

FINANZE E TESORO (6^a)

LUNEDÌ 22 DICEMBRE 2008

54^a Seduta*Presidenza del Presidente***BALDASSARRI***La seduta inizia alle ore 14,25.**Omissis***PROCEDURE INFORMATIVE****Seguito dell'indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale e sui suoi effetti sull'economia italiana: seguito e conclusione dell'esame del documento conclusivo.**(Approvazione del *Doc.* XVII, n. 1)

Riprende l'indagine conoscitiva sospesa nella seduta del 17 dicembre scorso, con l'esame dello schema di documento conclusivo.

Il presidente **BALDASSARRI** rende noto che i senatori Barbolini e Costa hanno predisposto un nuovo schema di documento conclusivo, pubblicato in allegato al resoconto dell'odierna seduta, nel quale hanno recepito le proposte di modifica avanzate nella precedente seduta.

Il senatore **COSTA** (*PdL*) illustra, d'intesa con il senatore Barbolini, un nuovo schema di documento conclusivo, soffermandosi in particolare sulle modificazioni apportate al paragrafo relativo al ruolo e al funzionamento delle agenzie di *rating*, con la proposta di separarne l'attività di valutazione della solvibilità degli intermediari finanziari da quella di consulenza nei confronti degli emittenti, nonché sulle integrazioni al capitolo recante le conclusioni del documento.

Dopo aver espresso apprezzamento per il tenore complessivo dello schema di documento illustrato, il senatore **D'UBALDO** (*PD*) ritiene opportuno ridurre il numero dei richiami alle valutazioni espresse dal governatore della Banca d'Italia, Mario Draghi, mentre, per quanto riguarda il capitolo introduttivo, sul ruolo causale della cultura della deregolamentazione nell'evoluzione della crisi, preferirebbe un'adeguata sottolineatura del peso avuto dall'orientamento del decisore politico, per chiarire che gli squilibri dei mercati finanziari non sono soltanto una conseguenza dell'operato degli intermediari.

Infatti, sottolinea che negli ultimi anni si è assistito alla realizzazione di una tendenza politica che ha condotto alla progressiva attenuazione delle regole tecniche di controllo dei mercati finanziari, chiamando dunque in causa il ruolo e le decisioni delle autorità politiche e legislative.

In riferimento alla proposta di separare l'attività di *rating* dalla consulenza finanziaria, per quanto riguarda le funzioni delle agenzie specializzate, ritiene opportuno che il documento conclusivo contenga anche una specifica indicazione sulla garanzia che il *rating* assegnato agli enti locali sia veridico e attendibile, posto che al momento tale valutazione tecnica appare priva di un contenuto sostanziale, considerato che l'equilibrio finanziario degli enti locali viene assicurato in via legislativa.

Il presidente **BALDASSARRI** ritiene appropriati i riferimenti alle valutazioni espresse dal Governatore della Banca d'Italia, i quali sono contenuti nella parte introduttiva del documento e intendono porre in evidenza le riflessioni e le analisi più importanti emerse in audizione. Per quanto

riguarda il ruolo del decisore politico e delle autorità di vigilanza finanziaria, specifica che occorre fare riferimento alle considerazioni conclusive, mentre, in relazione alle agenzie di *rating*, la proposta di separazione funzionale intende sottolineare che le valutazioni espresse da tali soggetti specializzati non sempre rivestono un carattere oggettivo; al contempo, dichiara di condividere anche le osservazioni relative al *rating* degli enti pubblici, anche se il problema richiederebbe un approfondimento più specifico.

Infine, osserva che la cultura della deregolamentazione non si è limitata, in quello che egli ritiene sarebbe stato un profilo indubbiamente positivo, alla semplificazione del quadro regolatorio dei mercati, ma ha condotto a una progressiva erosione dei principi e delle regole che dovrebbero presiedere al buon funzionamento della finanza. Dopo aver rilevato che tali osservazioni sono comunque contenute nel documento conclusivo testé illustrato, sottolinea che il fenomeno chiama in causa la responsabilità di controllo delle autorità di vigilanza sul piano internazionale.

Si procede quindi alla votazione dello schema di documento conclusivo presentato dai senatori Barbolini e Costa.

Il senatore **LANNUTTI** (*IdV*), preannunciando il proprio voto favorevole, esprime soddisfazione in particolare per le considerazioni concernenti le agenzie di *rating* e il tema della loro responsabilità nell'evoluzione della crisi finanziaria. Ritiene necessario agire con fermezza per prevenire un conflitto di interessi rispetto alla imparzialità e oggettività delle valutazioni tecniche formulate, posto che, nell'esperienza concreta, si è assistito frequentemente alla situazione di agenzie di *rating* al cui capitale avevano rilevanti partecipazioni proprio le banche d'affari successivamente coinvolte da situazioni di dissesto.

Sottopone all'attenzione delle forze politiche l'esigenza di definire concordemente una proposta su un'azione comune a livello internazionale per la garanzia dell'attendibilità e dell'oggettività delle valutazioni formulate dalle società di *rating*.

Infine, per quanto riguarda l'assenza di regole nei mercati, evidenzia che tale fenomeno è riconducibile a una cultura economica di stampo neoliberista che ha sempre creduto nella capacità del mercato stesso di autoregolamentarsi, senza interventi da parte di autorità esterne, segnatamente quelle politiche e rappresentative dei cittadini. In secondo luogo, la crisi finanziaria è anche scaturita da un grave *deficit* operativo delle autorità di vigilanza, alle quali ritiene pienamente giustificato riconoscere un ruolo effettivo nella progressiva attenuazione del sistema dei controlli.

Nel dichiarare il voto favorevole della propria parte politica, il senatore **VACCARI** (*LNP*), sottolinea il rilievo di alcune riflessioni contenute nello schema di documento conclusivo, che rappresenta comunque un esito di sintesi e contemporaneamente di diverse opzioni e come tale serve a indicare le linee guida per un approccio al problema della riforma dei mercati finanziari. Dal proprio punto di vista è importante segnalare l'attenzione alle famiglie e ai risparmiatori colpiti dalla crisi.

Raccomandando l'approvazione dello schema di documento conclusivo predisposto insieme con il senatore Costa, il senatore **BARBOLINI** (*PD*) sottolinea l'importanza di giungere a un esito condiviso nella votazione del testo, il quale, unitamente ai contributi raccolti dalla Commissione in audizione, potrà fornire un adeguato punto di partenza per la discussione in Assemblea delle mozioni sulla riforma del sistema internazionale di controllo sui mercati finanziari, che auspica possa aver luogo quanto prima.

Dopo aver preannunciato il proprio voto favorevole e aver altresì osservato 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, il presidente **BALDASSARRI**, verificata la presenza del prescritto numero legale per deliberare, pone in votazione lo schema di documento conclusivo, che viene approvato all'unanimità dalla Commissione.

La Commissione delibera altresì all'unanimità di procedere alla pubblicazione degli atti dell'indagine conoscitiva.

Omissis

La seduta termina alle ore 14,55.

**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 (cds, 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 prenditore 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 tradotta 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 esemplificata 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 patrimoniale 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

tecniche, 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. E' 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 concausa 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 assunto 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 viepiù 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 dovranno 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.

Conclusioni

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 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.