

Massimo Miola

Le cartolarizzazioni e la crisi dei mercati finanziari

(ODC – Roma, 20 giugno 2009)

Indice: 1. *Il trasferimento del rischio di credito mediante cartolarizzazioni nell'attuale assetto dei mercati finanziari.* – 2. *I principali fattori di distorsione.* – 3. *I rimedi sul piano della vigilanza prudenziale.* – 4. *I prodotti strutturati originati dalle cartolarizzazioni e la disciplina dei mercati OTC.*

1. – *Il trasferimento del rischio di credito mediante cartolarizzazioni nell'attuale assetto dei mercati finanziari.* Se il mercato finanziario può considerarsi a pieno titolo posto all'epicentro della crisi che ha colpito il sistema finanziario globale, si può ben dire che le cartolarizzazioni bancarie abbiano costituito la molla scatenante, al punto da potersi parlare di quella odierna come della crisi in particolare di queste ultime, il che impone di esaminare quale sia il futuro di tali operazioni ed addirittura se per esse esista ancora un futuro.

E' indubbio che negli anni recenti si è assistito ad impieghi estremi della tecnica delle cartolarizzazioni, grazie alla simbiosi che si è realizzata tra di esse ed il ricorso a prodotti finanziari strutturati e sempre più sofisticati, frutto a loro volta delle ampie possibilità di articolazione dei contenuti e di computo dei valori, offerte dalla matematica finanziaria. Si assiste dunque al passaggio dalla tradizionale struttura dell'operazione a partire dagli anni Settanta, consistente nell'emissione delle c. d. *asset-backed securities (ABS)*, con riferimento in particolare alla cartolarizzazione di mutui ipotecari e dunque a *mortgage asset-backed securities (MABS)*, a configurazioni estreme caratterizzate dall'effettuazione di cartolarizzazioni multiple, attraverso l'ormai ben noto fenomeno dell'emissione di *collateralized debt obligations (CDO)*, consistente nella sostanza nel «reimpacchettamento» di titoli derivanti da precedenti operazioni di

cartolarizzazioni e dunque in *ricartolarizzazioni*, meccanismo capace di riprodursi ad ulteriori livelli (*squared CDO*).

Ulteriori contorni dei recenti fenomeni sono costituiti dal ricorso diffuso ai *credit default swaps (CDS)*, che, impiegati in senso lato come tecnica di trasferimento del rischio di credito, nel caso di specie risultano sostanzialmente intrecciati, pure se formalmente distinti, all'emissione di *CDO*, attraverso la costruzione di *CDO sintetici*, con i quali in sostanza si mira a realizzare una copertura del rischio di credito connesso alle operazioni di cartolarizzazione, e dunque alla copertura del rischio connesso agli *assets* cartolarizzati. Ultimo tassello di tali operazioni è il ricorso, da parte delle banche o degli altri intermediari che fungono da *originator*, alla costituzione di *special investment vehicles (SIV)* e di altri *veicoli fuori bilancio*, quali i *conduit*, che si rendono acquirenti dei prodotti strutturati emessi dalle banche, mirando in questo modo, come diremo in seguito, alla moltiplicazione degli impieghi delle proprie attività..

L'interrogativo che sorge immediatamente, da un esame, pure se sommario della vicenda, è quello se le evoluzioni, anche patologiche, qui accennate, possano in qualche misura ritenersi intrinseche al modello della cartolarizzazione: in altri termini, se esse siano in qualche modo contenibili attraverso una più accentuata regolamentazione, senza al contempo comportarne il sostanziale abbandono; dunque, se esistano alternative ad una generalizzata, e sotto certi aspetti eccessiva, rinuncia alle opportunità offerte dall'innovazione finanziaria.

In effetti, risultano coinvolti nelle operazioni in esame una varietà di profili, che, combinati tra di loro, hanno attribuito alla crisi una portata dirompente. Le cartolarizzazioni ed i loro eccessi possono essere esaminate sia sotto il profilo della disciplina di *vigilanza prudenziale* relativa ai vari intermediari che intervengono nell'operazione, sia sotto quello dei prodotti emessi, e dunque della disciplina concernente *la loro emissione ed il loro collocamento*, e più in generale della regolamentazione dei mercati finanziari in cui essi vengono emessi e negoziati.

In aggiunta, occorre tenere conto delle differenze, più o meno estese, intercorrenti in ordine a questi aspetti tra l'ordinamento

statunitense, in cui la crisi ha avuto origine, e quelli europei, dove invece essa si è propagata anche in conseguenza della stretta interconnessione dei mercati: distinzioni, queste, che in qualche modo sono tenute in conto e cercano di essere corrette, nell'approccio al tema da parte dei veri organismi, nazionali e sopranazionali, che cercano di delineare i futuri tratti di una regolamentazione della finanza globale.

Volendo collocare sistematicamente l'odierno dibattito sulle cartolarizzazioni, occorre prendere quale punto di riferimento la diffusione, a partire dagli Stati Uniti, del modello *originate to distribute (OTD)*, quale peculiare modalità di disintermediazione bancaria, a sua volta espressione della spinta alla massiccia utilizzazione da parte delle banche di tecniche di mitigazione del rischio di credito, favorite da una congiuntura economica caratterizzata da bassi tassi di interesse e da accresciuta liquidità e quindi da una forte propensione all'investimento.

In questo quadro, le cartolarizzazioni si pongono a pieno titolo quale istituto destinato per sua natura ad intrecciare le finalità di trasferimento del rischio di credito con quelle di moltiplicazione della liquidità. Le condizioni di liquidità del mercato, e la conseguente tendenza all'incremento di valore degli *assets* cartolarizzati, specie se l'applicazione del principio *mark to market* impone di attribuire ad essi il loro valore crescente di mercato, forniscono incentivi all'accresciuto utilizzo della leva finanziaria nella politica degli impieghi da parte degli intermediari finanziari.

Sul piano normativo, questo modello di operatività si è adattata pienamente alla configurazione assunta dal mercato finanziario statunitense agli inizi del Duemila, per effetto della riforma del *Glass-Steagall Act* del 1933, ad opera del *Gramm-Leach-Bliley Act* del 1999, che ha comportato l'eliminazione delle barriere precedentemente frapposte tra le *commercial banks* e le *investment banks*. Barriere, come è noto, predisposte quale risposta alla crisi del 1929, al cui verificarsi la commistione tra tali due tipologie di attività della banche aveva non poco contribuito, al punto che la rinnovata soppressione, con l'adozione in sostanza anche negli Stati Uniti del modello della *banca*

universale, aveva fatto da taluni paventare il rischio, poi realizzatori, del prodursi di una nuova grande crisi.

Alla base di questa soluzione va posta l'esigenza delle *commercial banks* di eliminare le limitazioni alla loro operatività sui mercati finanziari, onde sfruttare in pieno il processo di deregolamentazione in atto, nonché la diffusa innovazione tecnologica posta alla base della creazione di prodotti strutturati sempre più sofisticati. In sostanza, può dirsi che l'integrazione tra banche e mercato finanziario, e, più specificamente, le modalità con cui essa è avvenuta e le cui prime avvisaglie si sono avute nei *crack* di *Enron* e *Worldcom*, si collocano alla base della nascita del modello OTD.

Si assiste in sostanza al riconoscimento della centralità assunta dai mercati finanziari, che conduce nei fatti alla creazione di un sistema bancario ombra (*shadow banking system*), alimentato in particolare dalle cartolarizzazioni e dai veicoli fuori bilancio, ed attraverso il quale le banche possono *sfruttare le modalità operative dei mercati finanziari* per eliminare il rischio di credito ed allentare i vincoli di vigilanza, in particolare in ordine all'applicazione dei coefficienti patrimoniali. La disciplina dei mercati finanziari diviene quindi un'area attività attraverso cui le banche possono realizzare degli arbitraggi normativi ed ottenere agevolazioni.

I vantaggi teorici complessivi del sistema per le banche consistono nell'aumento di redditività e nella riduzione del rischio di *default*: va tenuto conto, infatti, del fenomeno di creazione di valore che si realizza attraverso l'impiego delle tecniche di finanza strutturata, e dunque attraverso i meccanismi di ricartolarizzazione accompagnati da una suddivisione in *tranches* dei titoli emessi – di regola, secondo la classificazione di *junior*, *mezzanine* e *senior* – in rapporto alla graduazione dei diritti attribuiti ai portatori sugli *assets* sottostanti e quindi nella sopportazione delle perdite, la cui consistenza concreta, in quanto tali titoli sono a loro volta rappresentativi dell'originaria cartolarizzazione e dei corrispondenti *assets*, finisce per essere difficilmente accertabile.

Le operazioni di ricartolarizzazione comportano dunque una *riclassificazione ed una risistemazione del rischio di credito* tra i portatori il cui risultato finale è quello di una moltiplicazione dei titoli con *rating*

AAA, che dà luogo ad una sorta di piramide rovesciata: il valore degli strumenti di finanza strutturata è più elevato degli *assets* sottostanti (es. mutui ipotecari, operazioni di credito al consumo, di *LBO*, ecc.), pure se le *performances* dei primi dovrebbero dipendere strettamente dal valore dei secondi. E' questo il fenomeno della *ovecollateralization*, per effetto del quale il valore delle *tranches senior* dipende dalle probabilità di *default* che colpisce quelle di grado inferiore. Il valore dei titoli viene fissato quindi secondo un calcolo di probabilità, in cui il rischio di *default* viene parametrato su eventi catastrofici tra cui in particolare, neanche a farlo apposta, la crisi del 29'.

Va quindi segnalato il ruolo centrale rivestito dalle agenzie di *rating* nel provocare la crisi, in considerazione della loro scarsa dimestichezza nelle dinamiche dei cicli economici e nella valutazione dei prodotti strutturali, stante il loro maggiore rischio di volatilità rispetto a prodotti finanziari più elementari: questo dipende, da un lato, dalla scarsa esperienza storica da parte delle agenzie di *rating* e dalla *complessità delle valutazioni richieste*; e, dall'altro, dalla scarsa liquidità dei titoli strutturati emessi nelle operazioni di cartolarizzazione, come nel caso dei famigerati *CDO*, onde la difficoltà di effettuare una valutazione secondo il criterio *mark to market*, onde il ricorso a valutazioni teoriche.

Ne consegue la mancata valutazione del rischio di liquidità, connesso alla struttura dei mercati di tali titoli, a cui devono aggiungersi i ben noti e più generali problemi di indipendenza e di conflitti di interessi delle agenzie di *rating*, con il risultato dell'emissione di prodotti il cui valore e le cui caratteristiche sono già uniformati *a priori* ad un dato obiettivo di *rating*.

2. *I principali fattori di distorsione.* Le tecniche di cartolarizzazione incidono non poco nell'amplificare i fattori di distorsione insiti nel modello *originate to distribute*. Basti considerare i conflitti di interessi che si possono radicare tra i val intermediari che intervengono in tali operazioni e gli investitori, nonché gli incentivi perversi ad esse sottesi.

Le cartolarizzazioni, infatti, consentono l'allentamento degli oneri di monitoraggio del rischio di credito assunto dalla banca, in

confronto ad altre tipologie di impiego dell'attivo, attraverso la deroga o quanto meno la attenuazione degli *standards* qualitativi nella gestione del suddetto rischio a favore dell'utilizzo di dati prevalentemente quantitativi costituiti dal sempre più elevato numero ed ammontare delle operazioni, con effetti sulle modalità di svolgimento della funzione di *risk management*. Inoltre, è proprio l'intervento di numerosi intermediari, unitamente all'opacità dei prodotti strutturati, a rendere difficile la valutazione del rischio di credito in essi incorporato.

E' emblematico in questo panorama la questione della *formazione dei prezzi* dei prodotti strutturati derivanti dalle operazioni di cartolarizzazione, in considerazione della loro scarsa liquidità. Si pensi alle conseguenze dell'applicazione del criterio di valutazione fondato sul *mark to market*, e dell'effetto prociclico che esso è in grado di produrre. Tale criterio dovrebbe riflettere il valore a cui un *asset* o un debito può essere attualmente negoziato tra parti consapevoli: tuttavia, vi è il rischio che questo non valga nel caso di strumenti illiquidi, quali i prodotti strutturati ed i CDS. In questi casi, infatti, il *fair value* dovrebbe corrispondere all'ipotetico valore di tali titoli laddove esistesse per essi un mercato.

Da qui gli effetti perversi, scaturenti dal crollo di valore degli *assets* cartolarizzati, riscontrabili in strutture complesse rispetto alle quali diviene difficile o impossibile calcolare il grado e la stessa allocazione del rischio di credito. E' emblematico il ruolo svolto sull'andamento della crisi dall'indice ABX, che era stato introdotto nel 2006 proprio durante il crollo di valore dei mutui *subprime*, e la cui repentina riduzione di valore ha inciso notevolmente sul crollo generalizzato di valore degli strumenti strutturati.

Il criterio del *mark to market* produce in questi casi maggiori inefficienze rispetto a quello del costo storico, in quanto distorce le informazioni disponibili su *assets* illiquidi ed introduce un rischio di volatilità che non deriva dai fondamentali, bensì dagli stessi criteri di valutazione adottati. Si tratta in sostanza dell'effetto di destabilizzazione dei valori così calcolati, provocato dalla sopravvenuta illiquidità dei mercati di riferimento, con conseguenti possibilità di avviare crisi sistemiche. La riduzione del valore dei titoli

al di sotto del flusso di redditività dei cespiti sottostanti rischia, infatti, di produrre per le banche perdite di liquidità, in considerazione dell'indissolubile legame che si viene in questo modo a creare tra la raccolta di liquidità e l'andamento dei mercati, con conseguenze per l'intero sistema bancario e sui titoli di tali categorie ancora in portafoglio delle banche ed iscritti nei loro bilanci.

Ulteriori risvolti sono connessi all'ampio ricorso nelle cartolarizzazioni all'utilizzo di *CDS*, attraverso i *CDO sintetici*; ovvero, all'utilizzazione di tecniche di *credit enhancement* quali la prestazione di garanzie esterne a copertura del rischio di credito corso dai portatori, da parte di assicurazioni c. d. *monoline*. Emergono infatti gli eccessivi rischi assunti dagli intermediari, a seguito della vendita di *CDS* ovvero della prestazione di coperture assicurative, senza adeguata protezione, anzi finendo per escludere radicalmente la ricorrenza di un rischio: tutto ciò sullo sfondo di una vigilanza prudenziale scarsamente adeguata. Ne è discesa la difficoltà di fornire effettivamente ai beneficiari la protezione accordata attraverso i *CDS*, in conseguenza del repentino e generalizzato crollo dei valori dei titoli stessi, come è dimostrato dal dissesto della *AIG* scatenato dalla impossibilità di onorare l'enorme massa di *CDS* collocati sul mercato da tale intermediario. Tali situazioni si sono riflesse sulle banche, a causa dell'insufficiente gestione, in questo modo realizzata, del rischio di controparte.

Le modalità con le quali è stato realizzato il processo di disintermediazione e la mancata tenuta dei meccanismi di vigilanza derivano dai connotati della crisi, che pure se partita dal mercato finanziario si è *riflessa pesantemente sui bilanci delle banche*, per effetto della massiccia riduzione di valore dei titoli da esse detenute. In particolare, la moltiplicazione degli impieghi del patrimonio attivo e quindi l'elevato ricorso alla *leva finanziaria* è stato realizzato attraverso un diffuso sfruttamento dei margini lasciati scoperti dall'accordo di *Basilea 2* – nonostante esso sia entrato pienamente in vigore nel 2008 – al computo dei coefficienti patrimoniali richiesti nel caso di ricorso ad operazioni di cartolarizzazione ed alla costituzione a tale fine di *veicoli fuori bilancio*, quali le *SIV*, per di più dislocati in paradisi fiscali, con l'obiettivo di sfruttare ulteriori arbitraggi normativi.

In questo modo i vantaggi ed i rischi collegati all'esonero dal consolidamento di tali veicoli ed alla conseguente mancata emersione del loro indebitamento, come dimostrato già clamorosamente nel *crack* della *Enron*, si uniscono ai vantaggi sul piano della disciplina di vigilanza, ed in specie del rispetto dei *coefficienti patrimoniali*, attraverso la spinta al migliore sfruttamento possibile degli stessi. Infatti, secondo l'attuale disciplina di vigilanza le voci fuori bilancio si traducono in *assets* totalmente privi di rischio ai fini dei coefficienti patrimoniali, a condizione che sia provata l'assoluta autonomia del veicolo dalla banca che lo ha originato.

Tuttavia lo stesso sistema *originate to distribute* incontra a monte dei limiti, in relazione al permanere di una certa percentuale del rischio di credito inerente alle cartolarizzazioni in capo alle banche *originator*. Infatti, le banche sono solite trattenere, o acquistare successivamente, una percentuale dei titoli *CDO senior* nei loro bilanci, che nelle grandi banche può raggiungere un ammontare sino al 47%. Questo in considerazione dei vantaggi scaturenti dal disporre all'attivo di titoli forniti di *rating AAA*: ai fini del computo del rischio di mercato, si richiede, infatti, per essi un patrimonio di vigilanza dimezzato rispetto ad altri titoli.

A questo si aggiungono l'ipotesi in cui la banca conceda la *copertura del rischio di credito* connesso ai titoli cartolarizzati in circolazione, il che può comportare per le stesse un'ulteriore assunzione di rischi; nonché quella della detenzione di rischi nella fase di preparazione e di contabilizzazione della cartolarizzazione, e le ipotesi in cui il trasferimento del rischio di credito non sia realizzato, come avviene per il finanziamento di operazioni di *LBO* e di negativa riuscita dell'operazione, che di conseguenza continua a gravare sul bilancio della banca. In questi casi, può dirsi che le banche continuano a risentire del rischio, al punto che esso in sostanza, uscito dalla porta, rientra dalla finestra, ovvero, più tecnicamente, che il sistema vada più correttamente definito come «*originate and pretend to distribute*».

Ancora, fattori di rischio sono costituiti dall'opzione, concessa ai veicoli a tale fine costituiti, quali le *SIV*, di beneficiare di una *provvista di liquidità* a loro favore, realizzata attraverso l'apertura di linee di credito. Si attiva, in questo modo, un ulteriore meccanismo di

finanziamento a breve termine delle operazioni di ricartolarizzazione, consistente nell'emissione di *commercial paper*, con il quale si realizza un'inversione del tutto anomala del ciclo di scadenze. Infatti, la banca effettua una raccolta a breve a fronte di attività a lunga scadenza, quali sono quelle relative agli *assets* cartolarizzati, ad esempio i mutui ipotecari, con l'obiettivo di sfruttare le potenziali differenze positive tra i profitti ottenuti dai titoli detenuti in portafoglio e l'indebitamento assunto a loro fronte.

Tale tecnica rientra tra le principali cause di *illiquidità del mercato*: infatti, le *SIV* si comportano di fatto come delle banche, pure se da esse sono separate solo formalmente, e quindi beneficiano dell'esonero dal rispetto dei coefficienti patrimoniali. Esse scontano, tuttavia, un *rischio di liquidità molto elevato*, e questo specie in conseguenza della riduzione di valore di titoli detenuti in portafoglio e della loro illiquidità, a sua volta conseguenza del ridotto valore dei cespiti sottostanti, accompagnato dall'assunzione di passività ben oltre venti volte il capitale proprio: per conservare la liquidità, pertanto, le banche sono costrette periodicamente a nuove raccolte di fondi, onde rimborsare i precedenti portatori dei titoli.

Queste prassi riecheggiano il noto schema *Ponzi* applicato all'intermediazione finanziaria (*Ponzi finance*), ritornato di attualità negli Stati Uniti con il caso *Madoff*, e vi è chi ha prefigurato il rischio di trasformazione dell'intero sistema finanziario statunitense in una colossale applicazione di tale meccanismo, ove si consideri il ruolo svolto, in prossimità della crisi, dalla disponibilità degli investitori a sottoscrivere, attraverso le cartolarizzazioni, strumenti strutturati, con la conseguente assunzione del rischio di credito, e così consentire in sostanza ad altri soggetti, spesso indigenti, di continuare ad indebitarsi stipulando mutui ipotecari, ovvero ottenendo credito al consumo, o prestiti d'onore, ecc. In particolare nel settore dei mutui ipotecari, lo schema *Ponzi* era rinvenibile nel meccanismo di rifinanziamento dei mutui per consentire il pagamento delle rate sempre più elevate, il quale poteva funzionare sino a che il mercato fosse in crescita: da qui le conseguenze della crisi scaturente da un mercato alimentato preminentemente da mutui a soggetti non abbienti.

3. *I rimedi sul piano della vigilanza prudenziale.* Un punto centrale che emerge dal dibattito sulla crisi è quello della necessità di regolamentazione dello *shadow banking system* e dunque dall'esigenza di evitare le *crisi sistemiche* provocate dallo sfruttamento di arbitraggi normativi. Da qui la prospettiva dell'introduzione di una *regolamentazione macroprudenziale*, che si accompagni a quella microprudenziale, in modo da evitare buchi normativi ed i rischi corsi dal sistema bancario per effetto di altri intermediari non adeguatamente regolati ma con esso strettamente interconnessi, come è il caso delle *SIV* e dei *conduit*, ma anche, al di fuori dei profili qui trattati, degli *hedge funds* e delle imprese di assicurazione (G 20).

A questo riguardo, occorre tenere conto delle differenze tra la regolamentazione vigente negli Stati Uniti, caratterizzata da un significativo frazionamento degli organi di controllo, che ha favorito il prodursi di *aree di esonero dalla vigilanza* per una porzione del sistema finanziario costituendo fattore scatenante della crisi, e quella vigente in ambito europeo ed in particolare in Italia, in cui è prestata maggiore attenzione all'ampliamento degli intermediari inclusi nel perimetro della vigilanza ed alle esigenze di vigilanza consolidata, conseguenti all'introduzione della *banca universale*, attraverso la sottoposizione anche degli intermediari del mercato mobiliare a vigilanza prudenziale. Distinzioni, queste, che non sono servite ad impedire il propagarsi della crisi, in virtù della profonda interconnessione tra i mercati.

Se vi è quindi un impianto comune per banche ed imprese di investimento, per quanto riguarda la formazione di un patrimonio di vigilanza, resta la questione del computo dei *coefficienti patrimoniali* in rapporto alle varie tipologie di rischi assunti, e dunque la necessità di adeguare questi ultimi in modo da tenere conto della più estesa *operatività delle banche sul mercato finanziario*. Dalla crisi è emersa la scarsa adattabilità dei coefficienti patrimoniali delle banche, secondo *Basilea 2*, a tale operatività, ed in particolare la necessità di accentuare il controllo sul rischio di liquidità, assolutamente carente nello *shadow banking system*. In ambito comunitario, questa funzione di vigilanza macroprudenziale è destinata ad essere svolta dall'*European System*

Risk Board, con funzione di analisi, identificazione dei rischi e raccomandazioni verso gli organismi nazionali.

Il ruolo centrale svolto dalla disciplina di vigilanza prudenziale nel prevenire i rischi di credito e di mercato scaturenti dalla operazioni di cartolarizzazione emerge sia A): in relazione all'effettivo raggiungimento dell'obiettivo di *mitigazione del rischio di credito* da parte della banca che si pone come *originator* di tali operazioni, sia B) in ordine al rischio assunto a seguito del *successivo acquisto di titoli cartolarizzati* o di operazioni di copertura.

Quanto al primo profilo, si richiede quindi di fissare criteri di valutazione in ordine al *trasferimento del rischio di credito*, e dunque delle condizioni in presenza delle quali è consentito alla banca di beneficiare di una riduzione dei coefficienti patrimoniali a fini di vigilanza. In particolare, il rischio di credito è ritenuto non essere trasferito in misura significativa, quando non vi è uno scostamento significativo tra i coefficienti patrimoniali richiesti precedentemente e successivamente alla cartolarizzazione, secondo una valutazione rimessa all'autorità di vigilanza. Inoltre, va tenuto conto del caso di un supporto anche implicito della banca *originator* che *garantisca* la SIV, attraverso obblighi di finanziamento o l'assunzione di rischi: anche in questo caso la cartolarizzazione non viene considerata idonea a consentire modifiche, rispetto ai coefficienti patrimoniali richiesti per l'ipotesi di attività non oggetto di cartolarizzazione.

In particolare, meritano approfondimento, accanto ai poteri della vigilanza bancaria in caso di scostamento dai coefficienti patrimoniali, gli obblighi a carico degli *esponenti aziendali* nella misurazione di tali rischi e quindi del livello di esposizione agli stessi da parte dell'intermediario. Si allude dunque al ruolo, tutto da valutare, svolto dai meccanismi di *corporate governance* adottati dalle banche e dagli altri intermediari finanziari nella funzione di controllo dei suddetti rischi e più in generale nella funzione di *compliance*, ed emerge la possibile sottoposizione a responsabilità degli organi gestori e di controllo, per l'incidenza da essi svolta sull'aggravamento della presente crisi: si pensi all'artificioso sfruttamento dei margini anzidetti offerti dalla normativa di vigilanza nel computo dei requisiti patrimoniali.

Questi criteri valgono in gran parte anche per l'ipotesi *sub B*), in cui conta la vigilanza, anche sul piano della *correttezza dei comportamenti*, nel prevenire i rischi connessi all'acquisto ed all'iscrizione in bilancio di titoli strutturati provenienti da operazioni di cartolarizzazione. Emergono, infatti, gli *obblighi di vigilanza gravanti a vari livelli sugli organi di amministrazione e di controllo* in ordine all'operato delle *strutture aziendali*, nell'acquisto di titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione. Ciò soprattutto se le filiali, anche di grandi banche, non dispongono di strutture idonee a valutare con attenzione il grado di rischio insito in tali titoli. E va anche tenuto conto della tendenza degli esponenti della banca a fare affidamento a tale fine prevalentemente sul *rating*, piuttosto che esaminare altri dati, quali in particolare risultanti dai prospetti dell'operazione, con l'obiettivo anche di ridurre i costi di monitoraggio; oppure, si tratta di emissioni in ambito internazionale, rispetto alle quali singole banche di ridotte dimensioni si trovino a detenere successivamente un certo quantitativo di titoli.

Vi è uno stretto collegamento con la politica di *incentivi e remunerazioni* in ordine al collocamento di dati prodotti, anziché di altri: incentivi rivolti a massimizzare i volumi di attività di collocamento rispetto alla qualità dei titoli offerti. Si tratta di disciplinare un sistema che opera a tutti i livelli dell'organizzazione bancaria, partendo dai semplici *traders* (v. il caso della *Société Générale* in Francia), sino ad arrivare ai vertici societari e che, in quanto volto a realizzare profitti a breve termine, spinge in vista di tale obiettivo anche all'assunzione di rischi eccessivi.

Da qui la necessità di passare ad un meccanismo di remunerazione basato sulle *performance* di lungo periodo, in specie scaturenti dagli *assets* cartolarizzati, con possibile riduzione o restituzione degli emolumenti già versati in caso di valutazioni inattendibili. In questo quadro si inserisce la proposta di consolidare le *SIV* ed i *conduit* nel bilancio dell'*originator*, in modo che le *performance* possano emergere da tale bilancio. Sarebbe questo uno strumento per incentivare i *brokers*, e gli altri intermediari che intervengono in erogazione di mutui ed in cartolarizzazioni, ad impiegare *standards* più elevati di

monitoraggio della qualità di operazioni: e ciò sotto la scure della riduzione o della restituzione delle provvigioni.

Nel quadro delle iniziative per un trattamento più rigoroso delle esposizioni connesse con operazioni di cartolarizzazione, modellato sulla sostanza economica dell'operazione, si inserisce la fissazione dei requisiti patrimoniali delle cartolarizzazioni bancarie, con l'obbligo dell'*originator* (e dello *sponsor*) di trattenere una *quota percentuale del 5% del rischio ad essi inerente*, che si intende introdurre con una modifica delle Direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, in particolare per quanto riguarda i fondi propri della banca, e l'introduzione nella prima di un nuovo art. 122-*bis*. L'obiettivo è quello di spingere l'*originator* ad applicare a tali operazioni il medesimo *standard* di valutazione del rischio di credito previsto per operazioni di erogazione del credito destinate a *permanere nel patrimonio della banca*, con la conseguenza, in caso di mancato rispetto della previsione, di non potere beneficiare dell'effetto di trasferimento del rischio.

Il criterio si presenta di difficile applicazione e tale da condurre alla ricerca di arbitraggi normativi. Tuttavia, la proposta di una normativa di contenuto strettamente corrispondente negli Stati Uniti aiuta alla formazione in materia di un *level playing field*. A questo si aggiunge l'introduzione, per effetto di una ulteriore proposta di modifica delle Direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, in particolare per quanto riguarda i requisiti patrimoniali per il portafoglio di negoziazione e le ricartolarizzazioni, di un ulteriore art. 122-*ter*, che prevede per le ricartolarizzazioni particolarmente complesse l'applicazione, ai fini del calcolo del patrimonio di vigilanza, di un *fattore di ponderazione estremamente rigoroso*, nella misura del 250%.

A questo si aggiunge l'obbligo di inserire apposite informazioni sui rischi connessi ad *operazioni fuori bilancio*, sino al punto di prevedere che gli stessi *stress tests* devono tenere conto di esposizioni fuori bilancio. In sostanza, si mira a ridurre gli incentivi per le banche a conservare fuori bilancio le esposizioni a rischio.

Da segnalare anche l'accelerazione nell'elaborazione di *standards* contabili ed informativi sui veicoli fuori bilancio da parte dello IASB, con una tendenza a convergenze con il FASB e culminato con la pubblicazione nel giugno 2009 del *Financial Accounting Statements* n.

166 e 167, a seguito dei quali taluni veicoli creati dalle banche non potranno più essere esonerati dal consolidamento.

Gli interventi in tema di cartolarizzazione si inseriscono in quelli più generali rivolti a correggere e contenere la *prociclicità* del sistema finanziario scaturente da *Basilea 2* e dalle relative regole sui requisiti patrimoniali delle banche a fini di vigilanza. Tali regole, in quanto assecondano il ciclo economico, comportano una tendenza alla *riduzione dei requisiti di capitale* in periodi di crescita del credito, con conseguente contributo alla accentuazione della fase espansiva del credito; al contrario, gli accantonamenti crescono in periodo di recessione, e questo in quanto tali obblighi scattano solo in presenza di perdite verificate, comportando un ulteriore fattore di contrazione.

Anche la valutazione del rischio di credito, che avviene a seconda delle categorie di impiego delle attività, aumenta a sua volta l'effetto prociclico, in quanto la ridotta capacità di credito incrementa i rischi di capitale, e questo comporta una ulteriore contrazione del credito.

Da qui la necessità di introdurre *regole anticicliche* le quali, da un lato, attraverso modifiche dei principi contabili internazionali, consentano alle banche di tenere conto anche delle perdite solo attese, nel calcolo dei requisiti patrimoniali; dall'altro, costituiscano delle *riserve di capitale (buffer)* aggiuntive rispetto ai requisiti patrimoniali minimi nei periodi di espansione economica e quindi di riduzione dei rischi, destinate ad essere utilizzate nei periodi in cui le perdite sono maggiori, pure se con incertezze sulle modalità, flessibili o vincolanti, alla cui stregua andrebbero calcolati i *buffer* patrimoniali. A questo si affiancano correttivi per prevenire l'assunzione di rischi eccessivi e quindi l'abnorme incremento della *leva finanziaria*.

Un ruolo decisivo è poi affidato alla *gestione del rischio di liquidità*, attraverso l'introduzione di una disciplina generale in materia che conduca a parametrare operazioni attive e passive ed a fornire stime attendibili dei rischi e della liquidità disponibile in rapporto a situazioni di *stress*. In questa situazione, emerge la prospettiva di estendere il *prestito di ultima istanza* anche rispetto ad operazioni del mercato mobiliare: è questa la soluzione che viene ipotizzata per la *FED*, quanto meno a favore anche di intermediari non bancari che siano sistemicamente importanti, e che si prospetta di applicare anche

rispetto alla *BCE*, e consistente in questo caso nell'acquisto di titoli sul mercato al fine di evitarne il crollo e di frenare il panico degli investitori.

La garanzia di liquidità dovrebbe servire a bilanciare le sempre maggiori difficoltà nel calcolo del relativo rischio, in relazione alla molteplicità delle situazioni in grado di incidere sulla stessa, cartolarizzate o meno, e dalla sua dipendenza non solo dalla raccolta di fondi ma anche dalla negoziabilità dei titoli, oltre che ad essere destinato ad aumentare proprio in relazione alla trasformazione delle scadenze.

Rispetto a queste esigenze, vale osservare che si è mostrato certamente in controtendenza il legislatore italiano, che con il d. lgs. 303/06 ha eliminato il controllo della Banca d'Italia previsto dall'art. 129 t.u.b. sulle *emissioni di strumenti finanziari* e quindi anche su quelli inerenti ad operazioni di cartolarizzazione e ricartolarizzazione, controllo che, in quanto rivolto ai profili quantitativi delle emissioni, era chiaramente orientato a fini di liquidità.

4. *I prodotti strutturati originati dalle cartolarizzazioni e la disciplina dei mercati OTC.* L'altro pilastro della disciplina delle cartolarizzazioni è costituito dalla disciplina dei mercati in cui i prodotti strutturati vengono emessi e negoziati, ed in questo ambito delle tutele offerte agli investitori, profili anche rispetto ai quali emergono significative esigenze di riforma.

Il punto di partenza è costituito dalle *modalità di negoziazione* dei prodotti strutturati connessi alle cartolarizzazioni, in quanto, avvenendo nei mercati OTC, ed in particolare nella sottospecie costituita dai *mercati di derivati OTC*, esse non sono regolamentate, o lo sono in modo assai scarso. Si tratta, infatti, di mercati operanti in via telematica e quindi con trattazione decentralizzata dei titoli: in essi viene quindi riservato ampio spazio all'autoregolamentazione ed un ruolo fondamentale nel loro funzionamento è svolto dagli stessi emittenti.

Ulteriori conseguenze derivano dall'essere tali prodotti prevalentemente *non standardizzati*: questo favorisce, nel caso di titoli negoziati individualmente e privatamente, l'incontro tra specifiche

controparti, in genere banche, e quindi apre la strada ad operazioni ritagliate sulle specifiche esigenze dei clienti; d'altro lato, ne discende la mancanza della concentrazione delle operazioni in un efficiente sistema centralizzato di compensazione (*central clearing house*). Tutto questo amplifica i rischi, di controparte, di liquidità e sistemico, insiti negli strumenti negoziati in tali mercati, in conseguenza della difficoltà di conoscere l'esposizione complessiva su un singolo strumento per effetto della mancata concentrazione degli scambi.

Le modalità di funzionamento dei mercati *OTC* hanno inciso in modo significativo sulla produzione di quei *deficit* informativi che sono stati tra le cause scatenanti della crisi. Infatti, non tutti i rischi connessi alle operazioni di cartolarizzazione sono stati adeguatamente esposti, anche a causa della *complessità dei prodotti strutturati* e dalle clausole che accompagnano la loro emissione. E questo tenendo conto della funzione che dovrebbe essere svolta dall'informazione, per superare le asimmetrie tra *l'originator* e gli altri intermediari che intervengono nell'operazione, da un lato, e gli investitori, dall'altro, nonché della elevata possibilità di *manipolazioni* insita in tali mercati. In essi le informazioni sono di difficile acquisizione e presentano elevati rischi di dispersione, anche in considerazione dell'allungamento della catena dipendente dai vari livelli di cartolarizzazione.

Le informazioni disponibili vengono talora «perse» proprio a causa della *complessità e dei diversi livelli* in cui la complessiva fattispecie si distribuisce, oltre che delle varie tipologie di strumenti presenti ai singoli livelli. Ne consegue che gli investitori in *CDO*, e negli ulteriori prodotti strutturali originati dalle ricartolarizzazioni dei primi, non sono in grado di conoscere la consistenza né di fare valutazioni sugli *assets* sottostanti, ad esempio, i mutui ipotecari, che sono in partenza oggetto di cartolarizzazione; ed uguali difficoltà sussistono ai livelli successivi.

Le informazioni così disponibili, scarse ed incomplete, incidono in particolare in modo anomalo sulla *formazione dei prezzi*. Mentre i prezzi degli strumenti finanziari dovrebbero in via generale riflettere anche il livello di informazioni accessibili, il quale dovrebbe essere direttamente proporzionale al grado di complementarietà dei prodotti

e costituire quindi il rimedio offerto da un mercato efficiente rispetto alla complessità dei prodotti che vengono in esso trattati, raggiungere questo obiettivo risulta oltremodo difficile nel caso delle cartolarizzazioni. Accanto a quanto affermato circa la mancanza di mercati liquidi e di formazione di prezzi di riferimento, deve aggiungersi che molti *CDO* e *CDO sintetici* sono emessi tramite *collocamenti privati*, il che impedisce la formazione di un mercato secondario. Di qui anche il valore assorbente assunto dal *rating*, nel supplire ad una informazione carente, e di converso la necessità di evitare un monopolio nell'informazione.

Le carenze, o quanto meno lo squilibrio, derivano anche dal tradizionale esonero negli Stati Uniti degli strumenti derivati negoziati nei mercati *OTC* dalla applicazione della *securities regulation*, ed è evidente che il ruolo suppletivo attribuito o acquistato dalle agenzie di *rating* risulta inversamente proporzionale all'efficienza della regolamentazione dei mercati. E' quindi necessario evitare l'incoraggiamento alla diffusione del *rating* come tecnica di tutela degli investitori alternativa a quella offerta dagli organismi di vigilanza, in particolare con riferimento all'informazione: da qui l'esigenza di una progressiva eliminazione dagli ordinamenti delle norme c.d. *rating-based*.

La particolarità delle operazioni di cartolarizzazione e dei prodotti strutturati emessi nel loro ambito rende altrimenti inidoneo distinguere, sul piano della informazione, a seconda della tipologia di investitori coinvolti, ed in particolare del trattarsi o meno di *clienti al dettaglio*: l'informazione si rende necessaria anche a favore degli investitori professionali e in questo senso dispone la disciplina italiana, la quale impone la redazione del *prospetto informativo*, sia pure con semplificazioni, anche per le emissioni di titoli nelle operazioni destinate a costoro (art. 2 l. 130/99).. Vi è quindi una deroga alla disciplina di diritto comune della sollecitazione all'investimento, in quanto non vi sono destinatari in via di principio da essa esonerati

In questo quadro divengono centrali le proposte di regolamentazione dei mercati *OTC*, pure nella estrema vischiosità della materia considerato che i criteri di regolamentazione si scontrano spesso con la *competizione tra le piazze finanziarie*, nelle quali avviene

prevalentemente la negoziazione di tali prodotti e con l'interesse a stabilire nell'Eurozona un sistema centralizzato di compensazione onde favorire lo sviluppo di tali mercati, a cui dovrebbe affiancarsi il compito della BCE di fornire liquidità in caso di *default*.

L'alternativa di fondo riguarda il *livello di regolamentazione* idoneo per tali mercati, e dunque se sia opportuno giungere per essi al medesimo livello dei mercati già regolamentati, ma con il rischio di provocare un drastico ridimensionamento delle operazioni di finanza strutturata oltre ad incoraggiare la ricerca di arbitraggi regolamentari, ovvero, come sembra preferibile e risulta spesso trasparire dal dibattito in materia, fissare la regolamentazione ad un *livello intermedio*, che consenta di rafforzare l'efficienza degli stessi senza comportare di fatto il loro assorbimento nei mercati tradizionali. A questo si aggiunge l'esigenza di concentrare l'attenzione sui mercati *OTC* che si sono rivelati *sistemicamente rilevanti*, vale a dire quelli dei titoli strutturati, da un lato, e dei *CDS*, dall'altro; altri derivati, infatti, non sono coinvolti nella crisi, come è il caso degli *interest rate swaps*, che pure rappresentano l'80% della transazioni su tali mercati.

Le più recenti proposte statunitensi (la *Financial Regulatory Reform* del giugno 2009), tuttavia, fanno pensare ad una massiccia regolamentazione di tali mercati, che proprio in quell'ordinamento avevano conosciuto il maggiore livello di deregolamentazione: basti considerare che alla sottrazione dal controllo della *SEC*, in favore di quello della *CFTC*, nonostante le loro crescenti dimensioni rispetto a quelli ufficiali, che conducono a parlare di una piramide rovesciata, sino a giungere alla *completa deregolamentazione* del settore dei derivati *OTC* intervenuta nel 2000, accompagnata dall'esonero dal controllo della *SEC* sulle transazioni su *swaps* avvenuta ad opera del *Gramm-Leach-Bliley Act* del 1999. In tali proposte si assiste, infatti, ad una radicale svolta, che in nome della standardizzazione propone la sottoposizione a regolamentazione di tutti i derivati *OTC*, e quindi di regolamentare anche i derivati non standardizzati, al fine di evitare elusioni, con gli obiettivi di (a) prevenire i rischi sistemici connessi a tali mercati (b) evitare i rischi di manipolazione in tali mercati (c) promuovere la trasparenza (d) evitare negoziazioni a carattere

inadeguato con controparti inconsapevoli. Analoghi obiettivi sono espressi dal *Financial Stability Forum*.

L'intervento regolamentare, tra i punti salienti, è destinato a realizzarsi attraverso modifiche al *Securities Act* e al *Commodities Exchange Act*, con l'introduzione di obblighi di registrazione delle operazioni e la regolamentazione di tutti i *dealers*, nonché di un sistema centralizzato di compensazione dei derivati standardizzati, e questo quale rimedio all'insufficienza di capitalizzazione e di regolamento del rischio di controparte. A questo vanno aggiunti i rinnovati compiti attribuiti alla *FED* in ordine alla supervisione sui sistemi di pagamento, liquidazione e compensazione tra banche ed altri intermediari, nonché al finanziamento della liquidità del sistema.

In sintesi, si assiste ad un processo di *graduale avvicinamento* tra i mercati *OTC* e quelli regolamentati, fondato sull'uniformazione delle relative discipline, pure se i rispettivi organi di controllo rimangono distinti, e ciò in vista dell'obiettivo che prodotti similari siano sottoposti a regole equivalenti, evitando che siano negoziati in mercati differenti: in altri termini, per la necessità di evitare, così come per gli intermediari, che anche per la distribuzione dei prodotti degli arbitraggi normativi.

Venendo al quadro europeo, anche in esso si registrano iniziative in materia, anche se di minore respiro (da ultimo, la *Comunicazione* della Commissione CE del 20.10.2009), e comunque in esso emerge, quanto meno in via astratta, una maggiore spinta alla ricomprensione dei mercati non regolamentati e dei prodotti strutturati nella disciplina di matrice comunitaria, in specie in seguito alla *MIFID*.

E' da rilevare tuttavia che proprio la *MIFID*, nel consentire l'organizzazione e la gestione di mercati alternativi a quelli ufficiali (*trading venues*), apre la strada alla diffusione in ambito europeo di mercati *OTC*. Soluzione che peraltro sembra anche in controtendenza in confronto alle forti limitazioni ipotizzate dalla *SEC* rispetto alle piattaforme di investimento «*off-exchange*» (*dark pool*), che consentono lo scambio di grandi quantitativi di titoli con garanzia di anonimato e senza indicazione dei prezzi degli scambi.

In concreto, inoltre, si pone la questione dei limiti all'applicazione del nostro ordinamento, ed a monte della stessa disciplina della

MIFID, in presenza di prodotti strutturati negoziati sui mercati *OTC*, ricorrendo spesso in tali casi una *scelta convenzionale* dell'ordinamento ad opera delle parti, in considerazione del carattere tendenzialmente transnazionale delle operazioni di cartolarizzazione.

Quanto agli spazi per l'applicazione della *disciplina di diritto interno*, di cui alla l. 130/99, e di conseguenza alla sottoposizione del collocamento dei titoli emessi in tale ambito alla disciplina del TUF, essi sono di fatto ristretti alle operazioni domestiche: restano salvi gli spazi che si offrono alla luce del diritto internazionale privato, nonché, in particolare, la possibile ricomprensione delle operazioni di emissione nella convenzione di Roma che, per i contratti di emissione e di collocamento degli strumenti finanziari, prevede in mancanza di una *lex contractus* determinata dall'accordo della parti il criterio funzionale della *prestazione caratteristica*, e quindi dell'ordinamento dove ha sede l'emittente.

Problemi particolari si presentano altresì nell'ipotesi di articolazione dell'operazione in *tranches* distinte destinate a paesi differenti, e delle banche italiane che si pongono quali *sponsor* di *conduit* o di *SIV*, operando nell'emissione o nel collocamento distinguendosi dalla società veicolo. In questi casi, emerge la possibile sottoposizione di tali operazioni alla *disciplina italiana*, qualora la legge applicabile non offra una tutela analoga, e sempre che si tratti di prodotti standardizzati. Nel caso di prodotti non standardizzati, viceversa, sorgono difficoltà per il loro collocamento, non essendo essi negoziabili nel mercato secondario: per essi si può sostenere che il momento dell'emissione si identifichi con quello della conclusione del contratto.

Più a monte, occorre tenere conto della tendenza alla progressiva eliminazione delle aree esonerate dall'applicazione della disciplina della sollecitazione all'investimento, come è dimostrato del resto, su di un altro piano, dalla soppressione dell'esonero per i *prodotti finanziari emessi da banche ed imprese di assicurazione*, ai sensi dell'art. 25-bis Tuf: dunque, nel caso di sollecitazione e di collocamento di prodotti emessi da banche, si può ipotizzare la ricomprensione in tale disciplina della vendita dei prodotti strutturati, effettuata in sede di emissione.

Nel caso in cui l'emissione di titoli nelle operazioni di cartolarizzazione sia sottoposta al TUF occorrerà tenere conto delle *regole di condotta*, in particolare in tema di trasparenza, rispetto alle operazioni con la clientela al dettaglio. A tale riguardo, criteri più elastici derivano dalla MIFID, in tema di regimi applicabili a seconda della categoria di investitore, e quindi in particolare vi è la possibilità per gli investitori professionali di richiedere l'applicazione della tutela più elevata offerta alla *clientela al dettaglio*. In altri termini, si prospetta l'applicazione del sistema di ascensori delineato dalla MIFID alla situazione di squilibrio degli operatori locali rispetto ai prodotti strutturati offerti da grandi banche estere.

A questo va aggiunta la tutela offerta dall'art. 100-bis Tuf nel caso di *ulteriore circolazione di prodotti finanziari emessi all'estero*, ad un investitore non professionale, che consente un controllo sulle varie fasi che si collocano a valle dell'impacchettamento del prodotto e prima ancora dell'iniziale emissione delle sue singole componenti.

Ulteriori esigenze in tema di informazione e di obblighi di comportamento si presentano nel collocamento ad investitori al dettaglio di prodotti emessi in operazioni di cartolarizzazione. In questo ambito si pone la comunicazione Consob del 2 marzo 2009, sul *collocamento di prodotti illiquidi*, emanata nell'ambito della disciplina di livello III di attuazione della MIFID, e che prende le mosse da un documento del CERS sul grado di informativa da fornire al mercato in presenza di strumenti complessi in mercati illiquidi. Si tratta di una raccomandazione, come tale *non vincolante* per i soggetti vigilati, ed avente la finalità di uniformare l'applicazione della disciplina sostanziale, ma la cui osservanza spontanea da parte dell'operatore lo pone al riparo dalla sottoposizione a sanzioni amministrative.

L'ambito di applicazione della raccomandazione si estende ai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, ai prodotti derivati ed alle obbligazioni, nel loro insieme caratterizzati dal produrre ostacoli o limitazioni agli investitori nello smobilizzo entro un dato ambito temporale, con conseguente sottoposizione ad un *rischio di liquidità*, oppure che riflettano una pluralità di interessi nelle operazioni di acquisto e rivendita, e pure se formalmente riferito al

collocamento di prodotti illiquidi, è da ritenersi che riguardi ogni servizio di investimento nell'interesse del cliente.

L'obiettivo è quello di mirare alla *creazione di una liquidità nel mercato secondario*, pure in mancanza di mercati regolamentati e quindi nell'ambito di strutture bilaterali. Di qui la previsione secondo cui la banca emittente si obbliga al riacquisto dei titoli a condizioni di prezzo predeterminato, sulla base di criteri corrispondenti alla fissazione dei prezzi nel mercato primario e non con riferimento ad una specifica situazione.

A questo si aggiungono i doveri di informazione rafforzata, in funzione di correttivo dell'illiquidità, che consistono nell'informazione contenuta nel prospetto informativo sulle condizioni di liquidità e sui criteri di determinazione del prezzo degli strumenti finanziari, realizzata attraverso simulazioni sulla valutazione degli stessi prima e dopo il collocamento. Rientra sul piano dell'informazione specifica la scomposizione dei criteri di calcolo del *fair value* ed il conteggio dei costi di strutturazione dell'operazione, cui si accompagna una rendicontazione periodica sul *fair value* e sul valore di realizzo.

Va poi tenuto conto che, qualora il derivato o il titolo strutturato vengono ritagliati su misura del cliente, grazie all'assistenza fornita dall'intermediario in sede di strutturazione dell'operazione, divenga imprescindibile l'applicazione del *principio di adeguatezza* previsto per il caso di svolgimento del *servizio di consulenza*. E' necessaria a tale fine una valutazione non sintetica del livello di rischio in rapporto al cliente ed al prodotto, con riferimento alle specifiche caratteristiche dell'investimento, ed in cui l'illiquidità è destinata a svolgere un ruolo determinante: vi è infatti il rischio che il giudizio di adeguatezza, ove riferito a singoli prodotti, finisca per essere relegato all'applicazione ad un investitore con reale esperienza.

In questo quadro si inserisce, altresì, la rilevanza della *durata per i prodotti illiquidi*, la quale non dovrebbe superare le esigenze e l'orizzonte temporale del cliente, in quanto una mancata informazione sul punto impedirebbe l'effettiva valutazione del rischio di liquidità del titolo.

Bibliografia

ARNER, *The Global Credit Crisis of 2008: Causes and Consequences*, in *Intern. Lawyer*, 2009, 101 ss.; AVGOULEAS, *Financial Regulation, Behavioural Finance and the Global Credit Crisis. In Search of a New Regulatory Model*, reperibile su <http://ssrn.com/abstract=1132665>; BEBCHUK, *Buying Troubled Assets*, Harvard University, John Olin Discussion Paper Series, n. 636, 4/2009, reperibile su <http://ssrn.com/abstract=1392808>; BETHEL-FERRELL-HU, *Legal and Economic Issues in Litigation Arising from the 2007-2008 Credit Crisis*, Harvard University, John M. Olin Discussion Paper Series, 10/2008, reperibile su <http://ssrn.com/abstract=1096582>; CANNATA-QUAGLIARIELLO, *The role of Basel II in the subprime financial crisis: guilty or not guilty*, CAREFIN Working Paper, 3/09, reperibile su <http://ssrn.com/abstract=1330417>; COMMISSIONE CE, *Comunicazione relativa ai prodotti di investimento al dettaglio preassemblati*, COM(2009) 204, Bruxelles, 30.4.2009; COMMISSIONE CE, *Comunicazione relativa ai prodotti di investimenti preassemblati al dettaglio*, COM (2009) 204, Bruxelles, 30.4.2009; Commissione CE, *Ensuring safe, efficient and sound derivative markets*, COM (2009) 332, Brussels, 3.7.2009; Commissione CE, *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets: Future policy actions*, COM (2009) 563, Bruxelles, 20.10.2009; COMMISSIONE CE, *The High Level Group on Financial Supervision in the EU*, Chaired by Jacques de Larosière, Bruxelles, 25 february 2009; COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEMS, *Ratings in Structured Finance: What Went Wrong and What can be Done to Address Shortcomings?*, CGFS Papers n. 32, July 2008; CONSOB, *Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009, Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*; CONSOB, *Intervento del Presidente Lamberto Cardia su "Crisi dei mercati tra diagnosi e terapia"*, Università di Cagliari, 2 ottobre 2009; DEPARTMENT OF TREASURY, *Financial Regulatory Reform. A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, 17 giugno 2009, reperibile su www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf; DICKINSON, *Credit Default Swap: So Dear to Us, So Dangerous*, Fordham University School of Law, Working Paper, november 2008, reperibile su

<http://ssrn.com/abstract=1315535>; FASB, Financial Accounting Statements No. 166, *Accounting for Transfers of Financial Assets*, and No. 167, *Amendments to FASB Interpretation No. 46(R)*; FERRAN, *Capital Markets Openness After Financial Turmoil*, Working Paper, 15 luglio 2009, reperibile su <http://ssrn.com/abstract=1436143>; FINANCIAL SERVICE AUTHORITY, *The Turner Review. A Regulatory Response to the Global Credit Crisis*, reperibile su www.fsa.gov.uk; FINANCIAL STABILITY BOARD, *Overview of Progress in Implementing the London Summit Recommendations for Strengthening Financial Stability*, Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders, 25 September 2009; FINANCIAL STABILITY FORUM, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 April 2008; FINANCIAL STABILITY FORUM, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience. Update on Implementation*, 2 April 2009; FINANCIAL STABILITY FORUM, *FSF Principles for Sound Compensation Practices*, 2 April 2009; G 20, WORKING GROUP 1, *Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency*, Final Report, March 25, 2009; GELPERN, *Financial Crisis Containment*, in *Connect. L. Rev.*, vol. 41, 2009, p. 495 ss.; GOODHART, *The Regulatory Response to Financial Crisis*, CESifo Working Paper n. 2257, marzo 2008, reperibile su ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1113002; HAZEN, *Filling a Regulatory Gap: It is Time to Regulate Over-the Counter Derivatives*, UNC Legal Studies Research Paper No. 1338339, reperibile su <http://ssrn.com/abstract=1338339>; IOSCO, *Unregulated Financial Markets and Products*, Consultation Report, May 2009; KETTERING, *Securitization and its Discontents: The Dynamic of Financial Product Development*, in *Cardozo L. Rev.*, vol. 29, 2008, p. 1553 ss.; LINCIANO, *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza ed opzioni di intervento per le Autorità di vigilanza*, Quaderni di finanza della Consob, n. 62, settembre 2008; LUCAS-GOODMANS-FABOZZI, *Collateralized Debt Obligations and Credit Risk Transfer*, Yale ICF Working Paper n. 07-06, reperibile su <http://ssrn.com/abstract=997276>; MCCOY-PAVLOW-WACHTER, *Systemic Risk Thought Securitization: The Result of Deregulation and Regulatory Failure*, in *Conn. L. Rev.*, 2009, p. 493 ss.; ONADO, *La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori*, in *Banca, impr. soc.*, 2009, p. 5 ss.; POSER, *Why the SEC Failed: Regulators*

against Regulation, Brooklin Law School, Legal Studies Research Paper, n. 132, February 2009; ROUBINI, *Ten Fundamental Issues in Reforming Financial Regulation and Supervision in a World of Financial Innovation and Globalization.*, 31 marzo 2008, Reperibile su www.rgemonitor.com; SCHWARCZ, *Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown*, in *Minn. L. Rev.*, 2008, p. 373 ss.; ID., *Systemic Risk*, 97 in *Geo. L. Jour.*, 2008, p. 193 ss.; ID., *The Future of Securitization*, Duke Public Law & Legal Theory Research Paper Series, n. 223, novembre 2008, reperibile su <http://ssrn.com/abstract=1300928>; ID., *Too Big to Fail: Recasting the Financial Safety Net*, reperibile su <http://ssrn.com/abstract=1352563>; ID., *Understanding the "Subprime" Financial Crisis*, in *South Caroline L. Rev.*, 2009, p. 549 ss.; ID., *Risk Distribution in the Capital Markets: Credit Default Swaps, Insurance and a Theory of Demarcation*, in *Fordham J. Corp. & Fin. L.*, 2007, p. 167 ss.; SHADAB, *Guilty by Association? Regulating Credit Default Swap*, reperibile su <http://ssrn.com/abstract=1368026>; STOUT, *How Deregulating Derivatives Led to Disaster, and Why Re-Regulating Them Can Prevent Another*, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 09-13, 2009, reperibile su <http://ssrn.com/abstract=1432654>; ID., *Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives*, in *Duke L. Jour.*, vol. 42, 1999, p. 701 ss.; TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giur. comm.*, 2009, I, p. 116 ss.; TEDESCHI, *La disciplina dei prodotti finanziari illiquidi*, settembre 2008, in www.dirittobancario.it; TYMOIGE, *Securitization, Deregulation, Economic Stability, and Financial Crisis*, The Levy Economics Institute of Baird College, Working Paper n. 573.1. august 2009, reperibile su <http://ssrn.com/abstract=1458408>; ID., Part. II, *Deregulation, Financial Crisis, and Policy Implications*, Working Paper n. 573.2, August 2009, reperibile su <http://ssrn.com/abstract=1458413>; UNTERMAN, *Innovative Destruction – Structured Finance and Credit Market Reform in the Bubble Era*, in *Hasting Bus. L. Jour.*, 2009, p. 53 ss.; VASUDEV, *Default Swaps and Director Oversight: Lessons from AIG*, Conference on "Risk Management and Corporate Governance", October 1-2, 2009, Loyola University, Chicago, reperibile su <http://ssrn.com/abstract=1427529>; *What Went Wrong and What can be Done to Address Shortcomings?*, CGFS Papers n. 32, July

2008; WHITEHEAD, *Reframing Financial Regulation*, Cornell Law School Working Paper n. 56, 2009, reperibile su http://scholarship.law.cornell.edu/clsops_papers/56; WILMARTH Jr., *The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis*, in *Tenn. L. Rev.*, vol. 41, 2009, p. 963 ss.