debito che determina un improvviso *downgrade*.

La combinazione di questi due fattori consente di determinare i gradi di solidità finanziaria e perfezionare il posizionamento del paese sulla scala di valutazione.

Infine il terzo stage riguarda direttamente la determinazione del rating che avviene in base a un confronto aggiustato con fattori di ponderazione aggiuntivi che non possono essere adeguatamente valutati in precedenza.

Quanto è definito nel primo di questi passaggi valutativi, cioè la capacità di assorbimento degli shock, rappresenta capacità con cui un emittente sovrano, di fronte a uno shock economico, finanziario o politico, sarà in grado e disposto ad affrontare i suoi obblighi, senza dover imporre oneri estremi che gravino sul reddito della popolazione e sulla ricchezza in generale del paese.

Ci sono poi due componenti che devono essere combinate: la forza intrinseca del paese e il grado di forza istituzionale.

La forza economica di un Paese si riflette nel PIL pro capite (indicatore primario). Per prima cosa Moody's osserva tale fattore e analizza la diversificazione delle fonti che lo alimentano per valutarne la robustezza economica, e in ultima analisi gli elementi che influiscono sull'elasticità economica di lungo termine, come il livello degli investimenti in "capitale umano", il livello di innovazione o la

partecipazione in uno spazio economico integrato, che possono rendere più lievi periodi di recessione economica. La forza economica può essere classificata da “molto alta” a “molto bassa”.

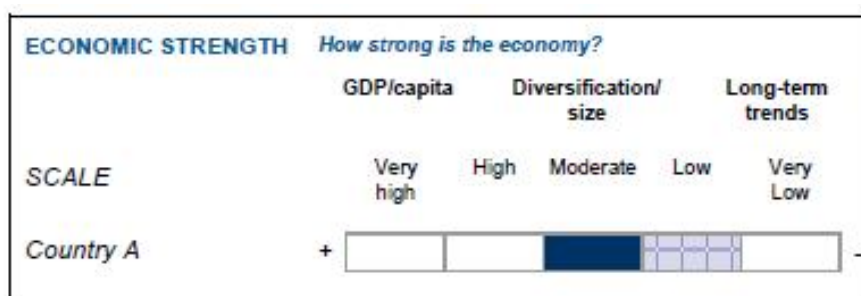


Figura 8. Fonte: <http://www.moodys.com>

Per eliminare gli effetti ciclici puri, Moody’s prende in considerazione le medie pluriennali (3-5 anni in pratica).

Una conclusione a cui l’agenzia può giungere è quindi che lunghi periodi di prosperità economica globale, sono - e dovrebbero essere - associati ad alti rating sovrani.

Il *Moody’s Country Credit Statistical Handbook* presenta diverse misure di PIL pro capite. Ai fini della valutazione della forza economica, il PIL, a parità di potere d’acquisto è l’indicatore più rappresentativo per un confronto dei paesi, anche se i dati sono ritardati e la loro misurazione è difficile. Tuttavia, il PIL che tiene conto del potere d’acquisto si avvicina maggiormente alla vera misura del livello di vita della popolazione.

L’indicatore primario di forza economica (ovvero il PIL pro capite) viene integrato valutando anche altre variabili. Per esempio, esso può essere influenzato da un ciclo propizio (grazie all’esportazione di materie prime per esempio) e anche per le questioni dimensionali-territoriali in termini di merito di credito: un paese molto piccolo, ma molto ricco può essere soggetto – ad esempio – a repentini cambiamenti di fortune. Allo stesso tempo, Paesi grandi eppure promettenti – si pensi ad alcuni paesi emergenti – possono essere notevolmente sottovalutati da misure di PIL pro capite.

Inoltre nei casi di quei paesi che si collocano a margine di due classi di punteggi, si prendono in considerazione i fattori strutturali a lungo termine, quali il livello di innovazione<sup>93</sup>, così come il livello degli investimenti in capitale umano.

<sup>93</sup> Il livello di innovazione è misurato dal World Economic Forum nel suo Global Competiveness Report.

Infine, anche l'integrazione di un paese in zone economiche e commerciali unitarie, che può in taluni casi aiutare a mitigare la gravità della recessione economica, può essere utilizzato per ridefinire la classificazione (cd. *halo effect*)<sup>94</sup>. Tale circostanza viene spesso invocato con riferimento all'adesione all'UE o al NAFTA per i Paesi del Centro America.

Il secondo fattore che si prende in considerazione è rappresentato dalla forza istituzionale di uno Stato.

Il ruolo delle istituzioni nella guida dello sviluppo economico viene ampiamente riconosciuto: la qualità del quadro istituzionale di un paese e la *governance* pubblica sono un elemento chiave nel processo di rating (come peraltro si è visto nell'analisi della procedura di S&P's). Anche se di natura qualitativa, questo parametro è altamente correlato con il rischio sovrano. Infatti, istituzioni economiche e politiche instabili e/o immature aumentano il rischio di un comportamento imprevedibile nei momenti di stress, favorendo implicazioni negative per quanto riguarda la solvibilità.

Monitorare la "forza istituzionale" non implica un giudizio di valore sul tipo di governo di un dato paese. Piuttosto, tale valutazione costituisce un parere informato circa l'efficacia della sua *governance* e la misura in cui certe situazioni possono degenerare in problemi di credito nei momenti di stress.

Le "istituzioni" sono definite come l'insieme di regole e convenzioni formali e informali che forniscono il quadro di riferimento per l'interazione umana e la forma degli incentivi della società.

Dal punto di vista del rischio sovrano, ciò che conta è se in un paese, le istituzioni tutelano il rispetto dei contratti. Inoltre, gli sforzi di aggiustamento, come aumentare le tasse o tagliare la spesa pubblica sono più facili in paesi che presentano un elevato livello di consenso politico che, a sua volta, dipende dalla partecipazione politica, dalla responsabilità degli organi pubblici e dalle politiche di redistribuzione del reddito.

---

<sup>94</sup> Per quanto riguarda il cd. *halo effect*, vedi le conclusioni raggiunte da SZCZYPI SKA, *Does the halo effect still hold? The (post-) crisis perspective for the euro candidates*. MF Working Paper Series, No. 15 – February 2014, Ministry of Finance, Republic of Poland, reperibile su [http://www.mf.gov.pl/documents/764034/928078/mf\\_wp\\_15.1.pdf](http://www.mf.gov.pl/documents/764034/928078/mf_wp_15.1.pdf). In particolare, attraverso un'analisi empirica, si evidenzia come la crisi dei debiti sovrani dell'eurozona abbia evidenziato non solo l'assenza di un halo effect derivante dalla partecipazione alla moneta unica, ma anzi un radicato e persistente collegamento tra il livello dei tassi di interesse sul debito sovrano e la situazione economico finanziaria dello Stato emittente quel debito.

Dopo la prima fase, che consiste nel valutare l'elasticità intrinseca del paese, la seconda fase prevede un'approfondita analisi della solidità finanziaria del governo e si concentra sulle dinamiche del debito, con l'obiettivo di determinare il grado di vulnerabilità delle finanze pubbliche attraverso la valutazione di due aspetti: 1) forza o debolezza delle finanze di un governo; 2) sensibilità di un governo al rischio di evento.

Nel primo caso, si tratta di valutare lo stock di debito che deve essere rimborsato rispetto alle disponibilità finanziarie, il che comporta un confronto delle esigenze di servizio del debito e di flessibilità di bilancio. Ciò richiede un'analisi quantitativa così come una valutazione qualitativa. Il compito di valutare la solidità finanziaria di un governo genera due ulteriori questioni e cioè, fino a che punto le scelte politiche di un governo sono vincolate dal rimborso degli obblighi di debito; e in che modo un governo reperisce le risorse necessarie per rimborsare il debito (se attraverso il rifinanziamento, la mobilitazione delle risorse o la leva fiscale).

Nel secondo caso si valuta la suscettibilità del paese al cd. *event risk*. In combinazione con l'analisi della solidità finanziaria del governo, questo dà un'indicazione del potenziale stress che grava sul rimborso del debito pubblico.

Gli eventi possono essere di diversa natura: economica (ad esempio terremoti, uragani)<sup>95</sup>, finanziaria (ad esempio le crisi speculative) e/o politica (ad esempio la guerra, il caos politico, le decisioni deliberate a danno dei creditori), ma devono essere in qualche modo connesse al rischio di default.

La combinazione della capacità di reazione del paese agli shock e il rischio di potenziali shock sulle finanze pubbliche aiuteranno a determinare il rating sovrano. L'analisi qui consiste nel determinare il rischio di un downgrade improvviso e brusco in base alla suscettibilità del paese a tale rischio.

Infine, la determinazione finale del rating sovrano (Stage 3) si basa sulla definizione della "*rating road map*", combinando tutte le informazioni aggiuntive che

---

<sup>95</sup> In argomento, e soprattutto con riferimento a un'analisi di come alcuni paesi si preparano meglio alle calamità naturali e altri no e come questa differenza può dipendere da meccanismi di erogazione automatica degli aiuti internazionali a seguito di tali eventi, v. COHEN, WERKER, *The Political Economy of 'Natural' Disasters* (November 21, 2008). Harvard Business School Working Paper No. 08-040. su <http://ssrn.com>; v. anche, ROSON, CALZADILLA, PAULI, *Climate Change and Extreme Events: An Assessment of Economic Implications* (March 2006). FEEM Working Paper No. 44.2006; University Ca' Foscari of Venice, Dept. of Economics Research Paper Series No. 18/06, su <http://ssrn.com>.

un comitato di rating riterrà necessarie per valutare l'affidabilità creditizia di un governo.

Infatti, il processo analitico finora basato sull'interconnessione tra i quattro fattori chiave, produce una gamma nominale (A, per esempio) piuttosto che una valutazione esatta (A2). La ragione è che la determinazione puntuale del giudizio attraverso alcune categorie, come molto debole, debole, moderato, alto o molto alto potrebbe non essere abbastanza precisa e comporta una certa perdita di informazioni. Inoltre, il processo di valutazione è deliberativo e non meccanico: dipende cioè dal confronto tra paesi simili e dovrebbe lasciare spazio a fattori di rischio eccezionali che potranno essere presi in considerazione più avanti.

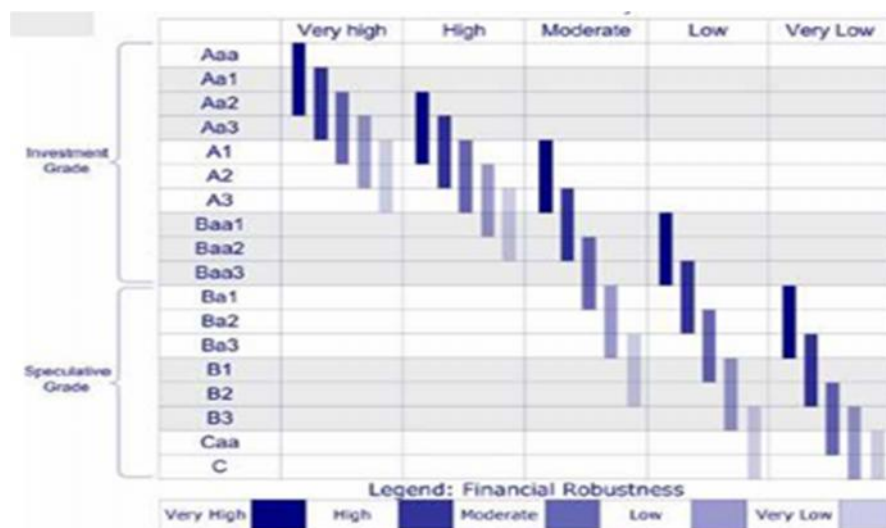


Figura 9. Fonte: <http://www.moodys.com>

La *road map* (Figura in alto) sopra mostra come la combinazione dei quattro principali fattori si traduce in una gamma di *rating*. La pendenza della curva (come gli intervalli o le barre di *rating* in sovrapposizione) è frutto di un processo deduttivo nonché su uno comparativo. La deduzione viene da decenni di esperienza dell'agenzia nell'analisi del rating del rischio; il secondo deriva dall'analisi comparativa economica e finanziaria (il che può rendere un governo migliore per quanto riguarda il merito di credito) ed è particolarmente utile quando c'è poca evidenza empirica di default precedenti.



### 7.3 Metodologie di Fitch

---

Anche il metodo della terza agenzia di rating è una sintesi di giudizi quantitativi e qualitativi che evidenziano la disponibilità e la capacità di uno Stato nell'adempiere alle proprie obbligazioni. I fattori considerati non si fermano alla sola solidità finanziaria ma includono un *range* di elementi quali:

- prospettive e performance macroeconomiche;
- caratteristiche strutturali che rendono l'economia più o meno vulnerabile agli shock, includendo il rischio di stabilità macroeconomica, il rischio politico e i fattori di governance;
- struttura e sostenibilità del debito pubblico e del prelievo fiscale;
- finanze esterne, in particolare sostenibilità della bilancia commerciale verso l'estero, flussi di capitali, livello e struttura del debito estero (pubblico e privato).

Pur riconoscendo che i fattori qualitativi hanno una notevole incidenza sulla valutazione del rating, Fitch ha sviluppato un nuovo modello di rating sovrano denominato SRM (*Sovereign Rating Model*) che genera un punteggio calibrato sul rating a lungo termine in valuta estera. Il metodo SRM produce una classificazione piuttosto che un modello di default sovrano, che genera una previsione a lungo termine.

Si tratta di un modello di regressione multipla che impiega 18 variabili economiche e finanziarie, come riportato in nella Figura che segue.

Sovereign Rating Model – Independent Variables	
Variable	Derivation and description
<b>Macroeconomic</b>	
Consumer Price Inflation	3 year average (centred on current year) of annual change in consumer price index (CPI). The forecast at time t rather than the actual outcome is used, signified by 'HF'.
Real GDP Growth	3 year average (centred on current year) of annual change in real GDP. The forecast at time t rather than the actual outcome is used, signified by 'HF'.
Real GDP Growth Volatility	Natural log of the trailing 10 year standard deviation of average annual change in real GDP.
<b>Public Finances (General Government)</b>	
Budget Balance	3 year average (centred on current year) of general government (budget) balance (GGB) as a percent of GDP. The forecast at time t rather than the actual outcome is used, signified by 'HF'.
Gross Debt	3 year average (centred on current year) of gross (general) government debt (GGD) as a percent of GDP. The forecast at time t rather than the actual outcome is used, signified by 'HF'.
Interest Payments	3 year average (centred on current year) of gross government interest payments (GGI) as a share of general government revenues (REV).
Public Foreign Currency Debt	3 year average (centred on current year) of public foreign currency denominated (and indexed) debt (PFCD) as a share of gross (general) government debt (GGD).
<b>External Finances</b>	
Commodity Dependence	Non-manufactured merchandise exports as a share of current account receipts (CXR).
Current Account Balance plus net Foreign Direct Investment	3 year average (centred on current year) of current account balance (CAB) plus net foreign direct investment (FDI) as a percent of GDP.
Gross Sovereign External Debt	3 year average (centred on current year) of gross sovereign external debt (GPXD) as a share of gross external debt (GXD).
External Interest Service	3 year average (centred on current year) of external interest service expressed as a share of current external receipts (CXR).
Official International Reserves	Year-end stock of international reserves (including gold) expressed as months' cover of import payments (CXP).
<b>Structural</b>	
Financial Market Depth	Natural log of financial assets (sum of the outstanding stock of public and private sector debt securities, market capitalisation of the domestic stock market, private sector credit and official international reserves) relative to GDP.
GDP per Capita	Percentile rank of GDP per capita in US dollars at market exchange rates.
Composite Governance Indicator	Average percentile rank of World Bank governance indicators: 'Rule of Law'; 'Government Effectiveness'; 'Control of Corruption'; 'Voice & Accountability' and 'Political Stability'.
Reserve Currency Status	Reserve currency status: 3 = 'strong'; 2 = 'medium'; 1 = 'low'; 0 = none.
Years since default	Non-linear function of the time since the last default (since 1980); the indicator is zero if there has been no default. For each year that elapses, the impact on the model output declines.
Note: For expanded definitions of Sovereign indicators, please refer to the "Definitions and Sources" section of Fitch's Sovereign Data Comparator. Source: Fitch	

Figura 10. Fonte: <http://www.fitchratings.com>

Le 18 variabili impiegate nel SRM sono tratte da diverse fonti, tra cui i dati forniti dall'emittente sovrano stesso, dal FMI e dalla Banca mondiale. Questi dati sono aggiornati almeno su base trimestrale, anche se Fitch sottolinea che la possibilità di aggiornare il modello tempestivamente dipenderà dalla disponibilità dei dati.

Inoltre anche Fitch riconosce che nessun modello può cogliere pienamente tutti gli effetti rilevanti sul merito di credito sovrano. Pertanto il rating effettivo/finale è determinato dal comitato di rating sovrano che può essere diverso da quello che fuoriesce dall'applicazione del modello di rating.

I quattro *range* di fattori prima elencati ricordati ricalcano quanto è stato illustrato con riferimento alle metodologie delle altre due agenzie di rating.

Tuttavia, una particolare attenzione è rivolta in questa metodologia al sistema bancario e finanziario. Quest'ultimo se ben vigilato e regolamentato è un fattore positivo per il rating sovrano, in quanto limita i rischi finanziari diretti alla solvibilità del sovrano, incoraggia il risparmio e gli investimenti nazionali e offre un'alternativa economica ai mercati internazionali dei capitali come fonte di finanziamento.

Ci sono due rischi possibili connessi al credito sovrano derivanti dal settore bancario: l'instabilità macroeconomica e le passività potenziali.

La ricapitalizzazione dei sistemi bancari ha storicamente determinato un forte incremento nel debito del governo<sup>96</sup>. I rischi per la stabilità macroeconomica nascono da un sistema bancario debole che amplifica piuttosto che assorbire gli shock. Il fallimento di una sola banca di grandi dimensioni può tradursi in un crollo della fiducia nel sistema complessivo, che innesca fenomeni di *bank running*, fuga dei capitali e, di conseguenza, mina la capacità dell'emittente sovrano di finanziarsi sui mercati finanziari nazionali ed internazionali<sup>97</sup>.

Il ruolo cruciale svolto dal sistema bancario nell'economia richiede che i governi e le banche centrali debbano sempre intervenire per evitare un fallimento sistemico del settore bancario. Questo intervento avviene attraverso la supervisione e la regolamentazione, ma può anche assumere la forma di sostegno finanziario, compresa la "socializzazione" delle passività bancarie, in modo da garantire la solvibilità del sistema. La capacità del sovrano di intervenire a sostegno del settore bancario senza pregiudicarne sostanzialmente la propria solvibilità è una funzione della credibilità della banca centrale come prestatore di ultima istanza.

Un importante punto di partenza per l'analisi dei rischi del sistema bancario è rappresentato dagli indicatori del "*Fitch's Bank Systemic Risk*" (BSR), che vengono riportati semestralmente in un "*Macro-Prudential Risk Monitor*" per la maggior parte dei paesi valutati da Fitch. L'indicatore del sistema bancario (BSI) è basato sulla media (ponderata per attività) delle valutazioni individuali delle banche. I sistemi finanziariamente deboli con la presenza di passività sostanziali (ad esempio, indicato da un elevato rapporto del credito privato sul PIL) implicano grandi passività potenziali per il sovrano e, quindi, saranno valutati negativamente. I sistemi bancari finanziariamente forti, invece, che non rappresentano una passività potenziale e sono efficienti per attrarre e allocare risparmi in progetti d'investimento, verranno valutati positivamente.

---

<sup>96</sup> DEMIRGÜÇ-KUNT, DETRAGIACHE, MERROUCHE, *Bank Capital: Lessons from the Financial Crisis* (November 1, 2010). World Bank Policy Research Working Paper Series, 2010 su <http://ssrn.com>; DEMIRGÜÇ-KUNT, HUIZINGA, *Are Banks Too Big to Fail or Too Big to Save? International Evidence from Equity Prices and CDS Spreads* (January 2, 2010). Center Discussion Paper Series No. 2010-59, su <http://ssrn.com>.

<sup>97</sup> IVASHINA, SCHARFSTEIN, *Bank Lending During the Financial Crisis of 2008* (July 30, 2009). EFA 2009 Bergen Meetings Paper, su <http://ssrn.com>.

Un altro elemento di valutazione oltre al BSR è il “*Macro-Prudential Indicator*” (MPI), che misura elementi di potenziali difficoltà finanziarie che, nelle circostanze più avverse, possono dare luogo a instabilità macroeconomica e/o grandi passività potenziali.

### 8. Analisi del rating italiano alla luce delle procedure delle agenzie

Esaurita questa descrizione delle metodologie, appare significativo porre mente ad alcuni parametri di valutazione che si sono riscontrati in tutte le procedure analizzate.

In particolare, si vuole prendere in considerazione un elemento fortemente controverso per quanto riguarda l’elaborazione del giudizio sul rating sul debito sovrano. Si tratta segnatamente dell’elemento relativo al quadro politico e alla sua stabilità da un lato e, dall’altro, dell’elemento di appartenenza a un programma o a una organizzazione sovranazionale e valutare come questi sono stati considerati nei giudizi che hanno interessato l’Italia nel corso della recente crisi del suo debito sovrano e dei conseguenti downgrade che esso ha subito<sup>98</sup>.

La vicenda può essere così riepilogata.

Nel mese di maggio 2011 Standard & Poor’s aveva diffuso un report avente ad oggetto la revisione negativa dell’outlook del debito sovrano italiano dal titolo “*Republic of Italy Outlook Revised To Negative On Risk Of Persistent High Debt Ratio; 'A+/A-1+' Rating Affirmed*”.

Secondo l’agenzia, l’Italia mostrava deboli prospettive di crescita dell’economia, incertezza dell’impegno politico nelle riforme tese all’incremento della produttività; una situazione di paralisi politica, che avrebbe potuto determinare un allentamento delle politiche fiscali di consolidamento.

In risposta, il Ministero dell’economia emanava un comunicato stampa, dove si riportava che le valutazioni espresse sull’Italia non erano in linea con quelle delle principali organizzazioni internazionali (Fondo Monetario Internazionale, Ocse, Commissione Europea<sup>99</sup>).

<sup>98</sup> Cfr. ERBER, *Italy’s Fiscal Crisis*, Settembre 2011, su <http://ssrn.com>.

<sup>99</sup> Nel comunicato, inoltre, era riportato quanto segue “I dati macroeconomici sulla base dei quali l’agenzia S&P’s ha confermato il proprio giudizio lo scorso dicembre, non solo non hanno subito variazioni sfavorevoli nel corso del primo trimestre 2011, ma in alcuni casi sono risultati migliori.

Successivamente (il 23 maggio) S&P diffondeva un ulteriore report dal titolo *“Why We Revised The Outlook On Italy To Negative”*, in cui erano approfondite le motivazioni alla base della decisione di rivedere in senso negativo l’outlook del debito sovrano italiano e venivano forniti alcuni dati quantitativi in merito alla situazione macroeconomica dell’Italia.

A metà giugno, anche Moody’s diffondeva un report con cui rendeva noto di aver rivisto l’outlook del rating sul debito sovrano italiano da stabile a negativo e posto in creditwatch negativo il rating dell’Italia: le motivazioni erano la debolezza strutturale del Paese ed una probabile crescita dei tassi di interesse nel prossimo futuro.

A fine giugno, il Governo varava un decreto legge contenente una manovra correttiva da 47 miliardi di euro in 4 anni che puntava ad un sostanziale pareggio di bilancio nel 2014. L’indice di borsa reagiva positivamente con un andamento decisamente accentuato per l’indice bancario che segnava un rialzo di oltre il 4%.

Nonostante ciò, il 1° luglio 2011, S&P’s pubblicava una nota dal titolo *“Despite Announced Austerity Measures, Italy Still Faces Substantial Risks To Debt Reduction”* in cui erano ripresi alcuni elementi contenuti nel report del 20 maggio 2011 ed erano espresse delle valutazioni negative in merito alla manovra economica appena presentata dal Governo. Nel corso della seduta del 1° luglio, lo spread dei titoli di Stato italiani aumentava leggermente, in controtendenza rispetto a quello degli analoghi titoli emessi da altri Paesi (Spagna e Irlanda).

Ad agosto 2011, in un quadro di complessivo peggioramento, si registravano gli interventi della BCE al fine di allentare la tensione sulla liquidità: era annunciata la ripresa delle operazioni illimitate di rifinanziamento a sei mesi e degli acquisti sul mercato secondario dei titoli di Stato; inoltre, il Presidente della BCE chiedeva di anticipare al 2013 il pareggio di bilancio e di varare riforme strutturali per la crescita. Lo spread con i titoli di Stato tedeschi superava i 400 punti base, per poi chiudere in

---

L'unico elemento nuovo, pare costituito dal rischio di una possibile "paralisi" politica (political gridlock). Questa è da escludere in assoluto. Per quanto riguarda l'economia, il Governo ha avviato ed intensificherà il ciclo di interventi riformatori; per quanto riguarda il bilancio pubblico, sono in avanzata fase di preparazione i provvedimenti mirati al rispetto dell'obiettivo di pareggio di bilancio per il 2014. Questi avranno entro luglio l'approvazione da parte del Parlamento. Come ha dimostrato negli anni passati, e da ultimo negli anni di questa crisi, l'Italia è stata, è, e sarà un paese con risorse economiche e politiche tali da fargli sempre rispettare gli impegni presi”.

lieve flessione. Adeguandosi alle richieste della BCE, il Governo varava una manovra aggiuntiva per anticipare al 2013 il pareggio di bilancio.

Anche in presenza di queste misure aggiuntive, S&P's diffondeva un nuovo report con cui declassava il rating del debito sovrano da A+ ad A e confermava l'outlook negativo. Le motivazioni erano collegate alla fragilità dell'esecutivo e alla diversità di posizioni presenti in Parlamento, tali da rendere difficile il raggiungimento degli obiettivi fissati dal Governo.

Ai primi di ottobre, anche Moody's declassava di tre gradini il rating dell'Italia portandolo da Aa2 ad A2, a causa dei "rischi per i finanziamenti" sui mercati del debito a lungo termine, dell'economia stagnante e delle "incertezze politiche", che potevano compromettere l'implementazione del piano di austerità varato dal Governo. Seguiva poi Fitch che declassava il rating dell'Italia da AA- a A+ con outlook negativo. Tale decisione veniva motivata in base alla situazione di vulnerabilità dell'Italia a fronte della crisi dell'Eurozona.

A ottobre 2011 seguivano le dimissioni del Governo Berlusconi dopo l'approvazione delle legge di stabilità e la nomina del Governo Monti con il varo di un'ulteriore manovra da 30 miliardi. Ai primi di dicembre 2011, S&P's diffondeva un report con cui rendeva noto di aver posto in *credit watch* negativo il rating di 15 Paesi membri dell'eurozona tra cui l'Italia. Sempre nello periodo, il Consiglio europeo approvava un patto per l'unione di bilancio (c.d. Fiscal compact) basato su convergenza fiscale più stretta, prevedendo sanzioni automatiche e la possibilità di deferire i paesi inadempienti alla Corte di Giustizia.

Successivamente anche Fitch metteva sotto osservazione per un possibile declassamento il rating dell'Italia e di altri cinque Paesi dell'area euro. L'agenzia di rating spiegava che la decisione implicava "accresciute probabilità di declassamenti sul breve termine" e nell'ordine di uno o due gradini.

A gennaio 2012, S&P's diffondeva diversi report relativi al declassamento del rating di nove Paesi dell'Eurozona, tra cui l'Italia, il cui rating era ridotto di 2 *notch*, da A a BBB+, con l'outlook negativo.

Il fattore alla base del downgrading dell'Italia veniva ravvisato principalmente nel parametro c.d. "esterno" (o di "liquidità esterna"), mentre il fattore c.d. "politico" non veniva considerato alla base della decisione, diversamente da quanto avvenuto nel precedente declassamento del settembre 2011 (da A+ ad A).

Per la prima volta il 16 gennaio 2012, intervenendo innanzi alla Commissione Affari economici del Parlamento Europeo in qualità di Presidente dell'ESRB, il Presidente della BCE definiva la situazione “molto grave”, esortando i governi a rafforzare l'EFSF (*European Financial Stability Facility*<sup>100</sup>) ed invitava a considerare i giudizi delle agenzie di rating come “*un parametro tra molti*”.

Dopo questa presa di posizione, le successive dichiarazioni delle agenzie su un possibile declassamento non hanno sortito effetti particolari sull'andamento dei mercati azionari italiani. Il 27 gennaio 2012, Fitch ha comunicato di aver declassato il rating dell'Italia di due notch (da A+ ad A-). Contestualmente, sono stati ridotti i rating di Belgio, Cipro, Spagna e Slovenia, e confermato quello dell'Irlanda.

\*\*\*

Premessi questi fatti di carattere generale, è utile osservare graficamente come i giudizi, ripercuotendosi sugli spread (curva in rosso del Grafico 1), hanno influenzato il corso dei titoli azionari (curva blu) e di quelli bancari in particolare (in verde), rispetto agli eventi di maggior rilievo nel semestre che va da maggio 2011 a gennaio 2012. In questo periodo, l'andamento del mercato azionario italiano è stato improntato ad un tendenziale ribasso che ha subito un'accelerazione dalla seduta del 24 giugno 2011, in concomitanza con l'allargamento del differenziale in termini di rendimento tra i titoli di stato tedeschi e BTP decennali italiani. Nel periodo si sono succeduti diversi eventi, per esempio, le *rating action* di S&P's e di Fitch, così come le comunicazioni di altre istituzioni, che hanno contribuito a determinare un quadro di incertezza e volatilità.

---

<sup>100</sup> Il Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF) è uno strumento appositamente costituito dagli Stati membri dell'Eurozona, il 9 maggio 2010 in seguito alla crisi economica del 2008-2015, allo scopo di aiutare finanziariamente gli stati membri, preservando la stabilità finanziaria dell'Eurozona in caso di difficoltà economica. Dal luglio 2012 è stato sostituito dal Meccanismo europeo di stabilità.

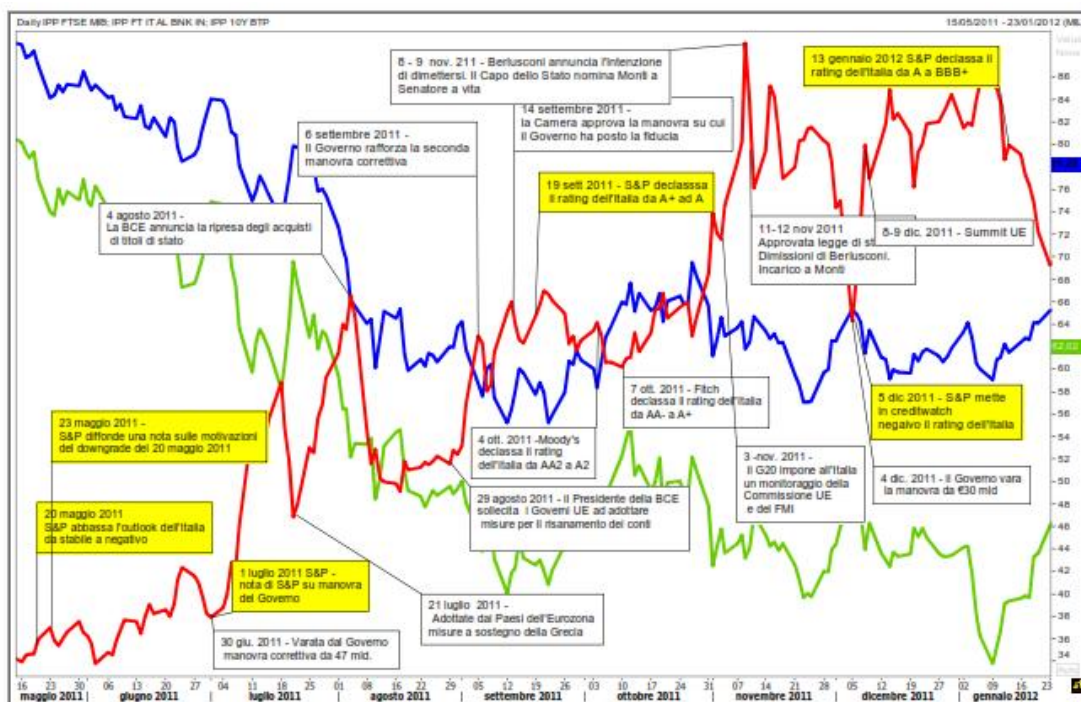


Grafico 1. Fonte Reuters

Va sottolineato come non sempre gli interventi delle agenzie di rating nel periodo, tutti negativi in relazione alla situazione dell'Italia, sono stati accompagnati da reazioni fortemente negative di mercato. Quindi non si può parlare di una correlazione diretta tra turbolenza dei mercati e declassamenti in quel periodo.

Tuttavia, occorre valutare come le rating action sono state diffuse considerando la metodologia utilizzata dalle agenzie e i fattori di rischio/debolezza che sono stati invocati a supporto.

Se si considera ad esempio il report che S&P ha diffuso all'inizio della sua serie negativa di declassamenti (maggio 2011 – revisione del rating da A+ ad A-1+) si ritrovano utilizzati, principalmente, i seguenti fattori:

- debolezza delle prospettive di crescita dell'economia italiana;
- incertezza dell'impegno politico nei confronti di riforme volte a favorire l'aumento della produttività appariva incerto;
- situazione di paralisi politica ("political gridlock"), che avrebbe potuto incidere sulle riforme fiscali;
- la diminuzione delle prospettive di riduzione del debito pubblico italiano;
- il rischio di una riduzione del tasso di crescita.



In pratica, nei giudizi delle agenzie si riportano motivazioni piuttosto sintetiche ed esclusivamente qualitative, senza che siano forniti dati quantitativi a supporto del peggioramento dell'outlook.

Se le informazioni contenute non sono certo considerabili imprecise o inesatte, e quindi tali da fornire indicazioni false e/o fuorvianti, tuttavia, esse scontano un certo grado di "soggettività".

Per esempio, anche a seguito di una successiva nota di S&P's (segnatamente quella del mese di luglio 2011), presa a valle di alcune misure annunciate dal Governo italiano che si stimava avrebbero potuto avere un effetto benefico indiretto sulla competitività del paese, si riteneva che fossero necessarie riforme micro e macroeconomiche ben più importanti per incentivare la crescita e si riteneva probabile che il rating italiano potesse essere ulteriormente tagliato entro i successivi 24 mesi, come era peraltro riflesso dall'outlook negativo allora assegnato al Paese.

In realtà, tali valutazioni avvenivano in assenza di un testo di legge definitivo del Governo sulle misure economiche da adottare e, presumibilmente, a meno di non ipotizzare un canale informativo diverso, si deve concludere che le valutazioni siano state fatte sulla base di informazioni di pubblico dominio, rumors di stampa, dichiarazioni più o meno ufficiali e ricostruzioni dei media.

Se poi si considerano i successivi declassamenti di settembre 2011, nel report viene specificato che il downgrade precedente era stato determinato prevalentemente dal fattore "politico" e da quello relativo al "livello di indebitamento". Non avevano invece inciso sul declassamento le valutazioni relative agli altri fattori presi in considerazione nella metodologia adottata, e cioè struttura economica, fattori esterni e fattori monetari.

Successivamente nel dicembre 2011, mettendo in credit watch negativo il giudizio sul rating di 15 Paesi membri dell'area Euro, con riferimento all'Italia, si evidenziava che l'eventuale ulteriore riduzione del rating al termine della revisione si sarebbe basata su due fattori (appunto non considerati in precedenti report), e cioè quello "monetario" e quello "esterno" relativo al finanziamento proveniente dall'estero.

Quando poi a gennaio 2012, l'agenzia pubblicava il nuovo report relativo alla riduzione del rating italiano (da A a BBB), si continuava a considerare la crescente vulnerabilità ai rischi finanziari esterni, per via dell'elevato debito, soprattutto del settore pubblico, nei confronti dell'estero, citando come fonte i dati della Banca dei

Regolamenti Internazionali che mostravano una riduzione dei finanziamenti esteri nei confronti dell'Italia, il che avrebbe potuto incidere sulla capacità futura del Paese di rifinanziare il proprio debito.

L'agenzia di rating non ha invece modificato il punteggio del fattore "politico" dell'Italia, considerando che l'indebolimento dell'ambiente politico a livello europeo fosse, in una certa misura, compensato da una maggiore capacità interna dell'Italia di formulare e attuare politiche economiche di mitigazione della crisi, anche grazie al nuovo Governo tecnico.

Nessuna valutazione è invece mai stata fatta con riferimento alle politiche di convergenza UE e alle relative misure legislative adottate in materia di bilanci.

Si deve ricordare infatti come in seguito alla crisi economico-finanziaria di quegli anni, è stato avviato un articolato percorso di revisione del sistema di governance economica e finanziaria dell'Unione, a supporto della strategia di lungo periodo relativa alle politiche per la crescita e l'occupazione: questo percorso era avviato nella consapevolezza che l'originaria conformazione al Patto di stabilità e crescita adottato con risoluzione del Consiglio europeo del 1997, sostanzialmente fondato sulla sorveglianza ex post delle politiche di bilancio degli Stati membri, non era riuscito a impedire che gli squilibri macroeconomici e finanziari di alcuni paesi si riflettessero sulla stabilità dell'Unione, né aveva fornito sufficienti incentivi per la riduzione dei debiti pubblici e la convergenza sui parametri di Maastricht.

Il nuovo sistema di governance era fondato sui seguenti punti:

- un meccanismo di discussione e coordinamento ex ante delle politiche economiche e di bilancio nazionali, realizzato con l'adozione a livello nazionale di un ciclo di procedure e strumenti di programmazione, previsto e disciplinato a livello europeo che vede una più stringente interazione tra Istituzioni comunitarie e nazionali sui programmi di bilancio (cd. *semestre europeo per il coordinamento rafforzato delle politiche economiche e di bilancio*);
- una più stringente applicazione del Patto di stabilità e crescita;
- l'introduzione di una sorveglianza sugli squilibri macroeconomici degli Stati che include meccanismi di monitoraggio, monito, correzioni e sanzioni;
- l'introduzione di requisiti comuni per i quadri nazionali di bilancio, mediante adozione di un'apposita direttiva;
- l'istituzione di un meccanismo permanente per la stabilità finanziaria dell'eurozona;

- il Patto *Europlus* del marzo 2011 che impegnava gli Stati aderenti all'Euro a porre in essere ulteriori interventi in materia di crescita, occupazione, sostenibilità delle finanze pubbliche, competitività e coordinamento delle politiche fiscali.

Tali punti hanno trovato attuazione nel blocco delle sei proposte sulla governance economica europea, presentate alla Commissione nel mese di settembre 2011 e approvate dal Consiglio europeo nel successivo mese di dicembre e trasfuse in corrispondenti cinque regolamenti e una direttiva (cd. *Six Pack*)<sup>101</sup>. Nel 2013, il processo di programmazione nazionale è stato ulteriormente integrato e rafforzato da un pacchetto di interventi detto *Two Pack*<sup>102</sup>.

Infine, nella convinzione che la crisi europea avesse avuto origine in larga parte dalle politiche di bilancio degli stati membri, veniva siglato il Patto di bilancio (*Fiscal pact*) incluso nel Trattato sulla stabilità, coordinamento e governance dell'Unione economica e monetaria (cd. *Fiscal compact*) del 2 marzo 2012. Il questo strumento oltre a ribadire i fondamentali della disciplina di bilancio sanciti dal trattato di Maastricht e dal Patto di stabilità e crescita, si individuavano ulteriori strumenti quali i) il pareggio di bilancio; ii) l'attivazione automatica di meccanismi correttivi, sanzionatori e di intervento; iii) un approccio di maggior rigore concernente le regole di gestione in tema di stock del debito pubblico. In particolare, per i Paesi con rapporto debito pubblico-PIL superiore al 60%, si giunge a quantificare normativamente il ritmo di avvicinamento all'obiettivo suscettibile di essere ritenuto sufficiente (pari mediamente a un ventesimo l'anno).

---

<sup>101</sup> Si tratta dei regolamenti del Parlamento europeo e del Consiglio n. 1173/2011 relativo all'effettiva esecuzione della sorveglianza di bilancio nella zona euro; n. 1174/2011 sulle misure esecutive per la correzione degli squilibri macroeconomici eccessivi nella zona euro; n. 1175/2011 che modifica il regolamento n. 1466/97 del Consiglio per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche; n. 1176/2011 sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici; n. 1177/2011 che modifica il regolamento n. 1467/97 per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi. Per quanto riguarda la direttiva, si tratta della Direttiva 2011/85/UE relativa ai requisiti per i quadri di bilancio degli stati membri.

<sup>102</sup> Il *Two Pack* è costituito dai regolamenti nn. 472 e 473/2013 che hanno attribuito alla Commissione europea nuove competenze che le consentono di valutare i progetti di bilancio nazionali proprio per garantire l'efficacia del patto di stabilità e crescita e dei relativi obiettivi programmatici in esso assunti, il calendario aggiunge alla tempistica già fissata con il semestre europeo, la trasmissione alla Commissione e all'eurogruppo – contestualmente alla sua presentazione alle Camere – di un progetto di documento programmatico di bilancio per l'anno successivo, riassuntivo dei contenuti della manovra economica predisposta. Tale documento deve essere coerente con le raccomandazioni delle istituzioni europee formulate nel contesto del patto di stabilità e crescita e con le raccomandazioni formulate nel contesto del ciclo annuale di sorveglianza anche per quanto concerne la procedura sugli squilibri macroeconomici

## 9. Conclusioni e valutazioni finali

---

Volendo circoscrivere l'analisi a questi pochi passaggi che sono stati illustrati, essendo peraltro ridondante una disamina puntuale di tutti i report, gli annunci e le dichiarazioni che si sono susseguite del tempo da parte delle varie agenzie coinvolte, si possono trarre alcune conclusioni sulla coerenza dell'applicazione delle metodologie.

Possiamo individuare almeno tre elementi disfunzionali:

- il mutamento nel novero e tipo di fattori utilizzati anche nel giro di pochissimi mesi dalle agenzie;
- la mancanza di motivazione nel cambio dei criteri utilizzati;
- la correttezza delle fonti relative a dati e informazioni usate per le valutazioni;
- valorizzazione eccessiva di alcuni fattori di giudizio (es. il fatto politico);
- sottovalutazione di elementi che avrebbero potuto giovare al giudizio sul rating (es. appartenenza a una organizzazione nazionale secondo il cd. *halo effect*).

Innanzitutto, le criticità riscontrate hanno riguardato i fattori alla base del downgrading in quanto gli stessi sono stati valorizzati diversamente e oggetto di cambiamenti repentini nella loro stessa considerazione.

La motivazione alla base del downgrading del gennaio 2012, ad esempio, consisteva esclusivamente nel cambiamento di valutazione del cd. fattore "esterno" o di "liquidità esterna" che invece nei precedenti report non era mai stato considerato quale fattore critico. Al contrario, all'interno di questi report erano stati evidenziati ulteriori e diversi fattori, indicandoli come possibili cause di futuri declassamenti del rating dell'Italia.

Inoltre, le motivazioni alla base delle decisioni nel mutare i fattori considerati ai fini della riduzione del rating sull'Italia non sembrano essere state adeguatamente spiegate. Un ulteriore profilo di criticità ha riguardato la circostanza che in una prima versione del report, tra le motivazioni alla base del declassamento, era indicata "la vulnerabilità dell'Italia ai rischi finanziari esterni, stante l'elevata titolarità estera del

debito sovrano e dei servizi finanziari, mentre nella versione definitiva il riferimento di tale criticità relativa ai servizi finanziari risultava essere stato rimosso, riportando quindi quale motivazione “*la vulnerabilità dell’Italia ai rischi finanziari esterni, stante l’elevato livello assoluto del debito nei confronti dell’estero*”.

Inoltre, anche ogni altro riferimento alla titolarità estera del debito riferito all’industria dei servizi finanziari, nella versione definitiva del report, è risultato essere stato rimosso.

Un altro elemento critico ha riguardato la correttezza nell’indicare le fonti e i dati utilizzati per il rating. A fronte del ricorso prevalente ai dati della BRI, non si ritrovano nei report indicazioni ulteriori; il che rappresenta un fattore di opacità nelle valutazioni dell’agenzia, nelle modalità di attuazione della procedura.

In questo senso, anzi, appaiono calzanti le critiche che pure sono state avanzate sull’effettivo valore informativo del rating. Si è infatti segnalato all’inizio di questo lavoro come una parte della dottrina giunga a dubitare del suo reale contenuto informativo rispetto alle informazioni già presenti sul mercato<sup>103</sup>; mentre altri assegnano ad esso un valore per come le informazioni verrebbero rappresentate, soprattutto in termini di standardizzazione delle stesse e per il modo in cui esse verrebbero processate (ovvero acquisite, elaborate e monitorate) e fruite dagli investitori.

Da questo punto di vista, considerate le valutazioni rese nel 2011-2012 sul debito italiano, sembra che le agenzie non abbiano svolto nemmeno questa elaborazione minima di standardizzazione, essendo del tutto imperscrutabile quale fosse il set informativo utilizzato per processare il rating finale.

E anzi, piuttosto che confermare o migliorare il quadro delle informazioni disponibili, esse hanno finito con innescare uno dei fenomeni censurati in modo unanime dalla dottrina ovvero l’exasperazione di effetti pro ciclici, spingendo il soggetto valutato al di sotto dell’effettivo merito di credito e trasformando il rating in una profezia che si autoavvera<sup>104</sup>.

Un altro elemento sottovalutato è stato il possibile riferimento al contesto politico-economico in cui l’Italia si va a inquadrare come Paese, ovvero l’Unione europea e l’eurozona.

---

<sup>103</sup> Cfr. KLIGER, SARIG, *The Information Value of Bond Ratings*, cit., 55, p.; PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, cit., p. 619 e ss..

<sup>104</sup> KAMATH, *Optimal Downgrade Policy for Rating Agencies*, cit.; COFFEE, *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance*, cit..

L'opportunità di appartenere a un sistema economico integrato, per quanto incompiuto e oggetto di numerose critiche e perplessità<sup>105</sup>, non sembra essere stato mai un fattore preso in considerazione; e nemmeno un elemento dirimente negli anni successivi (per arrivare fino ad oggi) al fine di determinare nelle agenzie una “inversione di tendenza” del giudizio. E questo nonostante i progressi compiuti a livello comunitario in termini di disciplina di bilancio pubblico degli Stati membri e di riduzione dei debiti sovrani dell'eurozona.

È un dato di fatto che il contesto di riferimento in cui il sistema politico ed economico italiano si trova ad agire ormai da molti anni abbia sempre rappresentato una “rete” di sicurezza importante, derivante dal fatto di appartenere a un'unica area monetaria e dall'implementazione progressiva degli strumenti di convergenza delle politiche di bilancio promosse dall'Unione europea.

Come si sta recentemente sperimentando anche nella crisi della Grecia, l'opzione di un'uscita del Paese – ormai paventata da troppo tempo e sempre sconfessata a livello di governi e organismi comunitari – appare essere più una ipotesi di scuola che un rischio concreto ed effettivo.

Queste circostanze avrebbero probabilmente dovuto indurre le agenzie a valorizzare significativamente (anche in termini prospettici) tale elemento di valutazione; a meno di non considerare che la sua non piena considerazione fosse espressione di sfiducia sull'effettiva capacità dell'Unione di promuovere un percorso di maggiore e più avanzata integrazione.

D'altronde questo aspetto ha una base scientifica se si pone mente all'evoluzione dei debiti e dei deficit pubblici dal 1995 al 2010: come si vede nella tabella che segue la convergenza virtuosa degli stessi si è interrotta proprio all'inizio della crisi e – come è noto dalle odierne cronache finanziarie – non sembra che si assista a una effettiva inversione di tendenza. Anzi, sembra proprio che il cd. *halo effect* che dovrebbe generare spill-over positivi per il Paese che appartiene a un'area economica integrata, si possa trasformare addirittura in un elemento negativo di valutazione anche nel medio-lungo periodo<sup>106</sup>.

---

<sup>105</sup> V. per tutti, A. BAGNAI, *Il tramonto dell'euro*, Reggio Emilia, 2013.

<sup>106</sup> In argomento, cfr. AREZKI, CANDELON, SY, *Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis*, cit..

Table 1 - Gross Public Debt and Deficit Ratios to GDP of the EU-Member countries, 1995 - 2010.																
	Deficit/Surplus as percent of the national GDP <sup>1</sup>															
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
European Union (27 countries)	:	:	-2,6	-1,9	-1,0	0,6	-1,4	-2,5	-3,1	-2,9	-2,5	-1,5	-0,9	-2,4	-6,8	-6,4
Euro zone (17 countries)	-5,0	-4,2	-2,7	-2,3	-1,4	0,0	-1,9	-2,6	-3,1	-2,9	-2,5	-1,4	-0,7	-2,0	-6,3	-6,0
Belgium	-4,5	-4,0	-2,3	-0,9	-0,6	0,0	0,4	-0,1	-0,1	-0,3	-2,7	0,1	-0,3	-1,3	-5,9	-4,1
Germany	:	-3,3	-2,6	-2,2	-1,5	1,3	-2,8	-3,7	-4,0	-3,8	-3,3	-1,6	0,3	0,1	-3,0	-3,3
Ireland	-2,1	-0,1	1,1	2,4	2,7	4,7	0,9	-0,4	0,4	1,4	1,6	2,9	0,1	-7,3	-14,3	-32,4
Greece	:	:	:	:	:	-3,7	-4,5	-4,8	-5,6	-7,5	-5,2	-5,7	-6,4	-9,8	-15,4	-10,5
Spain	-6,5	-4,8	-3,4	-3,2	-1,4	-1,0	-0,6	-0,5	-0,2	-0,3	1,0	2,0	1,9	-4,2	-11,1	-9,2
France	-5,5	-4,0	-3,3	-2,6	-1,8	-1,5	-1,5	-3,1	-4,1	-3,6	-2,9	-2,3	-2,7	-3,3	-7,5	-7,0
Italy	-7,4	-7,0	-2,7	-2,8	-1,7	-0,8	-3,1	-2,9	-3,5	-3,5	-4,3	-3,4	-1,5	-2,7	-5,4	-4,6
Cyprus	-0,8	-3,2	-5,0	-4,1	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,1	-2,4	-1,2	3,4	0,9	-6,0	-5,3
Portugal	-5,0	-4,5	-3,4	-3,5	-2,7	-2,9	-4,3	-2,9	-3,0	-3,4	-5,9	-4,1	-3,1	-3,5	-10,1	-9,1
United Kingdom	-5,9	-4,3	-2,2	-0,1	0,9	3,6	0,5	-2,1	-3,4	-3,4	-3,4	-2,7	-2,7	-5,0	-11,4	-10,4
Gross National debt in percent of GDP <sup>2</sup>																
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
European Union (27 countries)	:	:	:	:	65,7	61,9	61,0	60,4	61,8	62,2	62,8	61,5	59,0	62,3	74,4	80,0
Euro zone (17 countries)	:	:	:	:	71,6	69,1	68,1	67,9	69,0	69,5	70,0	68,4	66,2	69,9	79,3	85,1
Belgium	130,4	127,3	122,7	117,4	113,7	107,9	106,6	103,5	98,5	94,2	92,1	88,1	84,2	89,6	96,2	96,8
Germany	55,6	58,4	59,7	60,3	60,9	59,7	58,8	60,4	63,9	65,8	68,0	67,6	64,9	66,3	73,5	83,2
Ireland	82,0	73,4	64,3	53,6	48,5	37,8	35,5	32,1	30,9	29,6	27,4	24,8	25,0	44,4	65,6	96,2
Greece	97,0	99,4	96,6	94,5	94,0	103,4	103,7	101,7	97,4	98,6	100,0	106,1	105,4	110,7	127,1	142,8
Spain	63,3	67,4	66,1	64,1	62,3	59,3	55,5	52,5	48,7	46,2	43,0	39,6	36,1	39,8	53,3	60,1
France	55,5	58,0	59,2	59,4	58,9	57,3	56,9	58,8	62,9	64,9	66,4	63,7	63,9	67,7	78,3	81,7
Italy	121,5	120,9	118,1	114,9	113,7	109,2	108,8	105,7	104,4	103,9	105,9	106,6	103,6	106,3	116,1	119,0
Cyprus	51,4	52,6	56,9	58,6	58,9	58,8	60,7	64,6	68,9	70,2	69,1	64,6	58,3	48,3	58,0	60,8
Portugal	59,2	58,3	54,4	50,4	49,6	48,5	51,2	53,8	55,9	57,6	62,8	63,9	68,3	71,6	83,0	93,0
United Kingdom	51,2	51,3	49,8	46,7	43,7	41,0	37,7	37,5	39,0	40,9	42,5	43,4	44,5	54,4	69,6	80,0

<sup>1</sup> Red values are above the 3 percent threshold.

<sup>2</sup> Red values are values above the 60 percent threshold.

Tabella 1: fonte Eurostat

Queste aporie nel giudizio delle agenzie potrebbero essere derivate da veri e propri errori di valutazione proprio con riferimento all'appartenenza all'eurozona. Come ha sottolineato un recente studio<sup>107</sup>, le agenzie sembrano aver scontato un effetto di spiazzamento nella valutazione dei debiti sovrani all'indomani della crisi finanziaria iniziata nel 2007.

Prima della crisi, infatti, i titoli del debito pubblico degli stati dell'eurozona, in quanto emessi in euro, avevano beneficiato – da parte delle agenzie – di un vero e proprio *rating bonus*; il livello del debito pubblico di quest veniva infatti considerato un elemento meno penalizzante di un corrispondente debito pubblico di altri paesi OCSE. Dopo il 2007 il quadro sarebbe cambiato, ovviamente in senso penalizzante.

Adirittura i risultati empirici raggiunti da tale studio confermano alcune teorie elaborate in relazione all'effettivo tipo di trattamento che le agenzie avrebbero riservato ai paesi dell'eurozona, ovvero la loro possibile assimilazione a degli *“emerging markets”*<sup>108</sup>.

<sup>107</sup> V. KÖRNER, TRAUTWEIN, *Rating Sovereign Debt in a Monetary Union – Original Sin by Transnational Governance*, cit..

<sup>108</sup> V. DE GRAUWE, *The Governance of a Fragile Eurozone*, in *Australian Economic Review* 45(3), p. 255 e ss.; EICHENGREEN, HAUSMANN, PANIZZA, *The Pain of Original Sin*, in EICHENGREEN, HAUSMANN, *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Econ*, Chicago University, 2005.

Questa conclusione può essere stata indotta dal susseguirsi di fasi eterogenee di politica economica e di gestione dei debiti pubblici: in un primo periodo della costruzione della moneta unica (fino al 1999) il processo di convergenza verso l'euro ha portato a una rapida europeizzazione del debito con una decisa quota del debito (non solo italiano) detenuta dal settore bancario estero, prevalentemente comunitario. È seguito un periodo intermedio (durato fino al 2008) caratterizzato dalla capillare diffusione del debito italiano (così come di altri debiti dell'eurozona) nelle banche comunitarie, in coerenza con il funzionamento del sistema finanziario comunitario del tempo contraddistinto da una piena convergenza della curva dei tassi di interesse e della sostanziale equiparazione (in termini di affidabilità) dei paesi facenti parte della moneta unica. Infine, il periodo terminale (e ancora attuale) in cui oltre a una crescente differenziazione dei tassi si è assistito al ritorno dei titoli pubblici degli stati all'interno dei mercati bancari nazionali: ritorno "sponsorizzato" anche dalle politiche monetarie della BCE che ha avviato dapprima un programma di prestiti alle banche private su base nazionale (cd. "LTRO") con cui queste hanno acquistato titoli di stato da altre banche "riallocando" il debito su base nazionale; e successivamente un programma di *quantitative easing* - ancora in corso - ovvero di acquisto dei titoli di stato sul mercato secondario che chiama tuttavia in prima linea le Banche centrali nazionali, impegnate ad acquistare dalle banche private i titoli di stato pubblici dei rispettivi governi, in modo da alleggerirne i bilanci.

Questo processo di nazionalizzazione dell'euro non è solo la spia che qualcosa non va nel sistema finanziario UE e non deve essere semplicisticamente letta come un ritorno al periodo pre-euro, perché appare radicalmente mutata la composizione dell'allocazione del debito pubblico che ora è massicciamente detenuto dal sistema bancario nazionale e successivamente sarà in mano alle banche centrali nazionali.

In questo processo di rapida riallocazione e dagli effetti finali ancora non investigati né immaginabili compiutamente, quali potranno essere gli strumenti di valutazione delle agenzie?

In tal senso, lo sganciamento dal rating regolamentare per la valutazione del debito pubblico appare l'unica strada percorribile per vari motivi:

- intanto esiste un quadro di oggettiva difficoltà valutativa, derivante da fattori non governati, molteplici strategie di azione che non hanno ancora avuto una compiuta definizione;



- il mercato sembra aver ampiamente scontato tali difetti di valutazione e, infatti, non sembra che gli spread vengano più influenzati pesantemente dai giudizi emessi;

- appare invece più importante ribadire che il rating del Paese possa qualificarsi come un giudizio sommario, una valutazione di massima, senza avere effetti cogenti su altre determinanti. Non è più ammissibile in questa fase di confusione istituzionale che i rating sovrani fungano da “*ceiling*” per la valutazione delle emissioni private da parte di società stabilite in un determinato paese.

D'altronde lo sganciamento dal rating (specie quello *unsolicited* come il rating sovrano) e il ricorso all'autovalutazione, magari presidiata da più forti strumenti di *accountability* pubblica, appare in linea con le misure prese dal legislatore comunitario che ha cercato di valorizzare i presidi di valutazione interni alle imprese.

## BIBLIOGRAFIA

- ALTMAN, RIJKEN, *The Effects of Rating Through the Cycle on Rating Stability, Rating Timeliness and Default Prediction Performance*, New York University Working Paper, no. Fin 05-004, March 2005, reperibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- AMATO, FURFINE, *Are Credit Rating Procyclical?*, in *Journal of Banking and Finance*, 2004, 28, p. 2644
- AREZKI, CANDELON, SY, *Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis* (March 2011). IMF Working Papers, 2011, su <http://ssrn.com>
- ATTINASI, CHECHERITA-WESTPHAL, NICKEL, *What Explains the Surge in Euro Area Sovereign Spreads During the Financial Crisis of 2007-09?* (December 17, 2009) ECB Working Paper No. 1131, su <http://ssrn.com>
- BAGNAI, *Il tramonto dell'euro*, Reggio Emilia, 2013.
- BANGIA, DIEBOLD, KRONIMUS, SCHAGEN, SCHUERMANN, *Rating Migration and the Business Cycle, with Application to Credit Portfolio Stress Testing*, in *Journal of Banking and Finance*, 2002, 26, p. 445.
- BANNISTER E BARROT, *A Debt Intolerance Framework Applied to Central America, Panama and the Dominican Republic*, IMF Working Paper, WP/11/2011, 2011.
- CANTOR, MANN, *Analyzing the Trade-off between Rating Accuracy and Stability*, in *Journal of Fixed Income*, 2007, 16, 60 ss., reperibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- COFFE, *Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly*, Law and Economics Working Paper no. 375, Columbia University, 2010.
- COFFEE, *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006.
- COFFEE, JR. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance* 2006, 294
- COHEN, WERKER, *The Political Economy of 'Natural' Disasters* (November 21, 2008). Harvard Business School Working Paper No. 08-040. su <http://ssrn.com>
- DE GRAUWE, *The Governance of a Fragile Eurozone*, in *Australian Economic Review* 45(3), p. 255
- DE SANTIS, *The Euro Area Sovereign Debt Crisis: Safe Haven, Credit Rating Agencies and the Spread of the Fever from Greece, Ireland and Portugal* (January 24, 2012). ECB Working Paper No. 1419, su <http://ssrn.com>
- DEMIRGÜÇ-KUNT, DETRAGIACHE, MERROUCHE, *Bank Capital: Lessons from the Financial Crisis* (November 1, 2010). World Bank Policy Research Working Paper Series, 2010 su <http://ssrn.com>
- DEMIRGÜÇ-KUNT, HUIZINGA, *Are Banks Too Big to Fail or Too Big to Save? International Evidence from Equity Prices and CDS Spreads* (January 2, 2010). Center Discussion Paper Series No. 2010-59, su <http://ssrn.com>.
- EICHENGREEN, HAUSMANN, PANIZZA, *The Pain of Original Sin*, in EICHENGREEN, HAUSMANN, *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Econ*, Chicago University, 2005.
- ENRIQUES, GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in AGE, 2/2010, p. 475 ss.
- ERBER, *Italy's Fiscal Crisis*, Settembre 2011, su <http://ssrn.com>.
- FERRI, LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Bologna, 2009
- FERRI, LIU, STIGLITZ, *The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence From The East Asian Crisis*, in *Economic Notes*, 1999, 28, p. 349.

GRUNDFEST, HOCHENBERG, *Investor Owned and Cotrolled Rating Agencies: A Summary Introduction*, Rock Center for Corporate Governance, Stanford University Working Paper, No. 66, 2009, su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

HAIDAR, *Sovereign Credit Risk in the Euro Zone* (April 14, 2011). *World Economics*, Vol. 13, No. 1, 2012, su <http://ssrn.com>

HILL, *Regulating the Rating Agencies*, 82 Wash. U. L. Q. 43, 44 (2004)

IVASHINA, SCHARFSTEIN, *Bank Lending During the Financial Crisis of 2008* (July 30, 2009). EFA 2009 Bergen Meetings Paper, su <http://ssrn.com>.

KAMATH, *Optimal Downgrade Policy for Rating Agencies*, The Wharton School Working Paper, University of Pennsylvania, 2010, su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com);

KLIGER, SARIG, *The Information Value of Bond Ratings*, in *Journal of finance*, 55, p. 2879 ss..;

KÖRNER, TRAUTWEIN, *Rating Sovereign Debt in a Monetary Union – Original Sin by Transnational Governance* (June 24, 2014). *ZenTra Working Paper in Transnational Studies* No. 35 / 2014, disponibile su <http://ssrn.com>.

KYDLAND, PRESCOTT, *Time to Build and Aggregate Fluctuations*, in *Econometrica*, 1982, 50, p. 1345 ss.

LEVICH, G. MAJNONI, C. REINHART, RATINGS, *Rating Agencies and the Global Financial System*, New York, 2012.

LEVICH, MAJNONI, REINHART, *Ratings, Rating Agencies and The Global Financial System*, Amsterdam, 2002, p. 4;

LOFFLER, *An anatomy of rating through the cycle*, in *Journal of Banking & Finance*, 2004, 28, p. 695 ss.

MANKIW, *Real Business Cycles: A New Keynesian Perspectives*, in *Journal of Political Economic Perspectives*, 1989, 3, p. 79 ss.

PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, in FUCHITA, LITAN, *Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?*, Washington, 2006.

PARTNOY, *The Paradox of Credit Rating*, Law & Economics Research Paper No. 20, University of San Diego su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, 77 (3), p. 619

PLOSSER, *Understanding Real Business Cycles*, in *Journal of Political Economic Perspectives*, 1989, 3, p. 51 ss.

RAJAN, *Why Bank Credit Policies Fluctuate: a Theory and Some Evidence*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109, p. 399 ss.

REINHART C., ROGOFF K. E SAVASTANO M., *Debt Intolerance*, Brookings Papers on Economic Activity, I:2003 (Washington: Brookings Institution)

ROSON, CALZADILLA, PAULI, *Climate Change and Extreme Events: An Assessment of Economic Implications* (March 2006). FEEM Working Paper No. 44.2006; University Ca' Foscari of Venice, Dept. of Economics Research Paper Series No. 18/06, su <http://ssrn.com>.

STANDARD'S & POOR *Assessing the Current Oversight and Operation of Credit Rating Agencies: Hearing Before the Senate Commission on Banking, Housing and Urban Affairs, 109<sup>th</sup> Congress*, March 7, 2006

STANDARD'S & POOR, *Corporate Rating Criteria*, 2008

STANDARD'S & POOR, *Guide to Credit Rating Essentials*, 2009

STANDARD'S & POOR, *Rating Methodology: Evaluating the Issuer*, 2009,

STANDARD'S & POOR, *Rating Methodology: Evaluating The Issuer*, p. 40.

- STIGLER, *The Economics of information*, in *The Journal of Political Economy*, 1961, 69, p. 213 ss.
- STIGLITZ, ROTSCHILD, *Equilibrium in Competitive Insurance Markets: The Economics of Markets with Imperfect Information*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1976, 90/4, p. 629 ss.
- STIGLITZ, *The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics*, in *Quarterly Journal of Economics*, 2000, 115, p 1441
- STIGLITZ, WEISS, *Credit Rationing in Market with Imperfect Information*, in *The American Economic Review*, 1981, 71, p 393
- STRAUCH, KREMER, PAESANI, *Public Debt and Long-Term Interest Rates: The Case of Germany, Italy and the USA* (July 2006). ECB Working Paper No. 656
- SZCZYPI SKA, *Does the halo effect still hold?The (post-) crisis perspective for the euro candidates*. MF Working Paper Series, No. 15 – February 2014, Ministry of Finance, Republic of Poland, reperibile su [http://www.mf.gov.pl/documents/764034/928078/mf\\_wp\\_15.1.pdf](http://www.mf.gov.pl/documents/764034/928078/mf_wp_15.1.pdf).
- TASCHE, *Caveats for Associating internal rating Grades with Agency Rating PDs*, 2008, reperibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- TICHY, *The Sovereign Debt Crisis: Causes and Consequences*. Austrian Economic Quarterly, 2012, 17(2), S.95-107, reperibile su <http://www.wifo.ac.at/>
- TOPP, PERL, *Through the Cycle Rating versus Point in Time Ratings and Implications of the Mapping between Both Rating Types*, in *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 2010, 19, p. 47
- TVERSKY; D. KAHNEMAN, *Judgment under Uncertainty. Heuristics and Biases*, in *Science*, 185, p. 1124 ss..
- VALLES, *Stability of a “trough-the cycle” rating system during a financial crisis*, Financial Stability Institute Paper, September 2006



# VIGILANZA FINANZIARIA IN AUSTRALIA MODELLO TEORICO E ASPETTI CRITICI

## SOMMARIO

1. *Introduzione*
2. *Una panoramica delle principali politiche di regolazione*
  - 2.1 *Il sistema finanziario degli anni 50-60*
3. *Il modello di regolazione*
4. *I regolatori australiani*
  - 4.1 *La Reserve Bank of Australia*
  - 4.2 *L'Australian Prudential Regulation Authority*
    - 4.2.1 *L'impatto del caso HIH sull'APRA*
    - 4.2.2 *Indipendenza e accountability dell'APRA*
    - 4.2.3 *Poteri di APRA*
  - 4.3 *L'Australian Securities and Investment Commission*
5. *La recente crisi finanziaria e l'impatto con il sistema di regolazione*
6. *Il tema del perimetro della regolazione prudenziale e le altre questioni alla base del dibattito sulle riforme in Australia*
7. *Il mutamento di prospettiva generato dalla crisi*
8. *Opzioni relative a possibili modifiche dell'architettura istituzionale dei regolatori*

## 1. Introduzione

---

Come accaduto in molti altri contesti economici, anche il mercato finanziario australiano ha conosciuto importanti cambiamenti. Un primo mutamento si è registrato a partire dagli anni 50/60, quando il sistema finanziario del paese di tipo banco-centrico e caratterizzato da una struttura oligopolistica, ha cominciato ad evolversi verso una struttura più competitiva e aperta, in presenza di differenti fornitori di servizi finanziari.

Un processo simile è stato osservato nel mercato nord-americano e tradizionalmente apostrofato come “*the decline in traditional banking*”, un’espressione che indica un percorso di lungo termine riguardante il processo di progressiva disintermediazione finanziaria che ha prodotto una contrazione del settore bancario a favore di altre fonti di finanziamento.

Il dibattito in Australia – sebbene abbia avuto punti di contatto con quello americano – è stato in qualche modo differente poiché ha riguardato non tanto il declino del sistema bancario di per sé, visto che le banche hanno continuato a dominare il mercato finanziario nazionale, ma come la competizione su questo mercato avrebbe potuto condizionare la struttura del sistema, l’attività stessa delle banche e i legami tra queste e altri intermediari e fornitori di servizi finanziari.

In particolare nel dibattito sono stati sottolineati tre aspetti. Il primo ha riguardato il ruolo delle policy in materia di regolazione finanziaria per come hanno interpretato e disciplinato i mutamenti intervenuti nel settore bancario fino al suo declino nei primi anni '80, seguiti da un successivo periodo di ripresa in coincidenza con le politiche di deregulation. Il secondo fattore ha riguardato l’evoluzione tecnologica che ha incentivato la riduzione dei costi di molte attività finanziarie, soprattutto sotto il profilo dell’ingegnerizzazione finanziaria e dei canali di distribuzione dei relativi prodotti. Il terzo elemento di condizionamento nel processo di evoluzione della struttura finanziaria australiana è conseguito alla interazione tra i primi due fattori e la struttura dei costi relativi all’attività di intermediazione tradizionale bancaria: la rigidità di tali costi ha fatto emergere una serie di soggetti specializzati nella fornitura di servizi finanziari *low cost*, diventati nel tempo un importante elemento di pressione competitiva per le banche.

L’analisi di come questi tre fattori hanno condizionato il processo di evoluzione del mercato finanziario australiano sarà sviluppata in questo lavoro

prendendo in considerazione i cambiamenti nella domanda di servizi finanziari da parte delle imprese, delle famiglie e delle amministrazioni pubbliche, con riferimento ai servizi bancari finanziari, assicurativi e previdenziali.

Inoltre, la crisi finanziaria del 2007 e i costi che ne sono derivati hanno sostanzialmente messo in discussione numerosi modelli di vigilanza in tutto il mondo e innescato un processo di miglioramento delle rete globale dei sistemi finanziari in un modo sconosciuto almeno dalle vicende che hanno portato al tramonto degli accordi di Bretton Woods e del modello di governo dell'economia mondiale allora esistente.

Nonostante le difficoltà incontrate, le riforme promosse dal G-20 hanno iniziato a funzionare, anche se molto resta ancora da fare.

In questo quadro di riferimento è difficile sorprendersi del fatto che il sistema di regolazione e vigilanza finanziaria australiano si aspetti ben poco in termini di aggiustamento del modello istituzionale di riferimento, uscito sostanzialmente indenne dalla crisi e considerato un punto di partenza e un esempio per altri paesi al fine di migliorare il proprio sistema di regolazione (come è successo per il Regno Unito nel 2013 ad esempio).

La carta vincente sembra essere stata una migliore allocazione delle funzioni di vigilanza sulla base teorica fornita dalla *Tinbergen rule*, a cui si è aggiunto un insieme di circostanza fattuali favorevoli (il fatto che l'economia australiana sia, per esempio, sempre più interconnessa con quella asiatica (e cinese in particolare) che è uscita rapidamente fuori dalla crisi<sup>109</sup>).

Il fine di questo lavoro è anche descrivere l'attuale dibattito nel paese su come migliorare ulteriormente questo modello, dove, continuando una tradizione ormai decennale, il legislatore ha deciso di devolvere a una Commissione di inchiesta (*Murray Inquiry*) il compito di tracciare tale percorso, nel solco di quell'approccio olistico ai problemi e, in particolare ai problemi del mercato finanziario, che ha caratterizzato tutte le principali stagioni di riforma nel settore.

Pertanto, dopo aver descritto l'evoluzione del mercato australiano nel tempo, si procederà a raccontare la riforma raccomandata dal *Wallis report* e i principi ispiratori della stessa per poi verificare quanto di questa rimane (molto) e quanto può

---

<sup>109</sup> V. JIANG, ZHENG, *Economia cinese e crisi economica*, su [www.istalcidedegasperi.it](http://www.istalcidedegasperi.it); Backer, *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. Penn State Legal Studies Research Paper No. 12-2009, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).



essere migliorato (relativamente poco) a partire dal dibattito attorno ai lavori della *Murray Inquiry*.

Appare tuttavia singolare che questo modello di innegabile successo sia di fatto però poco imitato nel mondo, forse anche per quegli aspetti di *path dependence* che si interpongono rispetto a un efficientamento assetti istituzionali vigenti, sganciandoli dal retaggio storico e culturale in cui si sono venuti a formare.

## 2. *Panoramica delle principali politiche di regolazione*

### 2.1. *Il sistema finanziario degli anni 50-60*

---

La finanza degli anni 50-60 rappresenta un buon esempio di sistema di tipo tradizionale e i diversi importanti sviluppi che si avranno nel mercato australiano possono essere analizzati partendo da questo contesto.

Per comodità espositiva è utile invocare una distinzione tra intermediari finanziari (compresi quei soggetti coinvolti in attività di prestito e raccolta di denaro e in particolare, banche, *merchant banks*, *building societies*, *credit unions* e *pastoral financiers*) e settore dei fondi di investimento, compresi quelli attivi sul versante assicurativo e previdenziale nonché gli altri veicoli di investimento come i cd. *unit trusts*. Si tratta di una distinzione naturale e la competizione tra questi due macrosettori ha avuto dei risvolti importanti sulle scelte di politiche regolatorie, più di quanto ne ha avuto la competizione tra attori presenti nello stesso macrosettore.

L'intermediazione finanziaria fino agli anni cinquanta coincideva con le banche che rappresentavano quasi il 90% dei soggetti attivi in questo settore; i dati tratti dai documenti contabili di una qualsiasi banca nello stesso periodo mostrano come le principali attività consistevano nei tradizionali prodotti bancari. L'85% delle passività erano rappresentate dai depositi (*non-interest banking deposit* e *saving bank deposit*), mentre tra gli attivi figurano titoli di Stato (circa 40%) e prestiti nella stessa misura. In particolare, i prestiti erano concessi con molta attenzione al merito di credito dei richiedenti, le banche non erano sottoposte ad alcuna pressione competitiva in quanto il sistema presentava barriere all'ingresso per altri operatori in termini di stabilimento e di prestazione di servizi *off-shores*.

L'altro macrosettore, quello della gestione collettiva, rappresentava quasi un terzo di quello bancario e comprendeva i principali fondi assicurativi e previdenziali.

Su questo versante già si registravano alcune sovrapposizioni con i servizi bancari nella misura in cui i fondi assicurativi fornivano prodotti di copertura per i mutui accessi presso le banche. Questa attività, che è stata particolarmente importante in quegli anni, è poi andata scemando per alcune ragioni che verranno esposte più avanti.

I tre principali servizi prestati nell'ambito dell'intermediazione finanziaria, ovvero la raccolta, l'attività di prestito e i servizi di pagamento continuavano tuttavia ad essere svolti da un unico operatore in regime di riserva di attività; e per quanto l'emergere di nuovi prodotti e servizi avrebbe determinato i presupposti per lo sviluppo delle prime dinamiche concorrenziali tra i due macrosettori, una vera e propria concorrenza continuava in quegli anni ad essere impossibile considerato il basso grado di sviluppo dei mercati finanziari e la permanente riserva di attività nel settore della raccolta di risparmio e concessione di finanziamenti e prestiti.

Il valore degli *assets* detenuti dalle istituzioni finanziarie del paese è quasi raddoppiato in termini di incidenza sul PIL tra gli anni '60 e gli anni '90, con una maggiore accelerazione in termini di crescita dopo le politiche di *deregulation* di fine anni '80 e un successivo periodo di rallentamento, anche se caratterizzato da un trend complessivamente crescente, in modo non diverso da quanto accaduto in altri paesi e in aderenza alle teorie di *financial deepening* in economia (ovvero il fenomeno per cui la domanda di servizi finanziari tende a crescere più rapidamente di quanto cresca l'economia reale).

Le banche sono andate incontro a un lungo periodo di declino che ha portato a un'erosione delle loro quote di mercato durante gli anni '60 e '70 a favore di intermediari finanziati non bancari, banche d'affari e *unit trusts*. Questa erosione è stata determinata da una politica monetaria meno favorevole per le medesime.

In particolare, la stretta sul tasso di interesse ha iniziato a tenere l'intera struttura dei tassi di interesse bancari al di sotto di quella di mercato con un conseguente minor afflusso di capitali negli impieghi bancari e la ricerca di nuovi investimenti con ritorni migliori in termini di interessi.

A un certo punto le stesse banche hanno iniziato a offrire opportunità di investimento diverse rispetto a quelle bancarie tradizionali attraverso l'istituzione di controllate non bancarie che portavano avanti un modello di *business*, ponendosi al di fuori del quadro regolatorio previsto per le banche.

Inoltre, approfittando dello sviluppo di questo nuovo settore, molte banche estere che non avrebbero potuto operare in Australia a causa del divieto di stabilimento esistente prima del 1985, erano cresciute nel mercato domestico attraverso intermediari non bancari appositamente costituiti, oppure attraverso *joint venture* con intermediari bancari nazionali.

Una significativa inversione di tendenza si è registrata successivamente quando alle banche australiane è stato consentito di competere con gli intermediari non bancari: questo ha portato le banche ad assorbire le attività prima svolte dalle loro controllate non bancarie e le *building societies* a trasformarsi in intermediari bancari verso la fine degli anni '80.

Una significativa attenuazione delle restrizioni alle banche estere era intervenuta a metà degli anni '80 eliminando le barriere all'ingresso sul mercato e incrementando la loro presenza soprattutto nel settore delle banche d'affari.

Proprio in questi anni, a seguito delle politiche di *deregulation*, si verificava un'espansione del credito che avrebbe condizionato lo sviluppo del mercato finanziario australiano. Questo fenomeno, assieme ad altri cambiamenti nel quadro macroeconomico, ha contribuito all'espansione delle attività finanziarie in molti modi; in particolare, dando al sistema la capacità di soddisfare una domanda di finanziamenti che, fino ad allora, era rimasta insoddisfatta.

Tale circostanza ha permesso un incremento dei prezzi delle attività e un ritorno in termini di crescita del credito e delle attività collaterali per supportare l'acquisto di *asset* finanziati a debito. In particolare, la crescita dei prezzi delle attività e gli alti tassi di interesse generati hanno permesso lo sviluppo del settore dei fondi gestiti.

Anche le politiche di governo nella gestione delle finanze pubbliche hanno contribuito alla crescita dell'intermediazione finanziaria.

Nel periodo post-bellico, si registrava infatti un alto debito pubblico (superiore al 100% del Pil nel 1950) che è stato costantemente ridotto fino alla fine degli anni '70 per poi essere drasticamente abbattuto nel decennio successivo (circa il 15% del Pil nel 1990/1991). Questa forte diminuzione del debito ha significato anche un maggiore disinvestimento degli intermediari bancari in titoli del debito pubblico e una maggiore disponibilità di risorse da investire nel settore privato (tra gli anni '50 e i primi anni '90, l'investimento in titoli pubblici è passato dal 50% al 10% degli asset detenuti dal sistema bancario).

\*\*\*

Il mercato australiano dei servizi finanziari è al tempo stesso sofisticato e globalizzato<sup>110</sup> e l'esperienza in tale settore oggetto di interesse anche all'estero<sup>111</sup>.

Prima della crisi finanziaria del 2008, l'Australia aveva la quarta più grande industria dei fondi gestiti dopo gli Stati Uniti, il Regno Unito e il Lussemburgo nonché l'ottava più grande piazza finanziaria<sup>112</sup>. Il 55% dei cittadini australiani detiene strumenti finanziari direttamente o, indirettamente, tramite fondi di investimento o fondi pensione. La Borsa australiana ritiene che tale dato sia tra i più alti del mondo<sup>113</sup> ed è dovuto, in particolare, al sistema pensionistico australiano che vede da un lato l'erogazione di una pensione di anzianità pagata dal governo indipendentemente dalla durata della vita lavorativa una volta raggiunto un limite di età anagrafica stabilito e sulla cd. “*superannuation*”, ovvero un conto individuale accessibile ai dipendenti una volta raggiunta l'età pensionabile, dove sono versati i contributi obbligatori del datore di lavoro e volontari del dipendente; tali somme sono gestite da fondi pensione<sup>114</sup>.

Parallelamente allo sviluppo di questo settore, c'era stato un allentamento delle restrizioni paternalistiche che caratterizzavano le politiche economiche australiane con riguardo all'attività di prestito delle istituzioni finanziarie ai potenziali prenditori.

Si registra infatti un corrispondente incremento nel livello di indebitamento dei consumatori, la maggior parte del quale è stato impiegato nell'acquisto di una abitazione. Ad ogni modo, la maggiore libertà individuale di investire in questi nuovi mercati ha reso plasticamente evidente l'emergere di una nuova concezione

---

<sup>110</sup> Per una panoramica più generale di tale sistema, v. RESERVE BANK OF AUSTRALIA, *The Structure of the Australian Financial System*, in *Financial Stability Review*, Marzo 2006.

<sup>111</sup> V. ACCESS ECONOMICS FOR INVESTMENT AND FINANCIAL SERVICES ASSOCIATION, *The Export Potential of Australian Funds Management Services Report*, Luglio 2007, reperibile sul sito internet [www.ifsa.com.au](http://www.ifsa.com.au).

<sup>112</sup> V. AXIS AUSTRALIA, *Australia – A Global Financial Centre*, Agosto 2006, in [www.investaustralia.gov.au](http://www.investaustralia.gov.au); ACCESS ECONOMICS FOR INVESTMENT AND FINANCIAL SERVICES ASSOCIATION, *The Export Potential of Australia Funds Management Services Report*, Luglio 2007, p. 13.

<sup>113</sup> AUSTRALIAN STOCK EXCHANGE, *Australian Share Ownership Study*, Febbraio 2005.

<sup>114</sup> Cfr. RYAN E THOMPSON, *Risk and the Transformation of the Australian Financial System*, in Reserve Bank of Australia Conference “*The Structure and Resilience of the Financial System*”, Agosto 2007. In tale settore si è registrato un consistente spostamento da impieghi in depositi aperti e accessibili a quelli di tipo “locked up” ovvero non accessibili gestiti dai fondi pensione. Tra la metà degli anni '80 e la fine dei '90, i conti deposito scendevano dal 50% al 30% degli asset delle famiglie; specularmente e al contrario si registrava un incremento degli investimenti impiegati nei fondi pensionistici e assicurativi. Nel 2005, oltre 15 milioni di australiani aveva un conto deposito e 10 milioni di questi un conto di *superannuation*.

dell'individuo, in termini di “cittadino finanziario” (*financial citizen*) e la necessità di approntare, a sua tutela, un unico sistema di regolazione finanziaria.

Il *financial citizen* è stato considerato come una persona esperta di mercati, capace di autodeterminarsi nelle sue scelte di investimento, e di partecipare responsabilmente al buon funzionamento del mercato<sup>115</sup>. Egli non solo ha il diritto di essere parte delle dinamiche del mercato, ma anche il dovere di farlo, dovendo contribuire attraverso i suoi investimenti nella *superannuation*. Questa nuova condizione marca uno spostamento rispetto a un concetto di cittadinanza tradizionalmente basato solo sul riconoscimento dei diritti civili di libertà individuale<sup>116</sup>.

Il sistema di regolazione che ne consegue è diretto in parte al mercato e in parte ai clienti *retail*. Una regolamentazione prudenziale degli operatori economici tutela, indirettamente, gli investimenti degli clienti. Altre norme di legge sono, invece, direttamente rivolte a questi ultimi nella misura in cui impongono obblighi di *disclosure* a loro favore. Inoltre lo sviluppo di nuove tecnologie e i processi di globalizzazione e ingegnerizzazione finanziaria hanno notevolmente incrementato l'importanza dei mercati finanziari nell'economia e tra la popolazione australiana<sup>117</sup>.

All'inizio del 2006, gli intermediari finanziari, bancari e non, detenevano *asset* equivalenti in percentuale pari a più del doppio del valore del Pil australiano<sup>118</sup>. In realtà erano sempre le banche a dominare il mercato dei servizi finanziari visto che la differenza tra i vari tipi di operatori si è andata nel tempo annebbiando, anche attraverso il declino di intermediari storici come le *building societies* e gli *unit trust*.

Allo scopo di supportare i rischi e le opportunità derivanti dalle nuove attività in cui il *financial citizen* veniva ad essere coinvolto, il legislatore promuoveva un'ampia e organica riforma della regolazione in tema di servizi finanziari, partendo

---

<sup>115</sup> Anticipando quanto sarà descritto più avanti, il concetto di cittadino finanziario nella Wallis Reform, si lega alla teoria dei mercati efficienti che tale riforma ha messo alla base delle scelte regolatorie adottate agli inizi del 2000.

<sup>116</sup> In argomento, cfr. T. MARSHALL, *Citizenship and Social Class*, Cambridge, 1949 e P. O'MALLEY, *Risk, Uncertainty and Government*, 2004, p. 33 ss.. V. anche G. PEARSON, *Risk and the Consumer in Australian Financial Services Reform*, in *Sydney Law Review*, 2006, 28.

<sup>117</sup> V. COMMONWEALTH OF AUSTRALIA TREASURY, *Financial System Inquiry Discussion Paper*, 1996; COMMONWEALTH OF AUSTRALIA TREASURY, *Financial System Inquiry Final Report, (Wallis Report)*, 1997, in <http://fsi.treasury.gov.au>.

<sup>118</sup> V. RESERVE BANK OF AUSTRALIA, Financial Stability Department, “*The Structure of the Australian Financial System*”, *Financial Stability Review*, Marzo 2006, in [www.rba.gov.au](http://www.rba.gov.au).

dal “*Wallis Report into financial system, competition policy*” e dal “*Corporations Law Economics Reform Program*”<sup>119</sup>.

Gli obiettivi dichiarati di questa riforma erano fra loro complementari e ruotavano attorno a un cittadino/consumatore di servizi finanziari e a un mercato che considerato efficiente, corretto e orientato a incrementare la ricchezza e prosperità per l'intera comunità. Non è un caso poi che l'obiettivo di determinare un processo decisionale dell'investitore che sia il più possibile informato e consapevole è assolutamente valorizzato.

Questa stretta interdipendenza tra mercato e consumatori *retail* è fondamentale: lo scopo della regolamentazione è creare un mercato sicuro, efficiente, competitivo per contribuire a una forte economia sorretta dal risparmio e dagli investimenti aggregati di tutti i cittadini finanziari. L'idea di supportare questi ultimi nei loro investimenti emerge in un numerose scelte regolatorie, come gli obblighi di informazione al mercato, il ruolo assegnato alla consulenza finanziaria e la promozione dell'educazione finanziaria.

Una novità fondamentale della nuova legislazione è poi quella di definire un set di regole cd. “*product neutral*”, nel senso che sono destinate a riguardare diversi tipi di prodotto indipendentemente dal settore di mercato di riferimento (finanziario, assicurativo, ecc.): in questi casi, un qualsiasi produttore-distributore è tento a procurarsi una *Australian Financial Services Licence*. Le regole generali in tema di informativa ai clienti e regole di condotta sul piano negoziale sono infatti le stesse indipendentemente dal prodotto.

Il Wallis Report ha qualificato il sistema finanziario come un luogo di scambio di promesse finanziarie: quando queste sono rese in base a una perfetta simmetria informativa, grazie alla quale è immaginabile un'allocazione efficiente del valore del bene oggetto di scambio e del prezzo per esso pagato.

La possibilità che un soggetto non onori tali promesse fa parte dei rischi che un investitore viene comunque messa in conto dal modello; ma sotto questo profilo diventa essenziale che questi sia messo in condizione di conoscere il rischio insito in taluni prodotti finanziari e quindi di garantire una piena informazione circa gli stessi e coloro che li collocano.

---

<sup>119</sup> V. NATIONAL COMPETITION COUNCIL, *Compendium of National Competition Policy Agreements*, 1998, in [www.ncc.gov.au](http://www.ncc.gov.au).

In tal senso l'intervento pubblico mira a sostenere e correggere le dinamiche di mercato<sup>120</sup> che, libere di esplicarsi, determinano più frequentemente esiti di tipo fallimentare.

Inoltre, in un sistema quale quello finanziario, la regolazione ha presto assunto natura internazionale, attraverso l'istituzione di organismi e la messa a punto di strategie regolatorie sovranazionali. L'analisi della regolazione si è soffermata, quindi, su numerose questioni quali la primazia dello Stato, la centralità della legge e la sua natura, pubblica o privata, i valori sottesi alla regolazione, gli obiettivi economici, l'allocazione della responsabilità tra regolatori pubblici e privati, gli strumenti da utilizzare, il livello di discrezionalità nelle decisioni del regolatore, la natura dell'attività di *enforcement* e *compliance*<sup>121</sup>.

### **3. Il modello di regolazione**

---

Il modello attuale di regolazione australiano è il risultato di un'inchiesta sul sistema finanziario avviata sul finire degli anni '90 e sfociata nel *Wallis Report* che sottolineò tre principali obiettivi nella regolazione dei mercati finanziari: assicurare che questi operassero in modo efficiente; prescrivere ben definiti standard e qualità nell'attività di intermediazione finanziaria; promuovere la sicurezza finanziaria e raggiungere alcuni obiettivi sociali.

Il report riconobbe, inoltre, come essenziali alcuni principi quali la concorrenza tra operatori, una efficiente struttura dei costi, trasparenza e *accountability* degli attori coinvolti.

L'esigenza di regolare il settore si basava sull'acquisita consapevolezza dei problemi di asimmetria informativa che affliggevano tale settore. L'imposizione di una *disclosure* delle informazioni per arginare tale problema incontrava tuttavia dei limiti nella stessa mancanza di conoscenza, esperienza, capacità di discernimento del fruitore finale di tali servizi e prodotti, per quanto l'informazione veicolata all'investitore potesse essere qualitativamente e quantitativamente elevata. Per questa

---

<sup>120</sup> V. C. SCOTT, *Regulation in the Age of Governance; The Rise of the Post-Regulatory State*, National Europe Centre Paper, 100/2003, ANU.

<sup>121</sup> Cfr. A. PAGE, *Self-Regulation: The Constitutional Dimension*, in *The Modern Law Review*, 49(2)/1986; A. OGUS, *Regulation: Legal Form and Economic Theory*, 1994; K. YEUNG, *Securing Compliance: A principle Approach*, 2004; J. BLACK, *Rules and Regulators*, 1997; ID., *Which Arrow? Rule Type and Regulatory Policy*, in *Public Law*, 1995, p. 94; C. DIVER, *The Optimal Precision of Administrative Rules*, in *Yale Law Journal*, 93/1983, p. 65.

ragione, il *Wallis Report* riteneva fondamentale “intermediare” l’informazione attraverso soggetti terzi e indipendenti (la consulenza finanziaria).

Il Report considerò varie ipotesi di regolazione: i) di tipo pubblico e dettagliato oppure ii) di tipo *principle-based*, rinviando la disciplina di dettaglio a codici di condotta e *best practices* posti in essere dall’industria dei prodotti finanziari; iii) o ancora di matrice del tutto autoregolamentare.

Considerando che tutti e tre questi approcci avevano pregi e difetti (la legge fornisce un quadro di regole certo e corrente, ma è più rigida nel seguire i cambiamenti e le novità dei mercati finanziari; la co-regolazione è più duttile della legge, ma necessita, per poter funzionare, del consenso di tutti gli operatori e di strutture associative forti e ampiamente rappresentative; inoltre, più della legge essa si espone a rischi di cattura da parte dell’industria o almeno da parte dei *player* più importanti) si ritenne opportuno una combinazione degli stessi. I codici di condotta, peraltro, si erano già ampiamente diffusi verso la fine del secolo scorso e avevano contribuito a definire le controversie tra operatori finanziari nonché quelle con i consumatori.

L’idea di una regolazione sensibile e reattiva, quale quella derivante da pratiche condotte, è evidente nella regolazione finanziaria australiana e la dottrina ha propugnato questa idea di “*responsive regulation*”, capace di rispondere alle diverse esigenze dell’industria e quindi realizzare diverse forme e gradi di regolazione .

Questo approccio che sostiene il coinvolgimento dell’industria e del suo apparato autoregolamentare è stato molto pervasivo; l’idea di incoraggiare e persino chiedere un volontario adattamento agli obiettivi del regolatore e alle sue regole è stata una pietra miliare della regolazione. In questo modo, l’industria ha modificato i suoi stessi comportamenti e ha accettato valori e obiettivi posti in termini di “meta regolazione”.

L’introduzione della riforma del sistema finanziario australiano è stata accompagnata da una forte enfasi pubblica posta sull’importanza dell’adeguamento (cd. *voluntary compliance*) ai predetti valori; la qual cosa ha comportato il conferimento di un preciso ruolo all’autoregolazione. Specialmente in tempi di grande preoccupazione per il livello di efficienza della regolazione, la *self-regulation* (ma anche la *co-regulation*) ha contribuito intanto a calmierare della regolazione.

Tuttavia, in un mercato complesso come quello dei servizi finanziari, una quadro di *co-regulation* estremamente variegato presenta lo svantaggio di incrementare il



numero di organismi e regole che le imprese operanti in più segmenti di mercato (conglomerati) devono tenere in considerazione nell'ambito della loro attività. Il fenomeno della *self-regulation* non tiene conto di per sé del livello di frammentazione che, a livello di sistema, essa può comportare. Inoltre, tale fenomeno se non opportunamente inquadrato può finire per influenzare anche gli obiettivi generali della regolazione che possono essere identificati soltanto a livello pubblico.

C'è inoltre anche una precisa relazione tra le regole e l'adeguamento che esse generano: a seconda della portata della norma in termini di comprensione delle diverse fattispecie ipoteticamente sussumibili nella stessa, ci saranno comportamenti e condotte che resteranno non regolati ovvero saranno iperregolati.

Se le norme sono troppo prescrittive potrebbero dare luogo a fenomeni di *creative compliance* e se, invece, si predilige una disciplina per principi, potrebbe essere necessario un eccessivo sforzo di adeguamento nel perseguimento degli stessi, con conseguente incertezza su modi e mezzi con cui realizzarli.

Ad ogni modo, i primi interventi di tipo regolatorio perorati dalla riforma Wallis hanno riguardato una normativa prudenziale per la commercializzazione di alcuni prodotti finanziari e assicurativi, specie laddove legati alla *superannuation*, un sistema di autorizzazione per i fornitori di servizi finanziari; obblighi di informazione per i clienti *retail*; procedure e strumenti per assicurare correttezza nella condotta negoziale degli intermediari finanziari.

La principale fonte di regole per il mercato finanziario australiano resta comunque la legge. Secondo il *Wallis Report*, la legge è generale e prescrittiva sebbene ciò non significhi negare una disciplina per principi. Tuttavia ognuno di questi principi viene più specificamente declinato in regole più puntuali (ad esempio, il principio di correttezza e trasparenza nel dovere di gestire i conflitti di interesse da parte dell'intermediario, oppure il principio di contenere i rischi di tipo sistemico nella necessità di disporre un patrimonio e un sistema di gestione dei rischi adeguati ecc.).

#### **4. I regolatori australiani**

---

Il sistema finanziario australiano comprende diversi attori istituzionali (pubblici e non) che operano a livello nazionale e sovranazionale. Il ruolo di ciascuno, i rapporti tra gli stessi e la loro capacità di influenzare il sistema in cui operano sono aspetti importanti per comprendere la regolazione di questo paese.

L'insieme di questi attori può essere definito come a una sorta di “*interpretive communities*” o “*enforcement communities*” o addirittura una “*compliance communities*”. Molte di queste istituzioni preesistevano alla riforma delineata dal Wallis Report e sono state funzionalmente rimodellate dal nuovo approccio seguito dalla regolazione.

A livello nazionale, i quattro principali regolatori sono la *Reserve Bank of Australia* (RBA), la *Australian Prudential Regulatory Authority* (APRA), l'*Australian Securities and Investment Commission* (ASIC) e l'*Australian Competition and Consumer Commission* (ACCC). Ognuno di questi ha un distinto ambito di responsabilità nel vigilare le operazioni che si svolgono all'interno del sistema finanziario. I presidi di *compliance* nella struttura dei soggetti regolati svolgono altresì un importante ruolo nella pianificazione dell'attività svolta e nella sua aderenza alle regole poste. Anche le associazioni nazionali dell'industria hanno una voce importante nel dibattito sulle *policies* decise dai regolatori e il connesso processo decisionale.

#### **4.1 La Reserve Bank of Australia**

---

La *Reserve Bank of Australia* (RBA) è la banca centrale e il principale regolatore in campo economico. Istituita nel 1960, è disciplinata sotto il profilo organizzativo e funzionale nel *Reserve Bank Act* del 1959. Il suo antecedente è stato la *Commonwealth Bank of Australia* fondata nel 1911 con funzioni di banca d'affari e di investimento.

La RBA ha sviluppato gradualmente le proprie funzioni di banca centrale: essa è responsabile della stabilità del sistema finanziario, della politica monetaria e la regolazione e il corretto funzionamento del sistema dei pagamenti. Non è obbligata dalla legge a operare come prestatore di ultima istanza, sebbene possa intervenire con questo ruolo, coerentemente con le sue funzioni di banca centrale.

È interessante sottolineare che tra gli obiettivi connessi ai suoi compiti, derivanti dalla lettera della Section 10(2) del *Reserve Bank Act*, è stabilito il compito di:

*“ensure that the monetary and banking policy of the Reserve Bank of Australia is directed to the greatest advantage of the Australian people and the power of the Reserve Bank of Australia under this Act and any other Act, other than the Payment Systems Regulation Act 1998, the Payment Systems and Netting Act 1998 and part 7.3 of the Corporations Act 2001 [which deals with licensing of clearing and settlement facilities] are exercised in such a manner as, in the opinion of the Reserve Bank Board, will best contribute to: 1. The stability of the currency of Australia; 2. The maintenance of full employment in Australia; and 3. The economic prosperity and welfare of the people of Australia”.*

Significativamente, emergono temi di *policy* più generale e nello stesso specifici che devono sottendere l’operato della banca centrale rispetto a quanto non avviene in altri contesti e rispetto anche all’ortodossia tecnica dei mandati delle banche centrali nel mondo<sup>122</sup>.

La RBA è composta di due *board* – il *Reserve Bank Board* e il *Payment System Board*: il primo è responsabile per la politica monetaria e bancaria, il secondo per il sistema dei pagamenti australiano. Prima della riforma Wallis, era la banca centrale era responsabile anche della regolazione prudenziale, funzione che è stata poi assegnata all’APRA.

Il sistema dei pagamenti è stato separato dalla regolazione di tipo prudenziale per via del sempre crescente numero di partecipanti non bancari al sistema dei pagamenti; vista l’importanza di questo settore per l’intera stabilità dei mercati, si è deciso di assegnare la responsabilità alla RBA.

In particolare, il *Payments System Board* è stato istituito nel 1999 e in esso siedono il Governatore della RBA, un rappresentante dell’APRA e 5 altri membri

---

<sup>122</sup> Si pensi alla BCE e al Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC) che nel Trattato sul funzionamento dell’UE “*conducono la politica monetaria dell’Unione*”, e “*l’obiettivo principale ... è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo tale obiettivo, esso sostiene le politiche economiche generali dell’Unione per contribuire alla realizzazione degli obiettivi di quest’ultima*” (v. art. 282 TFUE). Più simili agli obiettivi della Reserve Bank of Australia, quanto prescritto dal *Federal Reserve Act* negli Stati Uniti; secondo la Section 2A, “*the Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy’s long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices and moderate long-term interest rates*”.

indipendenti. Secondo quanto stabilito dal *Reserve Bank Act*, il board è responsabile del sistema dei pagamenti e delle politiche che ne promuovono efficienza, concorrenza, affidabilità e contenimento del rischio. La stabilità finanziaria può essere infatti minacciata sia rischi di tipo sistemico sia per via di eventi eccezionali che colpiscono le istituzioni finanziarie e l'economia nel suo complesso.

Anche il sistema dei pagamenti si è ritenuto dovesse funzionare, coerentemente con quanto chiesto in termini di politiche macroeconomiche alla RBA, in modo da essere “*directed to the greatest advantage of the people of Australia*”.

Prima della riforma Wallis, tale sistema era ampiamente autoregolamentato. Il nuovo assetto legislativo si ispira invece a un modello di *co-regolazione*, riconoscendo quanto già esistente tra gli operatori e dando però alla RBA il potere di definire alcuni aspetti per rendere il sistema coerente con gli obiettivi di “*financial safety*” e non incrementare il livello di rischiosità insito nel sistema finanziario.

#### ***4.2 L’Australian Prudential Regulation Authority***

---

Uno dei principali motivi alla base dell’intervento pubblico nel sistema finanziario è dato dal bisogno di assicurare una disciplina prudenziale che assicuri la stabilità e l’affidabilità dell’intero sistema.

Il *Wallis Report* aveva concluso che la regolazione di tipo prudenziale dovesse essere disegnata tenendo conto delle “promesse” della finanza.

Nel rapporto si legge che “*financial safety regulation will be require where promises are judged to be very difficult to honour and assess, and produce highly adverse consequences if breached and should encompass all institutions offering financial services that carry promises of similar intensity, regardless of their institutional labels*”.<sup>123</sup>

L’*Australian Prudential Regulation Authority* (APRA) è stata istituita dall’*Australian Prudential Regulation Authority Act* del 1998.

Prima della riforma, la competenza in ambito prudenziale era allocata presso undici diverse agenzie<sup>124</sup>. Esistevano, tuttavia, tre principali regolatori prudenziali: la RBA responsabile per le banche e il sistema dei pagamenti; la *Insurance and*

---

<sup>123</sup> WALLIS REPORT, 1997, p. 303.

<sup>124</sup> V. HOUSE OF REPRESENTATIVES STANDING COMMITTEE ON ECONOMICS, FINANCE AND PUBLIC ADMINISTRATION, *Review of the Australian Prudential Regulation Authority (APRA) – Report: Who Will Guard the Guardians?*, 2000, p. 5.

*Supernannuation Commission* (una branca del *Commonwealth Treasury*) responsabile dei fondi assicurativi e pensionistici e il *Financial Institutions Scheme* competente per le *credit unions*, le *building societies* e le *friendly societies*<sup>125</sup>.

L'APRA è stata istituita per perseguire gli obiettivi delineati dalla riforma – ovvero realizzare una vigilanza integrata e coerente, neutrale, efficiente dal punto di vista dei costi e più flessibile rispetto ai possibili cambiamenti del sistema finanziario. Il legislatore ritenne che tali obiettivi potevano essere meglio raggiunti dall'azione svolta da una sola autorità<sup>126</sup>.

Il Wallis Report riteneva che le funzioni di regolazione prudenziale dovessero svolgersi in comune rispetto ai vari settori del mercato finanziario considerando che le attività venivano ormai svolte da conglomerati finanziari. Nello stesso tempo riteneva che tale funzione avrebbe dovuto essere separata da quelle della RBA, dovendo vigilare sull'intero sistema in termini di stabilità prudenziale (quindi anche in settori diversi da quello bancario); inoltre, l'istituzione di una sola autorità di controllo prudenziale avrebbe limitato possibili conflitti di competenza (e di interessi) tra autorità preposte a settori diversi. I

n questo caso, APRA avrebbe rivestito i ruoli di supervisore dei settori precedentemente vigilati da RBA e dalla *Insurance and Supernannuation Commission* per poi assumere progressivamente il medesimo ruolo quello in altri ambiti (*credit unions*, *building societies*), andando a operare come “*restructured integrated institution*”<sup>127</sup>.

Nel 2001, APRA vigilava su 11.000 istituzioni (in particolare 300 istituti di deposito, 40 assicurazioni sulla vita, 160 assicurazioni operanti in altri settori, 50 *friendly societies* e, direttamente o indirettamente, 10.000 fondi pensioni).

Gli obiettivi dell'attività di questo regolatore sono contenuti nella Section 8 (1) dell'APRA Act: “*APRA is established for the purposes of regulating bodies in the financial sector in accordance with other laws of the Commonwealth that provide for the prudential regulation or for retirement income standards, and for developing the policy to be applied in performing that regulatory role*”.

---

<sup>125</sup> V. GOLDSWORTHY B., *APRA and the Financial System Inquiry*, APRA, 2000, pp. 2-4.

<sup>126</sup> Cfr. COMMONWEALTH OF AUSTRALIA, SENATE SELECT COMMITTEE ON SUPERNANNUATION AND FINANCIAL SERVICES, *Prudential Supervision and Consumer Protection for Superannuation, Banking and Financial Services. First Report*, 2002, p. 5.

<sup>127</sup> V. Statement to the Senate Legislation Committee, 5 June 2011, HIH Royal Commission Report 2003, vol. 1, p. 74.

La vigilanza prudenziale è necessaria per garantire sicurezza e stabilità delle istituzioni finanziarie, riducendo il rischio di fallimenti del sistema; questo tipo di vigilanza si preoccupa principalmente di assicurare che siano mantenuti livelli di capitale adeguati e procedure di contenimento dei rischi. La regolazione di questi aspetti ha comportato l'uso e la definizione di una serie di strumenti (autorizzativi, definatori di *standard* tecnici, di valutazione di responsabilità, di *disclosure* di informazioni, di *regulatory reporting*); secondo il Wallis Report: “*prudential regulation adds an extra layer of oversight beyond regulation of disclosure and conduct, but this should not constitute a guarantee. A prudential regulator is required to strike a balance between increasing the likelihood that financial promises are kept and being perceived as the underwriter of those promises*”.

APRA è insomma un regolatore prudenziale *risk-based*, orientato a valutare come le istituzioni finanziarie controllano il rischio nelle loro attività; i suoi poteri consistono in questo “*to do anything that is necessary or convenient to be done for or in connection with the performance of its functions*” (Section 11, APRA Act). Le sue funzioni provengono da diversi testi di legge (non solo l'APRA Act, ma anche il *Banking Act* e l'*Insurance Act* del 1973, il *Life Insurance Act* del 1995, il *Superannuation Industry Act* del 1993).

APRA opera attraverso un *board* che ne definisce le politiche e assicura che le sue funzioni siano svolte in conformità agli scopi fissati dalla legge. Il *board* è indipendente e viene nominato dal Ministro del Tesoro. Tre membri sono designati dalla RBA e uno dall'ASIC; APRA però non ha suoi rappresentanti nel *board* di queste due autorità, anche se collabora strettamente con esse (ad esempio, i suoi rappresentanti partecipano ai *team* ispettivi di RBA e non è consentito opporre il segreto su informazioni acquisite da un'autorità rispetto alle altre). Inoltre, APRA si finanzia direttamente attraverso i contributi di vigilanza imposti ai soggetti vigilati. L'*Authorised Deposit-Taking Institutions Supervisor Levy Imposition Act* del 1998 impone tali contributi a favore di APRA e di ASIC per quanto riguarda le funzioni relative alla tutela dei consumatori. L'imposizione del contributo di vigilanza è rimessa allo stesso regolatore che lo esercita in base a criteri di proporzionalità e di costo adeguato al tipo di vigilanza da attuare per la singola entità vigilata.

#### 4.2.1. L'impatto del caso HIH sull'APRA

---

Il collasso di HIH *Insurance Ltd* nel marzo del 2001 ha portato le attività del regolatore sotto i riflettori e, in particolare, al vaglio di un'apposita commissione istituita per individuare le ragioni di tale fallimento e sottolineare quindi eventuali inadeguatezze del quadro regolatorio (*HIH Royal Commission*)<sup>128</sup>.

La commissione ha rilevato che APRA operava sulla base di una serie di disposizioni settoriali elaborate secondo un modello di vigilanza e regolazione settoriale. In molti casi queste disposizioni prevedevano diversi poteri in relazione allo stesso aspetto da vigilare, determinando incoerenza e complicazione del quadro regolatorio, soprattutto in quei casi in cui l'autorità di trovava di fronte a conglomerati finanziari. Nonostante le modifiche intervenute già con l'*Insurance Act* del 1973, si riteneva di sottoporre tutta l'infrastruttura regolamentare riconducibile ad APRA a una più ampia revisione, come peraltro era stato indicato nelle conclusioni della *Wallis Inquiry*.

La visione di APRA come un regolatore "integrato" era stata condivisa dal *Wallis Committee* e dal Governo australiano e appariva convincente: in un mondo dove prodotti e servizi finanziari evolvono rapidamente per via dell'innovazione tecnologica, l'ingegnerizzazione e la globalizzazione, la regolazione ha bisogno di essere flessibile, neutrale nella sua applicazione alle varie attività che sono svolte dagli operatori economici e applicata in modo coerente.

Rispetto a questa nuova visione, APRA ha cercato di armonizzare le sue politiche di vigilanza ove possibile e sviluppare un approccio basato sul rischio piuttosto che sulla classificazione istituzionale delle entità vigilate.

In altre parole, ha cercato essa stessa di divenire un regolatore integrato pur dovendo fare i conti con un ostacolo significativo, radicato nel contesto regolamentare

---

<sup>128</sup> Prima del suo default avvenuto nel 2001, *HIH Insurance* era il secondo gruppo assicurativo australiano. Il suo fallimento è considerato il più importante caso di default del paese. La *HIH Royal Commission* istituita in tale occasione nel 2001 ha concluso che il fallimento era imputabile in ultima istanza a fenomeni di *mismanagement*, essendo stata la maggior parte delle violazioni di legge finalizzata a far fronte alle crescenti difficoltà finanziarie che stavano interessando il gruppo. La stessa corporate culture sviluppatasi nella società era considerata avversa alle buone pratiche di gestione con un conseguente processo decisionale attestatosi bel al di sotto degli standard richiesti. La rilevanza del caso risiede nel fatto che ha dato inizio a una profonda revisione della normativa e nell'attuazione di misure per assicurare sistemi di *governance* e di controllo interno adeguati, nonché valutazioni delle passività più trasparenti e l'adeguatezza dei livelli di capitale secondo un approccio *risk-based*. Infine con riferimento alle pratiche di vigilanza, ha determinato una transizione da un sistema che si focalizzava sulle transazioni a uno di tipo sistemico più in linea con gli standard internazionali. Relativamente a tali cambiamenti di regolazione, v. HILL, *Regulatory Responses to Global Corporate Scandals*, Sydney Law School Research Paper No. 06/35, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

in cui l'*authority* andava ad operare. Tale ostacolo derivava dalla frammentazione legislativa creata secondo un approccio *industry-based*, pur trattandosi di norme che conferivano al regolatore significativi poteri e flessibilità nella loro implementazione.

Per esempio, il *Banking Act* conferiva ampi poteri di tipo autorizzatorio nei confronti degli istituti di deposito, ovvero di tipo regolatorio nella definizione di *prudential standards*, o anche di tipo informativo. Si trattava di norme efficaci e coerenti nel garantire un sistema bancario sicuro e affidabile, oltre che in grado di assicurare una proficua interazione tra il regolatore e l'industria nel processo di creazione delle regole.

Di contro, nell'ambito del *Superannuation Industry Supervision Act* del 1993, APRA non era dotata di un potere di autorizzazione universale rispetto ai vari fondi pensione esistenti, non aveva il potere di definire un set di *prudential standards* comuni, né poteva esercitare il suo *enforcement* in modo illimitato e flessibile. Alcuni di questi aspetti (debolezze) erano condivise anche dalla regolazione presente per il settore assicurativo.

Per tale ragione, i diversi poteri conferiti ad APRA nei diversi settori creavano difficoltà nello sviluppare una politica di vigilanza coerente anche da parte del legislatore stesso, non essendo possibile osservare pienamente le opacità del sistema e le zone "franche" lasciate scoperte dalla regolazione.

Su queste premesse, la Commissione conveniva che a fronte di vari modi esistenti per affrontare e risolvere tali problemi, il più efficace e semplice era quello di consolidare tutti i poteri in capo a un unico soggetto.

Condividendo queste conclusioni, la stessa APRA sosteneva che "*one size fits all approaches to supervision, comprising blunt, externally imposed rules and standards, are becoming less relevant in today's marketplace. In recognition of these developments, regulators are moving towards system of regulation that are more market based and more consistent with the sound risk management practices employed by well-run financial institutions for their own commercial purposes. That is, prudential supervisors are setting standards that require financial institutions to put in place their own policies and procedures for controlling risks that are material to the solvency position and on-going viability of that institution. The regulator is then able to place greater reliance on the institution's self-assessment of its own risks*



*and controls. In this world, the role of the regulator is one of quality assurance of control systems, and risk management practices more generally”*.<sup>129</sup>

In realtà APRA, stante il quadro regolatorio esistente, ha adottato per quanto possibile un approccio autonomo al tema della regolazione e della vigilanza prudenziale.

Si è già detto che prima della sua istituzione esistevano diversi tipi di regolazione nei vari settori del sistema finanziario e che operatori di tipo conglomerati dovevano interfacciarsi con differenti previsioni di settore. Coerentemente col principio di neutralità, APRA ha iniziato un’opera di armonizzazione delle varie filosofie che ispiravano le legislazioni di settore: questo processo di armonizzazione è iniziato riconoscendo tre livelli nell’ambito della regolazione: 1) una legislazione fatta di principi applicabile a ogni operatore e mercato interessato; 2) un set flessibile di *prudential standards*; 3) un terzo livello dato dall’attività di interpretazione degli standard attraverso l’uso di *guidelines* o di comunicazioni interpretative.

Inoltre APRA è stata più rigorosa dei suoi predecessori nel suo approccio alla vigilanza. Un fattore chiave è stato rappresentato dall’individuazione dei fattori di rischio, cercando di modificare e reprimere quei comportamenti che pur legali erano da considerarsi rischiosi o potevano potenzialmente porsi al di fuori delle regole.

APRA infatti è un regolatore che usa un approccio *risk-based* rispetto al mercato e non segue una politica di *zero failure*: piuttosto si preoccupa che gli eventi di *default* tra gli operatori siano minimi e che laddove si verificano siano minimizzate le perdite per gli *stakeholders* coinvolti a vario titolo. APRA ha inoltre perseguito un obiettivo bilanciamento tra la salvaguardia delle attività degli operatori economici e la necessità di garantire comunque un sistema finanziario competitivo. A tale scopo, il regolatore australiano ha sempre cercato di individuare i rischi finanziari per tempo e intervenire per mitigare tali rischi.

In tal senso il fallimento di HIH Insurance Ltd. ha accelerato questo processo, permettendo ad APRA di mutuare aspetti del metodo *risk-based* utilizzato negli USA e in UK. E infatti l’APRA si è organizzata nel perseguire le sue funzioni attraverso due componenti: il PAIRS ovvero il *Probability and Impact Rating System* e il SOARS (*Supervisory Oversight and Response System*).

---

<sup>129</sup> V. APRA, *Proposed Reforms to the Prudential Reform of General Insurance Companies in Australia*, April 2000, p. 5.

Il PAIRS si occupa di valutare/stimare la rischiosità di una istituzione finanziaria (un operatore economico) in base agli obiettivi fissati da APRA, mentre SOARS determina come APRA dovrebbe rispondere a quel tipo di rischio.

In particolare, il PAIRS analizza il rischio probabile che un operatore può generare laddove non sia in grado di rispettare i suoi impegni e l'impatto di un suo *default* sul sistema. Le sue valutazioni sono condotte su base qualitativa e comprendono il rischio complessivo generabile da una particolare entità, la capacità del *management* di controllare il rischio, la probabilità che il capitale di tale entità sia sufficiente a coprire tale rischio.

Le valutazioni si giovano di informazioni raccolte da APRA in base al *Financial Sector Collecting of Data Act* del 2001, tramite ispezioni, relazioni fornite da funzioni di *audit*, ma anche informazioni che provengono dall'esterno come quelle fornite dalle agenzie di rating e informazioni provenienti da *whistleblowers*. L'output di queste valutazioni consiste in un "*risk score*" che traduce la probabilità di default (*probability index rating*) e in "*impact score*", ovvero un punteggio che stima l'impatto di quel *default* sul sistema.

La dottrina ha sollevato qualche dubbio sulla coerenza e l'affidabilità dell'attività svolta dal PAIRS, sostenendo che la percezione e la valutazione del rischio varia considerevolmente tra gli individui<sup>130</sup>: la valutazione del rischio non può dirsi un'operazione oggettiva, ma dipende da come viene condotta dal valutatore. A questo proposito, APRA ha una serie di presidi interni che servono a depurare gli elementi di soggettività.

Il SOARS invece determina la strategia di supervisione che APRA deve adottare in base al rischio valutato per la singola entità. A seguito del caso *HIH Insurance*, il SOARS ha deliberatamente creato una cultura di intervento preventivo all'interno di APRA che ha migliorato in modo consistente i suoi poteri di supervisione. Il SOARS è una derivazione del processo del PAIRS e ha due componenti: un "*supervisory attention index*" e una "*supervisory stance*". Il primo consiste in una media geometrica dell'indice di probabilità di rischio e l'*impact index*; esso "*provides a guide to the amount of supervisory resources each institution is*

---

<sup>130</sup> V. J. BLACK, *Managing Regulatory Risks and Defining the Parameters of Blame: A Focus on the Australian Prudential Regulatory Authority*, 2006, p. 14.

*likely to require, taking both the level of supervisory concern and the scale of the particular institution into account*".<sup>131</sup>

La “*supervisory stance*” indica, invece, la natura qualitativa dell’azione di vigilanza dell’APRA in termini di pervasività, intensità ed effettività come determinate dal PAIRS attraverso il *probability rating* e l’*impact outcome*.

Questo vuol dire che più è rilevante l’operatore finanziario, maggiori e più anticipate sono le azioni in termini di intervento preventivo da parte del regolatore. A tale proposito esistono quattro livelli crescenti di *supervisory stances* che possono essere adottate a valle dei risultati emersi a livello PAIRS e SOARS: “*normal*”, “*oversight*”, “*mandate improvement*” e “*restructure*”.

Dall’introduzione di questo nuovo quadro regolamentare, APRA ha incrementato il contatto diretto con gli operatori vigilati. C’è da dire, tuttavia, che il sistema non è scevro da difetti come il rischio di focalizzarsi troppo e condurre la vigilanza solo sulla base dei risultati generati dal PAIRS, e non tenendo in considerazione altre fonti di informazioni (il rating del debito come pure il prezzo delle azioni di un emittente) provenienti dall’esterno.

#### ***4.2.2 Indipendenza e accountability dell’APRA***

---

L’APRA e il Governo hanno una stretta relazione che determina il sorgere di dubbi sull’effettiva indipendenza dell’*authority*.

Il Principle 1 dell’*International Association of Insurance Supervisors (IAIS) - Insurance Core Principles*, stabilisce che la supervisione prudenziale necessita di essere operativamente indipendente e responsabile nell’esercizio delle sue funzioni e dei suoi poteri.

Come APRA stessa ha sostenuto lo scopo di un regolatore indipendente è quello di assicurare l’effettività della sua azione nel perseguire gli obiettivi predeterminati dal legislatore e agire senza essere influenzato da terzi<sup>132</sup>. L’altra faccia dell’indipendenza è la responsabilità, per cui a una grande indipendenza deve associarsi una grande responsabilità (*accountability*).

---

<sup>131</sup> V. J. BLACK, *op. cit.*, p. 15.

<sup>132</sup> V. APRA, *HIH Submission*, 2002, p. 5 in [www.hihroyalcom.gov.au/Documents/Submissions/APRASubmission.pdf](http://www.hihroyalcom.gov.au/Documents/Submissions/APRASubmission.pdf).

Quando il Wallis Report ha raccomandato di istituire una istituzione come l'APRA, ha raccomandato altresì che fosse indipendente dall'esecutivo e che le sue decisioni non venissero sottoposte ad alcun vaglio ulteriore. Esso aveva pure sostenuto che fosse “*impractical, inefficient and unnecessary for the Treasurer to retain a direct role in licensing and other decision making with respect to insititutions. Moreover, minimizing the role of executive government in prudential regulation matters would assist in the process of clarifying the limits to the regulatory assurance and ensuring the independence of APRA*”<sup>133</sup>.

Benché APRA sia amministrata dal suo *board*, il direttore generale viene in realtà nominato dal *Commonwealth Treasurer*. APRA deve informare il *Treasurer* se ritiene che un soggetto vigilato versi in particolari difficoltà e deve regolarmente informarlo anche delle sue *policies*. Se si riscontra una divergenza di opinioni tra APRA ed esecutivo su queste *policies*, occorre che essi trovino un accordo e se non è possibile raggiungere questo accordo, prevale il punto di vista del *Treasurer*. Il ruolo di quest'ultimo è diverso a seconda del settore vigilato: per esempio, alcune decisioni prese in base all'*Insurance Act* necessitano sempre dell'accordo con il *Treasurer*; le stesse decisioni prese in base al *Banking Act* ne prescindono (si pensi alla revoca dell'autorizzazione per l'esercitare, rispettivamente, un'attività assicurativa e bancaria)<sup>134</sup>.

APRA ha peraltro sostenuto che una responsabilità ministeriale potrebbe generare fenomeni di *moral hazard* da parte della stessa autorità: la *HIH Royal Commission* ha, infatti, raccomandato che il Governo dovrebbe considerare la possibilità di rimuovere l'intervento del *Treasurer* nelle decisioni riguardanti la vigilanza sul comparto assicurativo condotta da APRA<sup>135</sup>.

APRA ha obblighi di *accountability* verso il Parlamento e ogni *report* può essere indirizzato al *House of Representatives Standing Committee on Financial Institutions and Public Administration* per un esame più dettagliato.

Inoltre le sue decisioni possono essere sottoposte al vaglio della giurisdizione. Nel 1999, l'*Administrative Review Council* ha raccomandato che le decisioni aventi un significativo interesse pubblico non dovessero essere rivedibili nel merito. APRA sosteneva, inoltre, che una tale possibilità avrebbe potuto rendere eccessivamente

---

<sup>133</sup> V. APRA, *HIH Submission*, op. cit., p. 36.

<sup>134</sup> V. APRA, *HIH Submission*, op. cit., Attachment 10, Table 3.

<sup>135</sup> *HIH ROYAL COMMISSION REPORT*, 2003, Recommendation 22, p. 215.

cauto il processo decisionale in tema di vigilanza prudenziale. La HIH Commission ha tuttavia respinto questo argomento, sostenendo che le decisioni del regolatore non ricadono nella tipologia di atti sottoposti all'*Administrative Review Council*.

### 4.2.3 Poteri di APRA

---

La regolamentazione disposta da APRA assicura che gli operatori finanziari possano garantire le loro “promesse” che per le banche e altri istituti di deposito vuol dire poter restituire i depositi e gli interessi connessi; per le assicurazioni di intervenire validamente quando di manifesti l’evento coperto dal rischio; e per i *trustee* e i *superannuation funds* assicurare il pagamento dei trattamenti pensionistici.

Nonostante APRA si prefigga un’attività regolatoria e di vigilanza di sistema che sia coerente ed efficace e abbracci tutti i settore del mercato finanziario, nella pratica tale attività trova il suo fondamento nelle leggi di settore; pertanto i poteri dell’*authority* derivano principalmente dalla legislazione di settore. Il passo verso una maggiore coerenza e uniformità si ritrova nella legislazione più recente (marzo 2006) quando sono stati introdotti parametri identici per tutti i segmenti di mercato al fine di definire le responsabilità individuali all’interno della platea dei soggetti vigilati.<sup>136</sup>

In generale il mutamento degli obiettivi nella regolazione prudenziale ha riguardato l’introduzione di un sistema di autorizzazioni unico, assieme a una rinnovata e aumentata attenzione per la verifica degli standard necessari per operare e l’attività di vigilanza/monitoraggio continua. Alcuni settori come quello bancario sono stati inoltre investiti da altre regole poste da altri regolatori prudenziali (le regole di Basilea del *Basel Committee on Banking Supervision*)<sup>137</sup>.

### 4.3 L’Australian Securities and Investments Commission

---

Anche l’*Australian Securities and Investments Commission* (ASIC), come gli altri regolatori, ha un suo predecessore che è stato oggetto di “riforma” con il

---

<sup>136</sup> V. i cd. Fit and Proper Requirements, in [www.apra.gov.au](http://www.apra.gov.au).

<sup>137</sup> V. APRA, Core Principles for Effective Banking Supervision: Self-Assessment for Australia, Information Paper, Aprile 2011.

*Financial Sector Reform Act* del 1998 a valle delle riflessioni contenute dal *Wallis Report*<sup>138</sup>.

Attualmente ASIC ha competenze nell'ambito della disciplina degli emittenti australiani (società), dei mercati degli strumenti finanziari, fondi di investimento, intermediari finanziari, attività di *post trading*, operatori di mercato, *consumer protection*.

Il suo *board* è composto di un minimo di 3 membri e un massimo di otto, nominati dal *General Governor* su proposta del Ministro del Tesoro.

Esiste una relazione tra il Ministro e l'Autorità. Sebbene il primo non possa dare delle indicazioni puntuali su un singolo caso, può tuttavia indicare ad ASIC l'adozione di una particolare *policy* e talune priorità nell'esercizio delle proprie funzioni. Queste peraltro sono oggetto di consultazioni pubbliche.

Inoltre se una questione riveste un particolare interesse, il Ministro può ordinare all'autorità di occuparsene; queste questioni riguardano casi di sospette violazioni di legge, commercializzazione di prodotti finanziari, esercizio di attività di consulenza, di analisi e informativa relativamente a tali prodotti.

In generale, la legge assegna ad ASIC la vigilanza sulle società australiane, i mercati dei prodotti finanziari, la protezione dei consumatori. ASIC è delegata a regolare anche i mercati dei capitali, le fusioni e le acquisizioni, la consulenza finanziaria, i fondi di investimento, i *market operators*, le operazioni di *settlement* o i soggetti ivi preposti. Inoltre a partire dal 1998, ASIC ha anche assunti poteri di regolazione e vigilanza sulla *superannuation* e il settore assicurativo (ramo-vita).

Il suo scopo primario è quello di assicurare l'integrità di mercato (*market integrity*) e la protezione dei consumatori (*consumer protection*). Altri obiettivi sono quelli di: preservare e migliorare le performance del sistema finanziario e degli operatori, riducendone i costi e agevolando efficienza e sviluppo dell'economia; promuovere una partecipazione consapevole e informata degli investitori al sistema finanziario; esercitare i propri poteri in modo efficiente e proporzionale; ricevere, processare e stoccare le informazioni acquisite sui soggetti vigilati in modo rapido ed efficiente; assicurare che l'informazione sia disponibile rapidamente per mercato.

---

<sup>138</sup> Si tratta in realtà di diversi predecessori. Prima della riforma infatti le competenze in tema di *consumer protection* erano distribuite tra la *Reserve Bank*, l'autorità di concorrenza e l'organismo preposto al funzionamento del sistema dei pagamenti.

Uno degli aspetti più interessanti dei poteri conferiti a questo regolatore consiste nella flessibilità che la legge gli dà di disciplinare situazioni che non sono state puntualmente individuate dalle norme regolamentari, al fine di modificare (estendendolo) lo stesso perimetro delle attività vigilate. Per esempio, ASIC può dichiarare che un certo prodotto non ha natura finanziaria; esentare un soggetto dal possesso di una autorizzazione alla prestazione di servizi finanziari; estendere o modificare l'applicazione del regime autorizzatorio, o degli obblighi di *disclosure* relativi a determinati prodotti.

Con riferimento ai suoi compiti di *consumer protection*, l'ASIC ha fin dall'inizio adottato un metodo di *risk-based compliance approach*, individuando una serie di temi chiave sui quali ha poi articolato la sua azione di vigilanza: si tratta del rafforzamento delle scelte dei consumatori in tema di *superannuation*; comprensione degli strumenti finanziari di equità; identificazione e disciplina delle commissioni; consulenza finanziaria non indipendente; commercio elettronico; vendita diretta di prodotti da parte di agenti non qualificati; educazione finanziaria; sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie; investimenti immobiliari.

ASIC è inoltre investita del potere di approvazione di numerosi codici di autodisciplina, tutti in qualche modo legati al tema delle condotte che gli intermediari di diverso tipo presenti sul mercato devono tenere nei confronti del pubblico degli investitori.

Emerge quindi un quadro di competenze molto complesso e articolato nonostante le filosofie di fondo che ispirano l'azione del regolatore siano ben individuate (*consumer protection* e *market integrity*). Questo aspetto di complicazione sarà a base delle proposte di riforma del regolatore secondo quanto descritto più avanti.

## 5. *La recente crisi finanziaria e l'impatto con il sistema di regolazione*

---

La crisi finanziaria iniziata nel 2007 ha posto una serie di domande<sup>139</sup> sulla effettiva tenuta dell'architettura istituzionale di vigilanza dei mercati finanziari anche

---

<sup>139</sup> V. WORLD BANK, *Global Financial Development Report 2013*, secondo cui “the global financial crisis has also triggered a healthy policy debate on approaches to regulation and supervision. This ongoing debate among regulators, policy makers and academics has led to multiple reform proposals,

in questo paese che ha avviato un percorso di rivisitazione del modello, mettendo in discussione la filosofia sottesa all'approccio regolatorio che aveva ispirato il Wallis Report e il conseguente assetto delle autorità di vigilanza<sup>140</sup>.

Come abbiamo visto, il Wallis Report si basava sulla teoria dei mercati efficienti, ritenendo che il mercato finanziario e in particolare quello degli intermediari bancari avesse in sé gli incentivi necessari per muoversi in equilibrio, anche a costo di mettere in conto eventuali sporadici *default* degli operatori. In questo assetto di mercato l'intervento dello Stato – soprattutto attraverso la vigilanza di tipo prudenziale – era considerato solo di supporto rispetto alle dinamiche naturali che si sviluppavano nello stesso.

La crisi del 2007 ha svelato che la tale equilibrio era sostanzialmente irrealistico, dato che anche gli intermediari finanziari australiani erano nel frattempo divenuti *too-big-to-fail* e hanno richiesto l'intervento pubblico a garanzia di depositi e degli investimenti<sup>141</sup> per evitare più gravi crisi di sistema.

Soprattutto ciò che è emerso chiaramente nell'attuare questo tipo di misure di salvaguardia è stato, più in generale nel mondo e, in modo più circoscritto anche in Australia, il fatto che il costo degli interventi pubblici per evitare i *default* è stato riversato sulla fiscalità generale. In che ha posto in prospettiva un nuovo tema nella definizione delle politiche di regolazione ovvero quello di limitare i rischi (quanto meno diretti) derivanti dalle crisi finanziarie non solo per gli investitori, ma anche per i cd. *taxpayers*.

---

*highlighting the diversity of views. This is likely to inform the regulatory reform process and improve future outcomes*".

<sup>140</sup> In argomento, v. CLAESSENS, KODRES, *The Regulatory Responses to the Global Financial Crisis: Some Uncomfortable Questions*, International Monetary Fund Working Paper WP/14/46, 2014. Per quanto riguarda possibili aggiustamenti al modello di vigilanza australiano, si fa presente che a dicembre 2014, il Governo australiano ha pubblicato il report finale della commissione di inchiesta Murray sul sistema finanziario (*the Murray Inquiry*) nel quale vengono prodotte 44 raccomandazioni da implementare nel prossimo decennio. Tali raccomandazioni vertono principalmente su 5 aree: innovazione finanziaria, sistema previdenziale e redditività del medesimo, tutela dei consumatori, sistema di regolazione, flessibilità. La relativa documentazione è reperibile sul sito [www.fsi.gov.au](http://www.fsi.gov.au).

<sup>141</sup> I depositi fino a 250.000 mila dollari presso gli intermediari vigilati (banche, *building societies* e *credit unions*) e le somme versate dai clienti a intermediari assicurativi Australia sono oggi ampiamente garantiti attraverso il *Financial Claims Scheme* (FCS) da possibili default dei soggetti vigilati. APRA è responsabile dell'amministrazione del FCS. Per quanto riguarda il ricorso al FCS per eventuali default di intermediari assicurativi, l'accesso al sistema è garantito a tutti gli assicurati fino per somme versate fino a 5 mila dollari, mentre per le somme superiori la platea dei soggetti garantiti è circoscritta a più puntuali categorie di soggetti (cittadini e residenti permanenti, piccole imprese, trust di tipo familiare e organizzazioni no-profit). V. *Financial Claims Scheme for general issuers* su [www.apra.gov.au](http://www.apra.gov.au).



Nonostante le critiche mosse ai mercati finanziari e alla filosofia che li sottende, non è stato tuttavia possibile mettere in discussione l'intero modello economico che si è andato costruendo in questi ultimi anni. Peraltro, il sistema australiano – rispetto ad altri paesi più duramente colpiti dalla crisi e destinati ad avviare più incisive e numerose riforme strutturali – richiederebbe, secondo gli esiti raggiunti dalle commissioni di inchiesta istituite negli ultimi anni<sup>142</sup>, modesti aggiustamenti di sistema e un rinnovato impegno a tutelare i *taxpayers* attraverso strumenti nuovi di regolazione che si affianchino alle attività finanziarie vigilate in via prudenziale.

Il sistema australiano infatti si basa su consolidati principi di “*policy design*” ispirati alla cd. *Tinbergen rule*<sup>143</sup>, il che ha portato a disegnare – come abbiamo visto – una architettura istituzionale che ha separato le diverse funzioni di regolazione e assegnato tali funzioni a una sola autorità di vigilanza, evitando quindi indebite commistioni tra regolatori. Un sistema che ha sostanzialmente funzionato e che ha trovato recente imitazione in paesi noti per il grado di evoluzione dei propri mercati finanziari<sup>144</sup>.

Quello che tuttavia il modello disegnato dal Wallis Report non aveva considerato riguardava i *bias* comportamentali insiti negli attori del mercato<sup>145</sup>, ovvero quegli errori di tipo cognitivo posti in essere soprattutto dagli intermediari e che traducono la tendenza degli stessi a porre in essere comportamenti speculativi e

---

<sup>142</sup> Commissione di inchiesta Murray sul sistema finanziario (*the Murray Inquiry*); cf. nota precedente.

<sup>143</sup> Tale principio stabilisce che per ogni “*policy target*” deve esserci almeno un “*policy tool*”. In argomento, anche in chiave di rivisitazione della regola v. YLMAZ, *Revisiting The Tinbergen Rule: Use the Macroprudential Tools to Maintain Financial Stability*, Banque de France, Financial Stability Review, 15-201; DEL RIO, HOWLETT, *Beyond the “Tinbergen Rule” in Policy Design: Matching Tools and Goals in Policy Portfolios*, Annual Review of Policy Design, 1/2013.

<sup>144</sup> Un esempio recente di riassetto della vigilanza finanziaria è quello dettato dal Financial Services Act del 2012 che nel Regno Unito ha portato all'abbandono del sistema di vigilanza accentrata basato sulle competenze onnicomprensive della FSA, per approdare a un sistema del tutto simile a quello australiano in quanto vede istituite – dal mese di aprile 2013 – due autorità la “*Prudential Regulation Authority*” (PRA – peraltro istituito nella forma della limited company e interamente partecipato dalla Bank of England) e la “*Financial Conduct Authority*”. V. [www.bankofengland.co.uk/pru](http://www.bankofengland.co.uk/pru).

<sup>145</sup> Con il termine *bias* si indica una predisposizione a un errore di tipo cognitivo; esempi possono essere dati dall'eccessivo ottimismo, *overconfidence* e illusioni di controllo. Tali concetti sono stati sviluppati nella teoria della finanza comportamentale (*behavioral finance*) come una branca della finanza che mette insieme aspetti di psicologia cognitiva e teorie finanziarie in senso stretto. Essa ha messo in discussione il paradigma classico secondo cui gli individui agiscono in modo perfettamente razionale sulla base di regole euristiche (ovvero tratte dall'esperienza comune). Proprio queste regole euristiche possono portare a *bias* in ambito finanziario. Analizzando i comportamenti dei manager, ad esempio, troppo spesso si è notato che essi sono vittime di trappole comportamentali derivanti appunto dal non funzionamento ottimale delle regole euristiche e dagli effetti di *framing* che ne derivano. Per una rassegna della letteratura scientifica in argomento v. LINCiano, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Indicazioni di policy della finanza comportamentale*, Quaderni di Finanza Consob 66/2010.

rischiosi nel momento in cui credono che il sistema sia ormai stabile: tale tendenza, inevitabilmente, riporta il sistema finanziario in condizioni di instabilità. Proprio la focalizzazione degli interventi per prevenire il rischio di instabilità è stato ritenuto uno degli aspetti da migliorare della vigilanza australiana; il che ha posto in agenda (come peraltro sottolineato dagli esiti della *Murray Financial System Inquiry*) numerosi temi di regolazione che si andranno ad esaminare.

## 6. *Il tema del perimetro della regolazione prudenziale e le altre questioni alla base del dibattito sulle riforme in Australia*

---

Uno dei principali temi su cui la commissione d'inchiesta si è interrogata ha riguardato lo scopo stesso della regolazione e cioè se essa debba essere intesa e costruita tendendo a sistema sostanzialmente “*fail-safe*” o “*fail-free*” o come un sistema che deve solo bilanciare stabilità e rischio, senza significativi aumenti dei costi di transazione e tenendo a mente il nuovo obiettivo di non scaricare tali costi sulla fiscalità generale.

Tale problema era stato sollevato in letteratura dove alcuni autori si sono interrogati se la crescente domanda di intervento pubblico all'indomani della crisi potesse far riconsiderare il ruolo dello Stato nella gestione di tali fenomeni in via preventiva e l'impatto dei relativi costi<sup>146</sup>. In particolare, si è sottolineato che l'emergere di un'agenda dei regolatori sovranazionali (segnatamente IOSCO, Comitato di Basilea, *Financial Stability Board*, ecc.) lasciava intravedere un aumento dei costi di transazione nel reperimento dei capitali soprattutto in quei settori caratterizzati da un più basso (o addirittura assente) livello di regolazione e che necessitavano di nuove regole.

Si invocava pertanto la necessità di definire un più preciso perimetro dei soggetti regolati al fine di disegnare le norme più appropriate per quegli intermediari che erano fino ad allora rimasti fuori<sup>147</sup>.

---

<sup>146</sup> V. DAVIS, *From Where Do We Begin?*, *Funding Australia's Future Project*, Australian Centre for Financial Studies, 2013.

<sup>147</sup> Il fenomeno noto come shadow banking è stato individuato e definito dal Financial Stability Board come ogni forma di intermediazione creditizia che coinvolge entità o attività in parte o completamente al di fuori del sistema bancario tradizionale. V. FSB, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board*, Basel, 2011. Per una panoramica del lavoro svolto dal FSB e delle implicazioni nella regolazione europea, v. BARBAGALLO, *Lo shadow banking e la regolamentazione italiana*, Intervento presso NIFA – New International Finance Association. World Finance Forum 2015; [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).

Questo intendimento comportava l'allestimento di nuove misure a tutela degli investitori in strumenti finanziari emanati sui mercati non regolati, in controtendenza con quello che i regolatori avevano cercato di fare fino ad allora: ovvero una riduzione dei costi di *disclosure* e di informativa al mercato per gli emittenti attraverso il conferimento ad essi di maggiori margini di discrezionalità proprio nella gestione dell'informazione.

Il fatto di ricondurre taluni mercati all'interno del perimetro della regolazione non è stata peraltro una considerazione del tutto nuova. Le preoccupazioni relative al fatto che in qualche modo tali attività avrebbero potuto generare rilevanti rischi per gli investitori, aveva nel tempo già portato ad adottare alcune misure strutturali di separazione all'interno delle stesse istituzioni finanziarie (si pensi all'adozione della *Volcker Rule* statunitense inserita nella più ampia riforma del *Dodd-Frank Act* del 2012, che limita l'attività speculativa delle banche ponendo tetti agli investimenti in determinati strumenti finanziari e separa le attività commerciali da quelle di *investment banking*, allo scopo di tutelare i risparmiatori da attività di tipo indiretto troppo speculative ed evitare crisi sistemiche<sup>148</sup>). Ciò anche considerando che l'esistenza di un mercato regolato dove più alti sono i rischi e conseguentemente anche i rendimenti, non è necessariamente invitante solo per coloro che hanno competenze sufficienti da poter comprendere e gestire tali rischi<sup>149</sup>.

Accanto a questo tema, altri elementi di dibattito sono stati presi in considerazione. In primo luogo si è riproposto il problema dell'eccessiva regolazione e la necessità di conferire nuovi spazi di *self-regulation* agli attori del mercato.

---

<sup>148</sup> Stesso sistema è stato adottato nel Regno Unito e prende il nome di Vickers Reform. Anche la Commissione europea starebbe progettando misure di questo tipo. Secondo ricostruzioni di stampa (*Financial Times* del 5/1/2014), la bozza denominata *Europe set to soften bank split reforms* predisposta dalla Commissione lascerebbe molta più libertà alle singole autorità nazionali nello scegliere il grado di separazione tra le due attività, avendo però come esclusiva preoccupazione e fine quello di tutelare la stabilità bancaria. Mentre in secondo piano passerebbe la tutela del consumatore. In argomento v. anche FTI CONSULTING, *Volcker, Vickers, Liikanen: Structural Reform of the Banking Sector – Quo Vadis Europe?*, January 2014 su [www.fticonsulting.com](http://www.fticonsulting.com); CHOW, SURTI, *Making Banks Safer: Can Volcker and Vickers Do it?*, IMF Working Paper, No. 11/236, 2011 su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); OJO, "Volcker/Vickers Hybrid?": *The Liikanen Report and Justifications for Ring Fencing to Separate Legal Entities*, 2013, su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>149</sup> Come sottolineato da MADDOCK, MUNCKTON, *The Future Demand and Supply of Finance*, Funding Australia's Future Project, Australian Centre for Financial Studies, 2013, "Regulators face a difficult transition. The current approach has been to define key institutions, like banks and other aspects of the financial system (including payments), and to regulate them more tightly. This creates a natural tendency for more risks to be taken outside the regulated boundaries. It will be difficult to graduate regulation from the core to the periphery of the system".

Altre questioni hanno messo in luce la necessità di ripensare le politiche di armonizzazione che l’Australia ha intrapreso per uniformarsi alle misure anticrisi adottate negli USA e in Europa, partendo dalla considerazione che sarebbe più opportuno e utile per l’economia del paese costruire una regolamentazione più compatibile e orientata a cogliere le opportunità derivanti dalla crescita dei paesi asiatici e a intercettare i capitali da essi provenienti.

Questo nonostante il fatto che nel corso degli ultimi quindici anni il mercato finanziario australiano abbia continuato ad essere sempre più esposto sul piano internazionale e in particolare verso gli USA; il che ha richiesto una maggiore attenzione dei regolatori per i temi dell’internazionalizzazione dei servizi e della loro prestazione transfrontaliera con un aumento dell’attività di cooperazione con i regolatori di altri mercati avanzati<sup>150</sup>.

Infine, un altro tema ha riguardato la tendenza dei regolatori – piuttosto che dei legislatori – a individuare nuove misure (in particolare di tipo restrittivo, dettate in termini emergenziali) con riferimento a casi specifici, senza una adeguata copertura normativa.

Tutto il dibattito, in ogni caso, deve essere inquadrato all’interno del nuovo intendimento che muove il mondo globalizzato e in particolare i paesi riuniti del G20 di limitare i rischi e ridimensionare le possibili future crisi finanziarie soprattutto depotenziandone l’eventuale carica sistemica: per tale ragione il *focus* di tali riflessioni è stato incentrato sulla necessità di arginare gli effetti di *spill-over* di eventuali situazioni di rischio locali/regionali sui mercati internazionali.

In questo contesto, la crisi del 2007 ha messo a dura prova anche il sistema australiano e la filosofia del Wallis Report. Va detto che questa crisi interveniva dopo altre due (quella asiatica del 1997 -99 e quella americana del 2000), entrambe esplose quando la riforma della vigilanza finanziaria era stata già effettuata. Esse non hanno prodotto gravi conseguenze sull’economia mondiale, in quanto la prima è stata un evento di carattere regionale e la seconda ha avuto rapidamente fine grazie ad alcuni tempestivi interventi legislativi.

Diversamente, la crisi finanziaria del 2007 ha avuto delle conseguenze in termini di costi molto gravi. In Australia l’impatto diretto è tuttavia stato abbastanza

---

<sup>150</sup> V. RALSTON, JENKINSON, *International Linkages: Financial Markets and Technology*, Funding Australia’s Future Project, Australian Centre for Financial Studies.

contenuto, considerando che nessun intermediario nazionale, bancario o finanziario, avente rilevanza sistemica è stato coinvolto da un eventuale *default*.

Resta però da sottolineare il fatto che il sistema finanziario del paese si è trovato impreparato ad affrontare gli *shock* sistemici provenienti da oltrefrontiera: in particolare, il blocco del mercato dei capitali e il rallentamento dell'economia mondiale.

Come si è detto, per arginare le conseguenze negative di tali eventi ed evitare uno stallo completo dei mercati, lo Stato è intervenuto con una serie di misure (la garanzia statale sui depositi bancari e le somme accantonate presso gli intermediari assicurativi; il divieto dello short selling sui mercati per le azioni di tutte le principali società quotate) che negavano la filosofia del Wallis Report.

Oltre alle misure di tipo pubblico, hanno migliorato le prospettive di uscire rapidamente dalla crisi anche il ruolo rivestito dai fondi di *superannuation* che hanno sottoscritto le emissioni di *equity* e *bond* degli emittenti sostenendo il corso dei titoli in borsa e anche la crescente connessione del sistema finanziario australiano con l'economia cinese che si è tenuta abbastanza al riparo dalla crisi e non ha conosciuto una periodo di stallo nella crescita economica.

## ***7. Il mutamento di prospettiva generato dalla crisi***

---

Mettendo a confronto i processi di valutazione ad esito dei lavori della *Wallis Commission* e della *Murray Inquiry* non emergono sostanziali differenze circa i presupposti da cui esse muovono. I problemi che sollevano i mercati finanziari restano sempre sostanzialmente gli stessi, almeno per quanto riguarda i meccanismi che li generano.

La crisi del 2007 ha in realtà solo messo a fuoco ulteriori rischi da essi derivanti e, cioè, ha accentuato la sensibilità verso le ripercussioni sistemiche delle crisi.

La *Wallis Commission* aveva infatti ben chiarito che la finanza era da considerare un settore speciale, diversa dagli altri servizi a causa dell'immanenza delle asimmetrie informative tra emittenti/intermediari e investitori e dei problemi connessi ai rapporti di agenzia. I costi (fiscali e di regolazione) presenti si andavano ad aggiungere a tali problemi generando tutti i rischi di *market failures*, *adverse*

*selection, moral hazards e behavioural bias* estranei a un sistema di mercato efficiente.

Nonostante ciò la Commissione aveva riposto la sua fiducia nella capacità del mercato di autodisciplinarsi: si sosteneva la capacità degli investitori di tenersi distanti da investimenti poco sicuri e tale capacità avrebbe dovuto essere sollecitata e conseguentemente affinata proprio per via della dichiarata assenza di intervento da parte dello stato a garanzia dei depositi, quale misura per evitare fenomeni di *moral hazard*. Inoltre, tutta la filosofia della riforma Wallis era minata dalla mancata percezione del rischio sistemico.

Tuttavia, va rimarcato il fatto che alcuni aspetti fondamentali della Riforma Wallis sono rimasti validi e hanno resistito alla crisi e ai cambiamenti imposti dalla stessa.

In primo luogo, è rimasta valida l’allocazione delle funzioni regolatorie e di vigilanza secondo la cd. *Tinbergen Rule* che ha portato al *twin peaks model* basato su APRA e ASIC (coordinati nel *Council of Financial Regulators*, insieme a *Reserve Bank* e *Australian Competition and Consumer Commission*). Al tempo della riforma, questa allocazione rappresentava un’avanguardia rispetto ai modelli esistenti e sembra poter essere confermata anche ad esito dei risultati della *Murray Inquiry*, sia pure parzialmente ripensata.

Un aspetto di successo che viene quasi sempre omissivo nel descrivere l’architettura della vigilanza di questo paese è stata la creazione *Council of Financial Regulators*. L’intuizione di coordinare i vari regolatori attraverso un organismo presieduto dal presidente della *Reserve Bank*, ha fornito un elemento importante per rispondere alle successive crisi finanziarie e un significativo presidio che altri mercati non hanno trovato. Va detto anche che nell’azione di contenimento degli effetti della crisi del 2007, il *Council* ha tuttavia scontato alcune sue debolezze strutturali: ad esempio, il fatto di mantenere procedure di coordinamento informali, una sorta di “*clubby cooperation*”, e di non disporre di poteri ulteriori e vincolanti rispetto a quelli detenuti dai regolatori in esso presenti. Su questi aspetti, le prospettive di riforma del sistema australiano sono certamente più concrete, almeno in senso evolutivo e rafforzativo del meccanismo di coordinamento esistente<sup>151</sup>.

---

<sup>151</sup> Il tema del coordinamento tra autorità di vigilanza è stato reso più pressante e cogente dalla crisi finanziaria del 2007 anche in Europa e in Italia. Si pensi per quest’ultima al Comitato di Stabilità economica e finanziaria, istituito nel marzo 2008 tra MEF, Banca d’Italia, Consob e Isvap in base a un

Un altro aspetto della riforma Wallis che resta ancora valido è dato dalla definizione dei confini della regolazione prudenziale.

I tre criteri per l'allocazione e l'attivazione dei poteri di vigilanza sui soggetti vigilati (ma anche su coloro che si ponevano fuori dal perimetro regolamentare) erano basati su altrettanti principi quali: i) l'importanza della promessa (“*the importance of the promise*”); ii) la difficoltà di mantenere la promessa (“*the difficulty in meeting the promise*”); iii) se la promessa era disattesa, l'avversità alle possibili conseguenze derivanti dalla stessa (“*if the promise is not performed, the adversity of the consequences*”).

Questi principi o linee guida consentivano di valutare cosa e chi porre sotto la lente del regolatore e nel perimetro della vigilanza e cosa e chi poteva rimanere fuori: chiaramente la maggiore o minore importanza della promessa sottesa all'investimento finanziario, il grado di difficoltà connesse alla stessa e le possibili conseguenze in termini di mancato adempimento concorrevano a ricondurre il soggetto proponente nel mercato regolato o meno.

Questo approccio è rimasto valido e possibili sue evoluzioni in chiave di ampliamento e rafforzamento hanno sollevato alcuni dubbi in letteratura, dove si sottolinea che la perimetrazione della regolazione e di ciò che vi finisce dentro, è già abbastanza ampio e genera rilevanti costi per il mercato; inoltre, un suo eventuale allargamento non escluderebbe del tutto i rischi di arbitraggio regolamentare<sup>152</sup>.

---

protocollo congiunto. La rilevanza delle sue riunioni (almeno due volte l'anno e comunque ogni volta che si manifesti un caso potenziale di crisi finanziaria di natura sistemica) è andata mano a mano scemando, probabilmente per il cronicizzarsi della crisi stessa e per la sua successiva trasformazione in crisi dell'eurozona che, per le sue caratteristiche dimensionali, ha richiesto l'intervento di ben altri attori e ha spostato i centri decisionali e di cooperazione a livello sovranazionale. Per l'Europa, invece, si può ricordare che nell'ambito della riforma sulla vigilanza con la creazione delle tre ESAs (*European Supervisory Agencies* per i mercati bancari, finanziari e assicurativi) è stato altresì creato l'*European Systemic Risk Board*, un'agenzia dell'UE responsabile per la vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario dell'Unione che dovrebbe contribuire a prevenire e mitigare i rischi sistemici alla stabilità finanziaria che originano all'interno del mercato europeo. Il *board* è presieduto dal Presidente della Banca Centrale Europea, e composto dai seguenti membri con diritto di voto: governatori delle Banche Centrali Nazionali; Presidenti delle tre ESAs; un membro della Commissione europea; i Presidenti del Comitato scientifico consultivo e del Comitato tecnico consultivo. In argomento, v. RECINE, TEIXEIRA, *The New Financial Stability Architecture in the EU*, Paolo Baffi Centre Research Paper No. 2009-62, su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); WYMEERSCH, *The Institutional Reforms of the European Financial Supervisory System*, Ghent University Financial Law Institute Working Paper No. 2010-01, su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); FERRAN, BABIS, *The European Single Supervisory Mechanism*, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 10/2013, su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>152</sup> Cfr. MADDOCK, MUNCKTON, *The Future Demand and Supply of Finance*, cit..

Proprio per quanto riguarda quest'ultimo rischio generato dall'esistenza - difficilmente sopprimibile - del fenomeno dello *shadow banking*, occorre fare una precisazione sulle possibili ripercussioni di una sua completa sterilizzazione.

In primo luogo, portare lo *shadow banking* nel perimetro della regolazione bancaria incrementa le possibilità che lo Stato sia chiamato a intervenire in situazioni di rischio e in ultima istanza che i costi siano messi a carico della fiscalità generale; inoltre, aumenta i costi della vigilanza, il che non determina un modello efficiente visto che si ritiene che imporre regole eccessivamente restrittive porterebbe a comprimere attività comunque utili per l'economia.

Va tuttavia ricordato che una buona parte del fenomeno, dato dall'attività delle cd. *investment banks* si è già in parte ridimensionato: basti pensare che all'apice della crisi, quasi tutte le banche di investimento americane hanno scelto di diventare delle banche normali al fine di accedere al programma di finanziamenti erogati dalla *Federal Reserve*.

Un altro aspetto poco valorizzato dalla riforma Wallis è stato l'elemento del *caveat emptor*, ovvero la predisposizione di politiche che consentissero di innalzare le capacità e le difese "cognitive" individuali degli investitori o comunque predisporre forme di tutela non del tutto generalizzata.

Gli obblighi generalizzati di *disclosure* da parte di emittenti e intermediari non sembrano infatti essere stati pienamente soddisfacenti come misura di tutela dei consumatori di servizi finanziari. In questo senso vanno lette le recenti iniziative legislative in termini di *product governance* degli strumenti finanziari (al fine di poter gestire emissioni il più possibile *tailor made*) e di commercializzazione di prodotti complessi, oltre ai diffusi programmi di educazione finanziaria.

## **8. Opzioni relative a possibili modifiche dell'architettura istituzionale dei regolatori**

---

Nelle more dell'attività della *Murray Commission*, ci sono stati molti suggerimenti su come incrementare le competenze dei regolatori e ridisegnarne l'assetto.

Si è più volte rimarcato come la *Tinbergen Rule* adottata dalla riforma Wallis abbia raccomandato l'istituzione di regolatori responsabili solo per determinati compiti, dotati di strumenti adeguati rispetto a obiettivi il più possibile circoscritti



(idealmente un obiettivo per regolatore). L'esperienza maturata è stata sicuramente positiva visto che il modello ha evitato i conflitti emersi in altri assetti di regolazione.

Rispetto a questa regola che ha comunque funzionato si sono fatte diverse proposte migliorative in letteratura.

Alcune di queste auspicano la predisposizione di una serie di incentivi che possano condurre i regolatori a migliorare le loro attività; altre, sottolineando le modeste performance dei regolatori e ritenendo che questi siano esposti a rischi di cattura da parte dell'industria finanziaria, propongono l'istituzione di un organo di controllo (*sentinel*) che monitori e assicuri che questi facciano effettivamente ciò che per legge sono chiamati a fare. Altre, invece, mirano a piccoli aggiustamenti, in particolare a calibrare meglio i ruoli e gli obiettivi all'interno di un sistema che ha ben funzionato, rendendolo in grado di reggere le sfide di prossimi anni.

Tuttavia, sono da respingere quelle proposte volte ad assegnare ai regolatori obiettivi di promozione dell'industria finanziaria: si tratterebbe in pratica di orientare l'attività istituzionale allo scopo di promuovere l'industria dei servizi finanziari come accaduto in UK. In questo senso, APRA e ASIC non sono mai state orientate nel senso di spingere il mercato australiano a diventare un *hub* internazionale di servizi finanziari (come è avvenuto invece con Londra e il Regno Unito), e quindi a fare una politica di vigilanza *industry-oriented*.

Sono invece da rivedere alcuni aspetti dei processi di riforma che in Australia sono stati gestiti, peraltro positivamente, negli ultimi 25 anni da tre commissioni di inchiesta: se è vero che l'istituzione di tali commissioni ha consentito un approccio olistico alla materia, con la possibilità di considerare tutti gli aspetti del settore da regolare, essa ha mancato nel costruire un più efficace confronto con l'industria nella scelta finale delle soluzioni regolamentari da adottare.

Alcuni aggiustamenti sono auspicabili anche nella definizione delle competenze dei regolatori, considerando che il rischio sistemico ha assunto un'importanza rilevante e, in particolare, partendo dall'organizzazione posta al vertice dei regolatori, ovvero il *Council of Financial Regulators*. Seppure questo organismo ha ben funzionato con un assetto di tipo informale, il rischio di crisi sistemiche richiederebbe una maggiore formalizzazione della sua azione.

In particolare, si auspica il conferimento ad esso di poteri decisionali in merito a questioni macroprudenziali, con possibilità di delegare la loro implementazione alle singole autorità di vigilanza e in linea con quanto sostenuto da alcuni autori secondo

cui l'uso preventivo di strumenti macroprudenziali riesce ad essere più efficace rispetto alle politiche monetarie e antiinflazionistiche che vengono utilizzate *ex post*, rendendo i cicli economici negativi più sostenibili e meno profondi<sup>153</sup>.

Altri sostengono che occorrerebbe investire il *Council* di obiettivi legati alla crescita economica<sup>154</sup>.

Anche le altre autorità di vigilanza possono necessitare di qualche cambiamento. In primo luogo la *Reserve Bank* che potrebbe devolvere al *Council of Financial Regulators* i poteri in materia di vigilanza macroprudenziale, mentre l'APRA continuerebbe nella sua vigilanza di tipo microprudenziale.

Più rilevanti dovrebbero essere i cambiamenti per ASIC.

Una legislazione a tratti confusa ha conferito all'autorità molti obiettivi rispetto a strumenti inadeguati anche per le crescenti responsabilità, allontanandosi quindi da quanto stabilito dalla *Tinbergen Rule*. Il compito di regolare i comportamenti di mercato si sono differenziati alla luce dei diversi compiti assegnati in tema di *market integrity*, *consumer protection* e *registry*.

I primi due obiettivi si sono spesso contrapposti creando incertezza. Entrambi sono peraltro cresciuti di importanza: la *market integrity* è divenuta vitale per la sicurezza del sistema finanziario globale, mentre la *consumer protection* è divenuta fondamentale per salvaguardare e remunerare le risorse allocate nella *superannuation* e nei fondi pensione.

Alla luce di questo, si è proposto di assegnare a ASIC un solo obiettivo, la *market integrity*, riallocando quello relativo alla *consumer protection* in capo all'*Australian Competition and Consumer Commission* e quello di *registry* in capo all'*Australian Taxation Office*.

---

<sup>153</sup> V. BORIO, *The Financial Cycle and Macroeconomics: What have we Learned?*, BIS Working Papers No. 395/2012. Alcuni di questi strumenti preventivi sono già utilizzati in diversi paesi e comprendono – esemplificativamente – i limiti al prestito bancario, l'introduzione di ratios anticiclici, ricorso a linee di credito garantite in caso di bisogno di liquidità.

<sup>154</sup> Cfr. la posizione sostenuta dall'ABA (*Australian Bankers' Association*) nella *submission* presentata in vista del FSI Final Report, su [www.bankers.asn.au/FSI/ABA-submissions](http://www.bankers.asn.au/FSI/ABA-submissions).

## BIBLIOGRAFIA

- ABA (Australian Bankers' Association) - FSI Final Report, 2014.
- ACCESS ECONOMICS FOR INVESTMENT AND FINANCIAL SERVICES ASSOCIATION, The Export Potential of Australian Funds Management Services Report, Luglio 2007, [www.ifsa.com.au](http://www.ifsa.com.au).
- ACCESS ECONOMICS FOR INVESTMENT AND FINANCIAL SERVICES ASSOCIATION, The Export Potential of Australia Funds Management Services Report, Luglio 2007, p. 13.
- APRA, Core Principles for Effective Banking Supervision: Self-Assessment for Australia, Information Paper, Aprile 2011.
- APRA, HIH Submission, 2002, in [www.hihroyalcom.gov.au](http://www.hihroyalcom.gov.au)
- APRA, Proposed Reforms to the Prudential Reform of General Insurance Companies in Australia, April 2000, p. 5.
- AUSTRALIAN STOCK EXCHANGE, Australian Share Ownership Study, Febbraio 2005.
- AXIS AUSTRALIA, Australia – A Global Financial Centre, Agosto 2006, in [www.investaustralia.gov.au](http://www.investaustralia.gov.au).
- AYRES, BRAITHWAITE, Responsive Regulation – Transcending the Deregulation Debate, 1992
- BACKER, Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience. Penn State Legal Studies Research Paper No. 12-2009
- BARBAGALLO, Lo shadow banking e la regolamentazione italiana, Intervento presso NIFA – New International Finance Association. World Finance Forum 2015
- BLACK, Managing Regulatory Risks and Defining the Parameters of Blame: A Focus on the Australian Prudential Regulatory Authority, 2006, p. 14.
- BLACK, Rules and Regulators, 1997.
- BLACK, Which Arrow? Rule Type and Regulatory Policy, in Public Law, 1995
- BORIO, The Financial Cycle and Macroeconomics: What have we Learned?, BIS Working Papers No. 395/2012.
- CHOW, SURTI, Making Banks Safer: Can Volcker and Vickers Do it?, IMF Working Paper, No. 11/236, 2011

CLAESSENS, KODRES, The Regulatory Responses to the Global Financial Crisis: Some Uncomfortable Questions, International Monetary Fund Working Paper WP/14/46, 2014

COMMONWEALTH OF AUSTRALIA TREASURY, Financial System Inquiry Discussion Paper, 1996

COMMONWEALTH OF AUSTRALIA TREASURY, Financial System Inquiry Final Report, (Wallis Report), 1997, in <http://fsi.treasury.gov.au>.

COMMONWEALTH OF AUSTRALIA, SENATE SELECT COMMITTEE ON SUPERANNUATION AND FINANCIAL SERVICES, Prudential Supervision and Consumer Protection for Superannuation, Banking and Financial Services. First Report, 2002

DAVIS, From Where Do We Begin?, Funding Australia's Future Project, Australian Centre for Financial Studies, 2013.

DEL RIO, HOWLETT, Beyond the "Tinbergen Rule" in Policy Design: Matching Tools and Goals in Policy Portfolios, Annual Review of Policy Design, 1/2013

DIVER, The Optimal Precision of Administrative Rules, in Yale Law Journal, 93/1983

FERRAN, BABIS, The European Single Supervisory Mechanism, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 10/2013

FSB, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board, Basel, 2011.

FTI CONSULTING, Volcker, Vickers, Liikanen: Structural Reform of the Banking Sector – Quo Vadis Europe?, January 2014

GOLDSWORTHY, APRA and the Financial System Inquiry, APRA, 2000

GRANT, KIRCHMAIER, KIRSHNER, Financial Tunneling and the Mandatory Bid Rule, European Business Organization Law Review, 10-2009

HIH Royal Commission Report. Statement to the Senate Legislation Committee, June 2003

HILL, Regulatory Responses to Global Corporate Scandals, Sydney Law School Research Paper No. 06/35

HOUSE OF REPRESENTATIVES STANDING COMMITTEE ON ECONOMICS, FINANCE AND PUBLIC ADMINISTRATION, Review of the Australian Prudential Regulation Authority (APRA) – Report: Who Will Guard the Guardians?, 2000

JIANG, ZHENG, Economia cinese e crisi economica, su [www.istalcidedegasperi.it](http://www.istalcidedegasperi.it);

LINCIANO, Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Indicazioni di policy della finanza comportamentale, Quaderni di Finanza Consob 66/2010.

MADDOCK, MUNCKTON, The Future Demand and Supply of Finance, Funding Australia's Future Project, Australian Centre for Financial Studies, 2013

MARSHALL, Citizenship and Social Class, Cambridge, 1949

MCBARNET, After Enron: Corporate Governance, Creative Compliance and the Uses of Corporate Social Responsibility, in AA.VV, Governing the Corporation: Regulation and Corporate Governance in an Age of Scandal and Global Markets, Chichester, 2005

NATIONAL COMPETITION COUNCIL, Compendium of National Competition Policy Agreements, 1998, in [www.ncc.gov.au](http://www.ncc.gov.au).

O'MALLEY, Risk, Uncertainty and Government, 2004

OGUS, Regulation: Legal Form and Economic Theory, 1994

OJO, "Volcker/Vickers Hybrid?": The Liikanen Report and Justifications for Ring Fencing to Separate Legal Entities, 2013

PAGE, Self-Regulation: The Constitutional Dimension, in *The Modern Law Review*, 49(2)/ 1986

PEARSON, Risk and the Consumer in Australian Financial Services Reform, in *Sydney Law Review*, 2006, 28.

RALSTON, JENKINSON, International Linkages: Financial Markets and Technology, Funding Australia's Future Project, Australian Centre for Financial Studies.

RECINE, TEIXEIRA, The New Financial Stability Architecture in the EU, Paolo Baffi Centre Research Paper No. 2009-62, su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); WYMEERSCH, The Institutional Reforms of the European Financial Supervisory System, Ghent University Financial Law Institute Working Paper No. 2010-01

RESERVE BANK OF AUSTRALIA, Financial Stability Department, "The Structure of the Australian Financial System", *Financial Stability Review*, Marzo 2006, in [www.rba.gov.au](http://www.rba.gov.au).

RESERVE BANK OF AUSTRALIA, The Structure of the Australian Financial System, in *Financial Stability Review*, Marzo 2006.

RYAN, THOMPSON, Risk and the Transformation of the Australian Financial System, in Reserve Bank of Australia Conference “The Structure and Resilience of the Financial System”, Agosto 2007.

SCOTT, Regulation in the Age of Governance; The Rise of the Post-Regulatory State, National Europe Centre Paper, 100/2003, ANU.

WORLD BANK, Global Financial Development Report 2013

YEUNG, Securing Compliance: A principle Approach, 2004

YLMAZ, Revisiting The Tinbergen Rule: Use the Macroprudential Tools to Maintain Financial Stability, Banque de France, Financial Stability Review, 15-201