



Giunte e Commissioni

RESOCONTO STENOGRAFICO

n. 8

N.B. I resoconti stenografici delle sedute di ciascuna indagine conoscitiva seguono una numerazione indipendente.

6^a COMMISSIONE PERMANENTE (Finanze e tesoro)

**INDAGINE CONOSCITIVA SULLA CRISI FINANZIARIA
INTERNAZIONALE E SUI SUOI EFFETTI
SULL'ECONOMIA ITALIANA**

54^a seduta: lunedì 22 dicembre 2008

Presidenza del presidente BALDASSARRI

I N D I C E**Documento conclusivo**(Seguito dell'esame e approvazione del *Doc.* XVII, n. 1)

PRESIDENTE	<i>Pag. 3, 5, 6 e passim</i>
* BARBOLINI (<i>PD</i>)	7
* COSTA (<i>PdL</i>)	3
D'UBALDO (<i>PD</i>)	4
LANNUTTI (<i>IdV</i>)	6
* VACCARI (<i>LNP</i>)	7
<i>ALLEGATO (contiene lo schema di documento conclusivo)</i>	9

N.B. L'asterisco accanto al nome riportato nell'indice della seduta indica che gli interventi sono stati rivisti dagli oratori

Sigle dei Gruppi parlamentari: Italia dei Valori: IdV; Il Popolo della Libertà: PdL; Lega Nord Padania: LNP; Partito Democratico: PD; UDC, SVP e Autonomie: UDC-SVP-Aut; Misto: Misto; Misto-MPA-Movimento per l'Autonomia: Misto-MPA.

I lavori hanno inizio alle ore 14,25.

PROCEDURE INFORMATIVE

Documento conclusivo

(Seguito dell'esame e approvazione del *Doc. XVII*, n. 1)

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca il seguito dell'esame di uno schema di documento conclusivo dell'indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale e sui suoi effetti sull'economia italiana, sospeso nella seduta del 17 dicembre scorso.

Comunico che i senatori Barbolini e Costa hanno predisposto un nuovo schema di documento conclusivo che ha recepito i suggerimenti avanzati nella scorsa seduta da parte di vari colleghi. Prego pertanto i colleghi di illustrare brevemente le modifiche introdotte.

COSTA (*PdL*). Do lettura innanzi tutto delle conclusioni del documento: «Non è compito della Commissione esprimere giudizi e censure, né tanto meno la ricerca di responsabilità costituisce il fine di una procedura informativa: va registrata comunque la netta affermazione del Governatore della Banca d'Italia sull'inesistenza in Italia di un »sistema bancario ombra« fondato sulla circolazione fuori bilancio di prodotti tossici; la stessa affermazione è stata fatta dall'ISVAP. Analogamente la Commissione prende atto che la CONSOB non ha registrato condizioni anomale dei mercati né tanto meno situazioni di violazioni di norme e o di regole di condotta, ma esprime tuttavia preoccupazione per il presentarsi di situazioni e comportamenti che avrebbero dovuto suggerire maggiore tempestività, quantomeno al fine di rendere il responsabile politico maggiormente avvertito e consapevole dei rischi incombenti; si prende atto della valutazione, per quanto autorevole e apprezzabile delle associazioni di categoria, bancaria e assicurativa, di sostanziale tenuta del sistema.

La Commissione esprime forte preoccupazione per gli effetti della crisi finanziaria, data la modalità e l'intensità, in termini di perdita di credibilità e affidamento del sistema bancario e finanziario: non può essere sottaciuta l'analogia tra alcune evidenze emerse nel corso degli scandali finanziari degli anni passati e la passività degli operatori rispetto a meccanismi di finanziamento e copertura dei rischi, posti a carico dei risparmiatori in ultima istanza. Certamente il sistema finanziario e bancario italiano presenta aspetti di maggiore solidità e di maggiore capacità di ripresa: tuttavia appare evidente che il ruolo che il sistema bancario saprà e potrà svolgere nel sostenere le imprese e le famiglie nella difficile congiuntura dei prossimi mesi potrà costituire l'occasione non solo per rinsal-

dare il ruolo strutturale nell'economia nazionale, ma anche per ricostruire un rapporto di fiducia incrinatosi nei mesi passati. In particolare nei confronti delle piccole e medie imprese il sistema bancario è chiamato a svolgere un ruolo di sostegno e di accompagnamento delle scelte di investimento in grado di consentire il superamento della difficile congiuntura.

La Commissione peraltro affianca a tale osservazione un esplicito richiamo alla responsabilità degli amministratori e dei *manager* al rispetto di principi etici e deontologici all'altezza del loro ruolo.

In relazione al ruolo e all'attività di controllo e sanzione delle autorità di vigilanza, nella consapevolezza che la dimensione globale della crisi impone la ricerca di nuovi strumenti di regolazione internazionale, la Commissione sollecita la creazione di un organismo di vigilanza e controllo a livello europeo e comunitario.

Allo stato attuale, al fine di contrastare la permanente difficoltà del mercato interbancario, si suggerisce di prevedere una garanzia diretta della Banca centrale europea sulle somme oggetto di scambi nel mercato interbancario, in modo da incrementare la liquidità a disposizione delle banche liberando ulteriori risorse da indirizzare all'economia produttiva.

Infine si sottolinea l'urgenza di una disciplina, che non può non essere comunitaria, che regolamenti l'attività delle agenzie di *rating* nei termini precedentemente illustrati.».

Per quanto riguarda le agenzie di *rating*, do lettura della sola parte modificata: «i conflitti di interesse si sterilizzano rendendoli noti e conosciuti. In particolare va sollecitata una disciplina che imponga alle società di *rating* di separare nettamente in termini organizzativi e gestionali l'attività di analisi e formulazione della valutazione di *rating* da quella di consulenza verso gli emittenti e gli intermediari. Rimane peraltro ancora impregiudicata la questione del ruolo assunto dalle agenzie di *rating* nell'orientare le scelte degli intermediari e degli operatori finanziari, al di là dello stesso conflitto di interesse: l'acriticità dell'utilizzo delle valutazioni è stata frutto anche di una malintesa funzione «oggettiva» di tali organismi, i cui valori sintetici e graduati vanno comunque intesi quale mera indicazione di rischio di fallimento, senza alcuna garanzia circa la non verificabilità dell'evento. In prospettiva quindi le autorità di vigilanza e controllo sui mercati creditizi e finanziari dovranno farsi carico di riproporre soluzioni che riducano il carattere «oggettivo» e indiscusso di tali giudizi.».

D'UBALDO (*PD*). Signor Presidente, vorrei formulare alcune osservazioni. A mio avviso, nello schema di documento vi sono troppe citazioni del Governatore della Banca d'Italia, sembra in qualche misura che lo strumentalizziamo: sarebbe quindi opportuno a mio avviso che le riducessimo. Non vorrei, infatti, che, ad una lettura poco serena, questo fosse individuato come un elemento di uso del prestigio e dell'autonomia del Governatore.

In secondo luogo, c'è un riferimento a mio avviso troppo drastico: si dice infatti che la deregolamentazione ha creato condizioni di squilibrio

finanziario. Ora, questa è l'anima del documento, senza dubbio, però la responsabilità è anche politica nel senso che questa deregolamentazione non è il frutto di una sfrenata intraprendenza degli operatori, perché gli operatori sono stati in qualche misura anche sollecitati. Non mi dilungo in un'analisi che sarebbe a questo punto impropria, ma forse sarebbe più corretto dire che c'è stata in questi anni un'impalcatura fatta di teoria economica, di disegno o comunque di indirizzo politico e di comportamenti conseguentemente sregolati. Peraltro, è un argomento che si ritrova anche nel prosieguo del testo.

Infine, là dove si parla di scindere le funzioni di consulenza e da quelle di *rating*, forse sarebbe opportuno prevedere un qualche elemento rafforzativo per quanto riguarda il *rating* che si dà allo Stato e agli enti locali. Per dirlo in modo molto semplice, ho trovato sempre abbastanza bizzarra l'assegnazione di un *rating* a tali enti, perché alla fine il *rating* di un ente locale è il risultato del suo equilibrio di bilancio, che è fissato per legge: ma allora, dov'è questo margine di *rating*? In realtà si tratta solo di un'utilità che il sistema finanziario vuole avere – facendosi pagare – perché il titolo che gira per l'economia globalizzata in tutte le borse del mondo porta la camicia del *rating* e dunque si può scambiare in automatico. Da questo punto di vista, l'utilità del *rating* è certamente comprensibile, ma sarebbe opportuna a mio avviso una specifica indicazione sulla garanzia che il *rating* assegnato agli enti locali sia attendibile. Del resto, nei fatti, tutti i *rating* sono collocati nella stessa fascia che è attribuita allo Stato, ed è difficile che ci siano *rating* negativi o particolarmente positivi.

PRESIDENTE. Per quanto attiene la prima questione, in realtà i riferimenti al Governatore si trovano nella parte introduttiva, là dove si descrive il lavoro che la Commissione ha fatto e mi paiono appropriati; nelle conclusioni finali mi pare che si faccia riferimento alle autorità di vigilanza, senza fare specifiche riflessioni.

Per quanto riguarda l'osservazione relativa alle società di *rating*, vorrei fare notare al senatore D'Ubaldo che la divisione c'è ma c'è anche l'invito a chi di dovere, quindi al limite anche al Parlamento, a far sì che sia chiaro che si tratta di soggetti privati, che cioè sono *rating* soggettivi e non oggettivi. Questo è il concetto che va in qualche modo esplicitato, anche formalmente. Da ciò deriva il ragionamento sugli enti pubblici. Tuttavia il punto richiederebbe un approfondimento più specifico, anche se condivido quanto precisato nel testo.

In merito alla seconda questione, relativa alla responsabilità dell'indirizzo politico, posso convenire con il senatore D'Ubaldo: non si può prevedere la *deregulation* senza ri-regolamentare, altrimenti i mercati non avranno più regole. È questo il punto: finché la *deregulation* significa sfrondare le mille norme va bene, ma occorre mantenere una cornice di regole, che invece, secondo me, è mancata.

Questo aspetto è specificato nel seguito, ma forse si può inserire anche all'inizio, precisando che a non essere in grado di affrontare la situazione non sono stati solo i mercati, ma anche le istituzioni. Mi riferisco

alle istituzioni a livello internazionale. Deregolamentare va bene, ma occorre indicare le nuove regole che sostituiscono le precedenti.

Passiamo alla votazione.

LANNUTTI (*IdV*). Signor Presidente, rinnovo i complimenti al lavoro eccellente che è stato svolto sia dai relatori, sia dalla Commissione, ma se mi consente vorrei sottolineare due questioni: una sulle agenzie di *rating* e l'altra sulla deregolamentazione.

Mi soddisfa il fatto che in merito alle agenzie di *rating* sia stato inserito ciò che ha affermato anche il senatore D'Ubaldo, cioè che queste agenzie prima emettono giudizi, facendosi pagare dagli stessi soggetti per i quali emettono il *rating*, e poi sembra quasi che siano esenti da responsabilità. Come è stato anche detto in alcuni interventi, la maggior parte delle banche d'affari coinvolte, comprese Fannie Mae e Freddie Mac, erano all'interno delle agenzie di *rating*. Quindi da questo punto di vista mi soddisfa la versione che abbiamo individuato, che sottolinea la necessità di separare i vari soggetti.

L'Italia in realtà può forse far poco, dal momento che tutta l'Unione Europea dovrebbe attivarsi in questo senso, ma il Senato o l'altro ramo del Parlamento potrebbero magari immaginare una mozione sulle agenzie di *rating*: ciò forse potrebbe essere utile per indurre anche gli altri Paesi a riflettere su questo aspetto.

PRESIDENTE. Questo dopo che il Senato metterà all'ordine del giorno la mozione sulle istituzioni internazionali.

LANNUTTI (*IdV*). Certamente, ma lancio questo suggerimento agli altri colleghi, perché vedo che su alcuni aspetti si registra una convergenza tra senatori della maggioranza e dell'opposizione.

Per quanto riguarda la *deregulation* voglio evidenziare un aspetto. La crisi, come abbiamo visto, è partita dall'America, al di là delle responsabilità del Governo Bush o, prima, del Governo Reagan. Desidero lasciare agli atti una lettura di pochissime righe di un articolo di Federico Rampini: «L'America di Franklin Delano Roosevelt esportò un modello universale di regolazione dei mercati, di intervento keynesiano nell'economia, di *welfare state*, di investimenti pubblici nei beni collettivi. (...) Sarebbe troppo comodo, e sostanzialmente inesatto, attribuire questo disastro alla sola amministrazione Bush o alla destra americana. Dai tempi di Ronald Reagan anche larga parte dell'America progressista e democratica è stata soggiogata dall'egemonia culturale del neoliberismo economico. Dalle privatizzazioni, dalla benefica *deregulation* anti-monopolistica, dalla giusta valorizzazione dello spirito d'impresa e del dinamismo dell'economia di mercato, si è scivolati progressivamente verso qualcosa di molto diverso. Si sono stravolti i valori e i principi essenziali del liberalismo, fondato sui contropoteri e l'etica della responsabilità. Si è teorizzata sempre più apertamente la capacità dei mercati di auto-regolarsi. Il potere dell'alta finanza e della grande industria si è annesso le istituzioni che dove-

vano essere le guardiane indipendenti dell'economia, della moneta e del credito. Alla guida dei massimi organi di controllo e di vigilanza sono stati chiamati coloro che dovevano essere controllati e vigilati. Le *Authority* sono diventate succursali subalterne delle *lobby*. (...) È in questo groviglio di conflitti di interesse (...) che affondano le radici antiche del disastro attuale».

Noi abbiamo svolto un lavoro eccellente in questa Commissione, pur con le polemiche che a volte qualcuno di noi ha rivolto alle autorità, che magari non hanno vigilato a sufficienza: mi riferisco soprattutto all'Associazione bancaria italiana, che ci è venuta a raccontare che il sito «Patti chiari» era un progetto serio, tanto che l'hanno rinnovato recentemente. Concludo ringraziando tutti i colleghi, in particolare i senatori Costa e Barbolini, e preannunciando il mio voto favorevole.

VACCARI (*LNP*). Signor Presidente, anche la Lega, nel preannunciare il voto favorevole, si unisce al ringraziamento ai colleghi Barbolini e Costa per il lavoro di sintesi svolto, unito anche al lavoro dei nostri funzionari, che hanno riportato dati importanti dalle audizioni svolte. Un ringraziamento va anche al Presidente per aver stimolato la Commissione su questo lavoro d'indagine.

Il documento conclusivo dell'indagine ci trova d'accordo; pur non potendo essere esaustivo della materia, credo contenga spunti e riflessioni di grande interesse e valore, che potranno portare poi a ulteriori progressi, come anche il Presidente ha ricordato. Nel testo ritroviamo anche alcuni punti che avevamo chiesto di approfondire in maniera più accurata, quindi esprimiamo la nostra soddisfazione per quanto è stato riportato.

Vorrei anch'io tornare sulla concetto di *deregulation*; si potrebbe anche parlare di *new-regulation*, come il sistema *mark-to-market* che, per certi aspetti, si è dimostrato un *boomerang*. Allargheremo lo spettro di analisi, ma la Commissione ha preferito un'impostazione sintetica proprio per indicare le linee guida e cogliere gli aspetti più importanti della vicenda che ha coinvolto il mercato internazionale e il mercato italiano. La nostra attenzione va in particolare alle famiglie e ai cittadini con minor reddito, che si sono visti fortemente penalizzati da ciò che è avvenuto.

BARBOLINI (*PD*). Signor Presidente, ovviamente, avendo contribuito all'elaborazione del testo, ne raccomando l'approvazione. Colgo l'occasione per esprimere anche da parte mia un ringraziamento soprattutto per il lavoro svolto dagli uffici che hanno supportato il senatore Costa e me.

Desidero aggiungere due considerazioni. Ritengo anch'io, come è stato detto, che se arrivassimo a un pronunciamento convergente si concluderebbe un lavoro interessante, che ha già suscitato, credo giustamente, attenzione. Ho visto che in più occasioni si sono citate le audizioni. Il testo al nostro esame, dando compiutezza e organicità al percorso delle audizioni svolte, anche sotto forma di una raccolta dei materiali depositati, potrà costituire anche l'occasione per uno sviluppo di operatività e indica-

zioni più concrete a cui fare riferimento qualora arrivassimo alla discussione in Assemblea sulle mozioni e sulla nuova *governance*.

Forse sarebbe stato opportuno aggiungere, nel punto in cui si parla di un giudizio preoccupato sulle responsabilità sistemiche, le parole: «a partire dal ruolo delle istituzioni americane e internazionali». L'inserimento servirebbe a dare un riferimento alle istituzioni e, quindi, anche una responsabilità di chi ha più perseguito quell'indirizzo. A mio avviso però il testo è già sufficientemente esplicito anche sul fatto che non si tratta solo di un problema di ingegnerie finanziarie e che dietro ci sono anche responsabilità di indirizzo politico.

PRESIDENTE. Certo si deve far riferimento sempre al ruolo delle istituzioni internazionali, ma non regalerei agli americani la primazia perché il nodo è proprio quello. Dentro le istituzioni internazionali, infatti, finora ci sono troppi americani. Questa è la mia valutazione personale. Per essendo amico degli americani, li ritengo troppo miopi da questo punto di vista; lo dico da anni.

Nel preannunciare il mio voto favorevole, sottolineo che l'indagine conoscitiva svolta ha fornito elementi utili per la predisposizione di uno specifico atto di indirizzo al Governo sulla crisi finanziaria internazionale, da sottoporre eventualmente all'Assemblea insieme con la discussione delle mozioni prima richiamate. La Commissione procederà al più presto alla pubblicazione degli atti dell'indagine conoscitiva.

Passiamo alla votazione.

(Il Presidente accerta la presenza del numero legale).

Metto ai voti lo schema di documento conclusivo.

È approvato.

(All'unanimità).

Dichiaro conclusa l'indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale e sui suoi effetti sull'economia italiana.

I lavori terminano alle ore 14,55.

ALLEGATO

**DOCUMENTO CONCLUSIVO SULL'INDAGINE CONOSCITIVA
SULLA CRISI FINANZIARIA INTERNAZIONALE E SUI SUOI
EFFETTI SULL'ECONOMIA ITALIANA APPROVATO DALLA
COMMISSIONE (Doc. XVII, n. 1)**

La dimensione e gli effetti della crisi finanziaria mondiale hanno indotto i Governi, i regolatori e gli operatori a interrogarsi sulla validità dei principi sui quali si regge il rapporto tra regole e funzionamento dei mercati, giungendo a ribaltare il rapporto finora consolidato tra politica e mercato.

È convinzione comune infatti che la stabilità del sistema finanziario e creditizio ha riflessi diretti e immediati sui volumi e sul carattere delle ricchezze delle strutture sociali e quindi è ampiamente giustificata in tale contesto la decisione di utilizzare risorse pubbliche al fine di garantire tale stabilità, con strumenti e misure ritenute fino a pochi mesi fa inappropriate. L'industria finanziaria, creditizia e assicurativa mondiale è sottoposta a una torsione di gigantesche proporzioni, alla fine della quale però è facile individuare un esito che, in ultima istanza, potrebbe rilevarsi salutare: l'attività creditizia e assicurativa tornerà a essere incentrata sulla operatività di tipo tradizionale, mentre l'utilizzo di strumenti finanziari complessi e strutturati ritornerà a ricoprire un ruolo, certamente importante, ma marginale e adeguato alle finalità sussidiarie al buon funzionamento dei mercati per le quali erano state immaginate. Se questo potrà essere l'esito della gravissima crisi, tale prospettiva non esime dal formulare un giudizio preoccupato sulle responsabilità sistemiche, sulle errate scelte dei singoli, sulla debole azione di vigilanza e il mancato operare di meccanismi di controllo in grado di invertire nei tempi adeguati una tendenza che era certo individuabile e verificabile.

In termini generali appare chiaro che la cultura della *deregulation*, fiduciosa nella capacità di autodisciplina dei mercati, impostasi negli USA successivamente e velocemente importata in Europa, in virtù della forza assunta dagli intermediari anglosassoni sui mercati europei e mondiali e del peso avuto dai Paesi di matrice anglosassone nei negoziati per l'emanazione delle regole comunitarie, costituisce lo sfondo politico e normativo entro il quale tale tendenza si è manifestata ed è poi deflagrata.

L'intervento pubblico, emergenziale e straordinario, consentirà di riportare alla normalità le attività del mercato finanziario, ma non può essere scollegato da un'intensa, profonda e incisiva riscrittura delle regole, necessariamente concertata e condivisa a livello internazionale, al fine

di ridurre al minimo fenomeni di *moral hazard*, comportamenti scorretti e violazione di principi etici fondamentali. Non vi è dubbio che oggi sono rimessi in gioco i confini tra mercato e norma, essendo sostanzialmente fallita, in uno dei luoghi sacri' della cultura del mercato che si autoregolamenta, l'idea che le regole dettate dalla legge siano un mero intralcio o espressione di forze contrarie al benessere di tutti. Viceversa, la tutela del risparmio e degli investitori costituirà la stella polare di tali interventi. «Più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza»: nella sua semplicità l'elenco degli obiettivi del Governatore della Banca d'Italia ben sintetizza il programma dei prossimi mesi per uscire dalla crisi. A tale elenco la Commissione aggiunge, doverosamente, un richiamo convinto e esplicito all'intero sistema bancario e finanziario a porre al centro la tutela del risparmio, pena la continua perdita di fiducia e credibilità; allo stesso tempo richiama le autorità di vigilanza e controllo sulla necessità di compiere ogni ulteriore sforzo al fine di garantire pienamente l'affidamento che imprese e risparmiatori ripongono nel sistema bancario e finanziario.

ELEMENTI DESCRITTIVI DELLA CRISI

Fattori strutturali

Nel settore finanziario globale, rispetto al tradizionale assetto basato sull'attività delle banche, è aumentato enormemente il peso dei mercati e degli intermediari non bancari e questo costituisce un elemento fondamentale per spiegare alcuni aspetti della crisi. Non vi è dubbio infatti che la crisi ha origine nel mercato di titoli scambiati dalle banche e dagli altri intermediari finanziari e poi circolati sul mercato, incorporanti i debiti sui mutui immobiliari a rischio. La crisi trova «storicamente» origine nel progressivo deterioramento della qualità dei mutui *subprime* negli Stati Uniti a partire dal 2006. Nel momento in cui l'incremento – immaginato pressoché inarrestabile – dei prezzi degli immobili si è arrestato, il valore dei titoli cartolarizzati è iniziato a scendere, senza che si fosse in grado di chiarire fin dall'inizio la portata sui bilanci delle banche e degli altri intermediari di tale svalutazione.

La successione temporale degli eventi della crisi mostra come essa si sia accelerata e ingigantita a partire da settembre di quest'anno.

Fino a tale data si può sostenere che l'attenzione degli analisti e del mondo finanziario era concentrata sulla valutazione degli effetti della diffusione di titoli direttamente o indirettamente collegati ai *subprime mortgages*. Il fallimento e il successivo intervento pubblico del Regno Unito per la Northern Rock Bank era strettamente collegato ai mutui immobiliari. Il salvataggio delle agenzie parapubbliche statunitensi di gestione dei mutui immobiliari era legato all'andamento del mercato americano. Fino a quel momento il motto «troppo grande per lasciare fallire» aveva guidato le istituzioni americane e aveva caratterizzato il clima prevalente, anche nei mercati finanziari internazionali, nonostante il processo si stesse

avviando verso condizioni di sempre maggiore criticità, esemplificato dall'andamento negativo delle borse mondiali.

Successivamente e segnatamente a partire dal fallimento della banca d'affari statunitense Lehman Brothers il carattere e gli effetti della crisi sono sostanzialmente mutati.

Tale scenario è confermato dalle relazioni della COVIP, della Consob, della Banca d'Italia e dell'Isvap. Il primo organismo non aveva individuato alcuna esposizione di fondi pensione italiani rispetto ai titoli incorporanti *subprime* e ne aveva rilevato il loro coinvolgimento – seppure in misura non rilevante – nella dichiarazione di insolvenza della Lehman Brothers. In tale caso però è emerso con chiarezza che l'applicazione del principio di diversificazione dell'investimento e la sua rispondenza alla teorie economiche abbia garantito il sistema da una flessione diretta del valore dei titoli e dei fondi.

Unanime è stata l'indicazione che il modello «tradizionale» di attività creditizia e assicurativa ha consentito una marginale esposizione diretta verso i titoli incorporanti *subprime*.

Nei mesi precedenti al settembre 2008 le autorità di vigilanza italiane avevano peraltro segnalato l'anomalia della difficile contabilizzazione nei bilanci delle banche e delle altre istituzioni finanziarie della perdita di valore di tutta una serie di prodotti finanziari strutturati e complessi (cda, Otc, obbligazioni derivate con sottostante indici di borsa ecc.): l'anomalia consiste nella non rappresentazione in bilancio di molti strumenti e il loro scambio in mercati non regolamentati, ragion per cui lo stesso Governatore della Banca d'Italia a maggio aveva parlato di un «sistema bancario ombra» fondato sulla circolazione non trasparente di tale tipologia di titoli. Si tratta di un concetto che è stato ribadito anche nel corso dell'audizione. Rispetto all'autorevolezza e alla nettezza di tale allarme, non si può non registrare la mancata adozione di misure volte a contrastare tale tendenza, avendo ben presente che le dimensioni del fenomeno sono certamente più rilevanti in termini internazionali: purtroppo la interconnessione dei mercati e la operatività globale di alcuni soggetti italiani costituisce, in tal caso, un fattore di debolezza.

Occorre tenere presente che proprio l'assenza di informazioni certe dettagliate e incontrovertibili sugli effetti della perdita di valore dei titoli atipici ha indotto progressivamente gli istituti di credito a restringere le possibilità di ricorso al mercato interbancario per raccogliere la provvista necessaria (si ricorda che tale strumento consente normalmente alle banche di eludere gli effetti dell'asimmetria informativa tra prestatori e prestatore di credito e che il costo del denaro sull'interbancario è tradizionalmente stabile). La perdita di valore non contabilizzabile ha ristretto la fiducia reciproca tra gli operatori inducendo comportamenti restrittivi: il tasso di interesse interbancario non ha fatto che segnalare tale condizione anche per il progressivo realizzarsi di condizioni di illiquidità del settore bancario; i corsi azionari delle banche sono stati notevolmente ridotti per le vendite e tale situazione ha ulteriormente ridotto i margini di manovra delle banche. La totale mancanza di liquidità nel sistema bancario si è tra-

dotta in un'operatività anomala sul mercato azionario, unico mercato che ha assicurato condizioni di reale liquidità durante la crisi. Le vendite sui mercati azionari sono divenute strumenti per creare «nicchie» di liquidità e per escussioni più o meno formali di garanzie precedentemente rilasciate. Va tenuto presente, infatti, che la generale illiquidità dei mercati finanziari a controllo non regolamentato (over the counter), nonché la totale mancanza di liquidità del sistema bancario non ha contagiato i mercati regolamentati internazionali, compresi quelli organizzati e gestiti da Borsa italiana.

L'esposizione al rischio Lehman

La Commissione esprime preoccupazione per l'entità finanziaria complessiva del rischio Lehman cui sono esposti operatori, intermediari e risparmiatori italiani. In termini generali si prende atto della circostanza assolutamente eccezionale e impreveduta del fallimento della banca d'affari statunitense esemplificato dall'elevato merito di credito goduto e assegnato fino a pochi mesi prima del default dal gruppo americano. Ciò detto peraltro, rimane il convincimento che la percezione della tendenza verso il default sia stata molto debole, in ritardo rispetto agli eventi e sostanzialmente poco efficace. Pur non essendo un titolo «tossico» o estremamente rischioso considerato di per sé, lo è divenuto certamente nel corso dell'estate 2008, senza che nessuno sia stato in grado di prevenire gli effetti di tale dinamica.

L'esposizione dei risparmiatori al rischio Lehman assume varie forme: acquisto diretto di titoli; acquisto di prodotti del risparmio gestito (fondi comuni, gestioni patrimoniali) che includono tali titoli; sottoscrizione di polizze di assicurazione collegate all'andamento di strumenti finanziari che fanno riferimento al gruppo.

A consuntivo:

gli emittenti italiani hanno dichiarato un'esposizione di circa 120 milioni di euro per titoli derivati e di 13,7 milioni di euro per titoli in portafoglio. Il controvalore dei titoli Lehman nei patrimoni dei fondi comuni è risultato di circa 138 milioni di euro; quello delle gestioni individuali di circa 400 milioni di euro; l'esposizione delle imprese assicurative nei confronti della Lehman ammonta nel complesso a 1,1 miliardi di euro. Il valore dei prodotti assicurativi (essenzialmente polizze index linked) collocati con il prospetto informativo ad investitori al dettaglio aventi come sottostante prodotti finanziari del gruppo Lehman è di oltre 1,6 miliardi di euro.

Secondo la rilevazione avviata dalla Banca d'Italia, presso il sistema bancario italiano (ad esclusione delle banche di credito cooperativo) nei giorni successivi al fallimento della banca americana, alla fine di settembre il valore dei titoli Lehman delle famiglie depositati in custodia presso le banche era pari a circa 1,5 miliardi; aggiungendo i titoli in gestione pa-

trimoniaie e quelli nel portafoglio dei fondi comuni, l'ammontare sale a circa 2,0 miliardi.

La somma di tale esposizione è quindi di circa 4,2 miliardi di euro. Si tratta di importi consistenti, ancorché relativi a comparti diversi, ma che chiamano in causa innanzitutto gli intermediari, bancari e assicurativi, nel sostenere i risparmiatori coinvolti in tale fallimento. Vanno quindi apprezzati gli sforzi delle autorità di vigilanza volti a indurre gli intermediari a farsi carico di tale condizione, così come vanno apprezzate le autonome decisioni di singoli operatori di ristorare per le perdite i propri clienti. Al contempo rimane la convinzione che i risparmiatori sono stati esposti al rischio di investimenti proposti dagli intermediari anche in forza di scelte gestionali che privilegiano e incentivano la collocazione di determinati titoli e strumenti finanziari. Rimane la preoccupazione che complessivamente gli effetti di tale situazione non potranno non risentirsi su una serie di risparmiatori.

Il ruolo dell'assicurazione nei mercati finanziari

Tra le condizioni che permettono al settore assicurativo di svolgere la funzione di copertura dei rischi che i singoli individui o le imprese possono gestire rientra certamente l'ordinato funzionamento dei mercati finanziari. La finanza infatti è uno degli strumenti privilegiati dell'assicuratore, sia nel ripartire il rischio tra gli assicurati garantendo comunque il rimborso degli eventi negativi, sia al fine di investire le riserve tecniche per reperire le risorse necessarie. In tale condizione in un mercato finanziario dominato da ampie oscillazioni l'intermediario assicuratore, interessato a investimenti di lungo periodo, svolge un ruolo di riequilibrio. Ciononostante è apparso evidente nel corso della crisi di questi mesi che il combinarsi di certe regole contabili e i requisiti di vigilanza propri del settore assicurativo possono combinarsi in un meccanismo potenzialmente perverso, fino a divenire pericoloso e destabilizzante per lo stesso sistema.

LE MISURE ADOTTATE

La Commissione esprime il convincimento che occorra distinguere gli interventi posti in essere di fronte ai pericoli di una crisi finanziaria sistemica internazionale e l'analisi di quanto accaduto prima della fase acuta, cercando di individuare le manchevolezze e le deficienze regolatorie, regolamentari e normative, del sistema.

Per quanto riguarda la fase acuta è apprezzabile il coordinamento internazionale e europeo in particolare delle decisioni assunte che vanno certamente nella giusta direzione di riportare equilibrio nel settore creditizio (attesa la non contestata natura strategica del settore rispetto all'economia reale) anche attraverso l'utilizzo di misure eccezionali e straordinarie che hanno riguardato elementi tecnici, ma anche di politica economica strutturale come l'utilizzo di ingenti risorse finanziarie pubbliche sia per

capitalizzare le banche che per provvedere alle risorse che i meccanismi normali di finanziamento non riuscivano più a garantire.

La teoria economica ha sempre messo in guardia i Governi e i regolatori di ammettere ex ante meccanismi di pagamento di ultima istanza per evitare effetti di *moral hazard* che inducono i banchieri a non valutare con la necessaria prudenza il livello di rischio degli investimenti. Al di là di tale considerazione teorica, da un lato emerge la esigenza di allineare il sistema bancario italiano a quello di altri Paesi europei che hanno dovuto capitalizzare diverse banche, dall'altro predisporre le condizioni affinché, in caso di inasprimento ulteriore della congiuntura economica, il sistema bancario sia in grado sostenere adeguatamente le imprese italiane.

Viceversa è forte la preoccupazione che una pluralità di fattori hanno negativamente inciso sull'andamento dei mercati:

1. la mancanza di trasparenza dei bilanci delle banche;
2. le valutazioni non tempestive delle agenzie di rating sul deterioramento delle condizioni economiche degli intermediari,
3. la violazione di regole prudenziali da parte delle banche nell'utilizzazione di strumenti finanziari derivati;
4. la posizione eccessivamente attendistica delle autorità di vigilanza su tali comportamenti al di là delle segnalazione e degli allarmi lanciati in varie sedi e in varie forme;
5. la diffusione praticamente incontrastata di prodotti finanziari, non iscritti a bilancio, di complessa struttura che hanno man mano deteriorato le condizioni degli intermediari.

In sostanza nessuno è stato in grado di individuare l'evoluzione dei mercati, nessuno è stato in grado di individuare con chiarezza i fattori esterni che hanno determinato la choc finanziario.

PROSPETTIVE

Le banche di investimento americane hanno espanso la propria operatività sul mercato europeo, tramite l'insediamento di società – con sede a Londra – che potevano commercializzare servizi e prodotti in tutta Europa fruendo delle possibilità offerte dalle regole del mercato unico (libera prestazione dei servizi e «passaporto europeo»). La normativa comunitaria lascia, infatti, margini di intervento assai limitati alle Autorità dei Paesi ospitanti. È emersa chiaramente la debolezza di una cultura di estese liberalizzazioni che non si basano su alti livelli di armonizzazione, cioè su regole unitarie, chiare e applicate da tutti i Paesi membri in eguale misura e con eguale rigore.

Il cambiamento del quadro macro-economico ha portato alla luce in modo drammatico i pericoli del nuovo modello bancario e, di conseguenza, in particolare, le debolezze dell'assetto regolamentare internazionale.

Si condivide quindi l'osservazione del Governatore della Banca d'Italia, laddove ha sostenuto: «è maturo un ripensamento profondo dell'apparato istituzionale a livello internazionale: Il sistema finanziario è globale. L'integrazione dei mercati internazionali va preservata perché è stata e sarà un fattore fondamentale di sviluppo».

Assetti proprietari delle società quotate

Nelle circostanze attuali è maturata la convinzione dell'opportunità di iniziative di carattere legislativo per consentire all'Autorità di vigilanza, in presenza di motivi di particolare rilevanza e per periodi predeterminati, di richiedere a chiunque informazioni, da rendere anche conoscibili al mercato, sull'azionariato delle società quotate al di sotto del limite di partecipazione stabilito per legge al 2%. Anche in tale ambito l'incremento della trasparenza e dell'informazione appaiono obiettivi migliorabili, anche con il recepimento della direttiva comunitaria sull'identificazione degli azionisti.

Opa

Suscitano, inoltre, nuove preoccupazioni le conseguenze che la situazione del mercato può avere sull'esposizione delle società quotate a tentativi di acquisizioni ostili. Elevate sono, infatti, le limitazioni attualmente imposte dalla normativa nazionale – più restrittive di molti altri Paesi europei – alle capacità di difesa delle società (c.d. *passivity rule*, che impone ai manager della società-bersaglio di non effettuare operazioni che possano ostacolarne l'acquisto); limitazioni legittime e giustificate in contesti ordinari di mercato diversi da quello attuale. La Commissione esprime l'avviso che la disciplina vigente, fortemente orientata a privilegiare le dinamiche del mercato e quindi, in ultima analisi, i detentori di azioni per quote non significative o i piccoli risparmiatori, abbia il pregio di sterilizzare, per quanto possibile le inefficienze del mercato delle quote di controllo, storicamente uno strumento di opacità delle scelte e di penalizzazione degli azionisti di minoranza. Il valore di tale affermazione non scema nel contesto attuale e appare opportuno approfondire gli effetti in termini generali di una minore contendibilità degli assetti proprietari, con il rischio di attenuare la responsabilità degli amministratori e dei *manager* che potrebbero contare sull'affievolimento di un potere essenziale assegnato agli azionisti, in special modo quelli di minoranza, nel caso di un'offerta pubblica di acquisto. Andrebbe viceversa armonizzata la disciplina comunitaria, superando il compromesso al ribasso della direttiva comunitaria, introducendo regole comuni per gli Stati membri in base al principio della tutela del risparmiatore più debole, abbandonando generiche difese di principi extraeconomici (la c.d. italianità dell'impresa). Di converso, non sfugge che in casi di settori strategici che chiamano in causa reali interesse generali e di sicurezza, sia opportuno la previsione

di meccanismi di salvaguardia degli assetti proprietari. Tale riflessione ben si attaglia alla valutazione dell'ingresso nel capitale sociali di investitori particolari quali i fondi sovrani espressione diretta di Stati stranieri. In pratica, la Commissione ritiene opportuno valutare alcune modifiche della disciplina dell'offerta pubblica di acquisto che, senza stravolgerne i principi, rendano maggiormente e tempestivamente coinvolte le assemblee in caso di opa ostile, con attenzione anche al rispetto della clausola di reciprocità in caso di attività di soggetti extracomunitari.

IAS e Solvency II

La Commissione quindi condivide l'affermazione che l'applicazione di alcune regole contabili fissate a livello internazionale sia stata una causa della crisi finanziaria, ragion per cui si condividono le istanze formulate al più alto livello politico di modificare l'applicazione delle raccomandazioni IAS a favore di una maggiore flessibilità nell'applicazione della valutazione a prezzi di mercato secondo le norme internazionali di informazione finanziaria. Non vi è dubbio infatti che la riclassificazione al costo storico di alcuni attivi finanziari scambiati su mercati il liquidi, e in precedenza contabilizzati secondo il principio del valore equo, rappresenti un primo, ma non sufficiente, passo per creare condizioni di parità concorrenziali tra tutte le imprese assicurative nel mondo.

Nella stessa direzione vanno anche le iniziative internazionali volte a modificare le prescrizioni che riguardano il settore assicurativo contenuto nel progetto *Solvency 2*.

La Commissione peraltro esprime la convinzione che occorrerà consentire la traslazione delle modifiche introdotte a livello internazionale anche nella predisposizione dei bilanci di esercizio, attraverso una specifica modifica legislativa.

Agenzie di rating

I doveri di diligenza degli investitori sono stati insufficienti e acritico è stato l'utilizzo delle valutazioni delle agenzie di rating. Queste ultime si sono dimostrate affette da gravi conflitti di interesse nel loro doppio ruolo di valutazione e di consulenza agli emittenti e agli investitori.

La Commissione esprime il pieno appoggio alle iniziative programmate dalla Commissione europea al fine di introdurre una disciplina che imponga piena trasparenza e pubblicità alle agenzie di rating rispetto agli assetti proprietari, e all'esistenza di rapporti, di consulenza o di affari tra le stesse e gli intermediari e gli emittenti. I conflitti di interesse si sterilizzano rendendoli noti e conosciuti. In particolare va sollecitata una disciplina che imponga alle società di rating di separare nettamente in termini organizzativi e gestionali l'attività di analisi e formulazione della valutazione di rating da quella di consulenza verso gli emittenti e gli intermediari. Rimane peraltro ancora impregiudicata la questione del ruolo as-

sunto dalle agenzie di *rating* nell'orientare le scelte degli intermediari e degli operatori finanziari, al di là dello stesso conflitto di interesse: la acriticità dell'utilizzo delle valutazioni è stata frutto anche di una malintesa funzione «oggettiva» di tali organismi, i cui valori sintetici e graduati vanno comunque intesi quale mera indicazione di rischio di fallimento, senza alcuna garanzia circa la non verificabilità dell'evento. In prospettiva quindi le autorità di vigilanza e controllo sui mercati creditizi e finanziari dovranno farsi carico di riproporre soluzioni che riducano il carattere «oggettivo» e indiscusso di tali giudizi.

Per evitare l'utilizzo acritico delle valutazioni, inoltre, si sollecita una revisione degli accordi di Basilea 2 e della disciplina Mifid, al fine di non considerare unicamente il rating esterno come parametro per determinare gli indici di patrimonializzazione delle banche. Occorre riconfermare con forza che le valutazioni delle agenzie sono un servizio reso al mercato, frutto di una professionalità riconosciuta, dietro corrispettivo degli stessi soggetti cui è indirizzata la valutazione e quindi restituire ad esso il valore di un mero elemento privatistico. Eliminare quindi ogni interferenza tra il giudizio emesso e l'azione delle autorità di controllo e vigilanza considerando i giudizi stessi parametri indicativi e non costitutivi di stabilità finanziaria. Sarà lo stesso mercato a depotenziarne il valore.

Nuove regole e nuovi regolatori

La presidenza italiana del G8 per il 2009 costituisce l'occasione per indirizzare al Governo la sollecitazione ad agire in sede internazionale per promuovere una riorganizzazione del sistema economico, monetario e finanziario internazionale e cooperare con i principali Paesi per realizzare un nuovo sistema, sul modello dell'accordo realizzato a Bretton Woods, fondato sul principio di marginalizzare le componenti eccessivamente speculative, e quindi di per sé destabilizzanti, dei mercati finanziari, di restituire al sistema creditizio la funzione di sostegno agli investimenti e allo sviluppo economico; inoltre è essenziale un impegno diretto e costante affinché in tutte le sedi internazionali si affermi un nuovo impianto di regolazione dei mercati finanziari: tale riforma, che costituisce l'intervento pubblico per eccellenza e restituisce alla politica la funzione cardine e insostituibile di indirizzare e regolare le forze del mercato per accrescere il benessere generale e la ricchezza collettiva, dovrà reintrodurre i vincoli derivanti dalla scarsità delle risorse e garantire il rispetto pieno di quei principi di trasparenza, stabilità, adeguatezza, e tutela del risparmio alla base di un ordinato funzionamento dei mercati finanziari.

Nella nuova cornice si inscrivono anche i progetti di creazione di un organismo internazionale in grado di svolgere a livello globale la funzione di pagatore di ultima istanza, nonché quello, in ambito europeo di creazione di un organismo di vigilanza unico sui mercati finanziari. In particolare, si fa più pressante l'esigenza che le innovazioni introdotte dalla direttiva Mifid, ad esempio i sistemi multilaterali di negoziazione, siano

controbilanciati da una supervisione e da un controllo esteso a tutta l'area dell'Unione. Valga per tutti il caso del divieto delle vendite allo scoperto adottato dalla Consob, ma facilmente eluso sia per il limite territoriale di tale decisione, sia per il limite costituito da altri tipi di oggetti di negoziazione, non regolamentati. All'esclusiva competenza della politica monetaria assegnata alla Banca centrale europea andrà dunque affiancata quella in tema di mercati finanziari, attesa la scala come minimo europea e continentale dei soggetti vigilati e degli interessi tutelati.

Banche e imprese

La Commissione ha registrato nel corso dell'audizione dell'ABI la decisa presa di posizione circa la non sussistenza, nel momento in cui si è svolta l'audizione, di necessità di misure pubbliche per ricapitalizzare le banche italiane: viceversa appare meritevole di considerazione che le banche italiane siano state in grado di affrontare la crisi con maggiore efficacia dei *partners* europei. L'intervento del Governo con i decreti-legge n. 155 e n. 157 del 2008 appare quindi una misura di salvaguardia tanto più efficace in termini di stabilità quanto meno si farà effettivo ricorso ad essi: nessuna banca fallirà e nessun risparmiatore e depositante perderà i propri risparmi. Si è trattato di una misura urgente e necessaria, che ha apprestato le contromisure, chiarito le mosse future, nell'auspicabile prospettiva che tutto «l'armamentario» rimanga inutilizzato.

Le misure di emergenza adottate hanno scongiurato effetti di destabilizzazione; occorre ora affrontare il nuovo e forse ancora più difficile aspetto che sta assumendo la crisi e cioè il contagio, forte e violento, alle fonti di finanziamento delle imprese.

L'economia reale già presentava forti segnali di rallentamento, causati anche dalla fiammata inflazionistica registrata nei mesi scorsi per la crescita dei prezzi delle materie prime. Rallentano fortemente i ritmi di espansione della economia mondiale e quelli dell'area euro in particolare. La fase fortemente recessiva dell'economia mondiale sta assumendo caratteri e intensità fortemente preoccupanti. La situazione italiana è vieppiù aggravata dai ristretti margini di manovra della finanza pubblica. In tale contesto la decisione del Governo di proporre l'ampliamento delle opzioni a disposizione delle banche per eventuali esigenze di patrimonializzazione si colloca temporalmente e logicamente dopo i citati decreti-legge n. 155 e n. 157, per investire la questione ormai prevalente del sostegno all'economia reale alle prese con una fase di forte recessione.

Si tratta però di questioni che si intersecano con la crisi finanziaria propriamente detta e decritta in precedenza. Siamo fuori dal settore finanziario e occorrerà intervenire su diversi piani, non ultimo quello fiscale, per dare sostegno all'economia. Obiettivo degli interventi è stato quello di arginare gli effetti sul mercato azionario di una crisi che ha la sua origine e il suo epicentro altrove, nel sistema dell'intermediazione bancaria. Ulteriori provvedimenti che incidano sull'operatività del mercato do-

vranno essere concordati a livello internazionale, considerando che i dati disponibili evidenziano per il nostro Paese rischi anche inferiori a quelli che emergono in altri mercati. Paradossalmente si può sostenere che l'Italia ha retto meglio l'impatto della crisi finanziaria, ma rischia di essere indebolita in maniera rilevante dalle conseguenze per l'economia reale, in una situazione di necessità finanziaria. I punti di forza rimangono gli stessi: tessuto produttivo flessibile e orientato verso l'export, basso tasso di indebitamento delle famiglie e alto tasso di risparmio. Per tali motivi la Commissione sollecita, anche attraverso l'utilizzo della leva fiscale, l'azione anticiclica della politica di bilancio, con l'adozione di misure di sostegno alla domanda di beni di consumo e di investimento. Infine non vanno sottaciuti i possibili effetti positivi dell'avvio di sistemi di quotazione dedicati alle PMI come quelli delineati dalla Borsa italiana con il mercato AIM.

Conclusione

Non è compito della Commissione esprimere giudizi e censure, né tanto meno la ricerca di responsabilità costituisce il fine di una procedura informativa: va registrata comunque la netta affermazione del Governatore della Banca d'Italia sull'inesistenza in Italia di un «sistema bancario ombra» fondato sulla circolazione fuori bilancio di prodotti tossici; lo stessa affermazione è stata fatta dall'Isvap. Analogamente la Commissione prende atto che la Consob non ha registrato condizioni anomale dei mercati né tanto meno situazioni di violazioni di norme e o di regole di condotta, ma esprime tuttavia preoccupazione per il presentarsi di situazioni e comportamenti che avrebbero dovuto suggerire maggiore tempestività, quantomeno al fine di rendere il responsabile politico maggiormente avvertito e consapevole dei rischi incombenti; si prende atto della valutazione, per quanto autorevole e apprezzabile delle associazioni di categoria, bancaria e assicurativa, di sostanziale tenuta del sistema.

La Commissione esprime forte preoccupazione per gli effetti della crisi finanziaria, data la modalità e l'intensità, in termini di perdita di credibilità e affidamento del sistema bancario e finanziario: non può essere sottaciuta l'analogia tra alcune evidenze emerse nel corso degli scandali finanziari degli anni passati e la passività degli operatori rispetto a meccanismi di finanziamento e copertura dei rischi, posti a carico dei risparmiatori in ultima istanza. Certamente il sistema finanziario e bancario italiano presenta aspetti di maggiore solidità e di maggiore capacità di ripresa: tuttavia appare evidente che il ruolo che il sistema bancario saprà e potrà svolgere nel sostenere le imprese e le famiglie nella difficile congiuntura dei prossimi mesi potrà costituire l'occasione non solo per rinsaldare il ruolo strutturale nell'economia nazionale, ma anche per ricostruire un rapporto di fiducia incrinatosi nei mesi passati. In particolare nei confronti delle piccole e medie imprese il sistema bancario è chiamato a svol-

gere un ruolo di sostegno e di accompagnamento delle scelte di investimento in grado di consentire il superamento della difficile congiuntura.

La Commissione peraltro affianca a tale osservazione un esplicito richiamo alla responsabilità degli amministratori e dei *manager* al rispetto di principi etici e deontologici all'altezza del loro ruolo.

In relazione al ruolo e all'attività di controllo e sanzione delle autorità di vigilanza, nella consapevolezza che la dimensione globale della crisi impone la ricerca di nuovi strumenti di regolazione internazionale, la Commissione sollecita la creazione di un organismo di vigilanza e controllo a livello europeo e comunitario.

Allo stato attuale, al fine di contrastare la permanente difficoltà del mercato interbancario, si suggerisce di prevedere una garanzia diretta della Banca centrale europea sulle somme oggetto di scambi nel mercato interbancario, in modo da incrementare la liquidità a disposizione delle banche liberando ulteriori risorse da indirizzare all'economia produttiva.

Infine si sottolinea l'urgenza di una disciplina, che non può non essere comunitaria, che regolamenti l'attività delle agenzie di *rating* nei termini precedentemente illustrati.