



Senato della Repubblica
6^a Commissione Finanze e Tesoro

LA CRISI FINANZIARIA INTERNAZIONALE
E I SUOI RIFLESSI SULL'ECONOMIA ITALIANA

Audizione
del Presidente della Consob
Lamberto Cardia

Roma, 14 ottobre 2008

LE ORIGINI DELLA CRISI FINANZIARIA INTERNAZIONALE

Premessa

La crisi che stiamo vivendo è prima di tutto una crisi di stabilità che colpisce in modo particolare gli intermediari bancari nella loro capacità di concessione di linee di credito. La crisi dei prestiti interbancari, che assicurano i flussi di liquidità necessari a garantire l'operatività delle banche e il rifinanziamento delle posizioni in scadenza, è la causa dell'incapacità del mercato di prevenire il contagio del sistema ed è la patologia originaria che i Governi mondiali devono affrontare per risolvere la crisi e non solo per curare i suoi sintomi e i suoi effetti degenerativi.

Le decisioni dell'Eurogruppo di domenica hanno trovato uniformità di valutazioni in questa direzione, individuando nel sostegno statale al mercato interbancario e ad altre forme di raccolta bancaria a più lungo termine la chiave degli interventi anti-crisi.

I provvedimenti assunti dovrebbero favorire il ritorno a condizioni di equilibrio nell'attività di intermediazione creditizia, assicurando che il processo di trasformazione delle scadenze tipico dell'attività bancaria non generi crisi di liquidità. L'allungamento delle scadenze degli impieghi, che risponde anche alle necessità di finanziamento delle imprese in una fase non favorevole del ciclo economico, deve infatti trovare riscontro in un equilibrato rapporto fra depositi e raccolta obbligazionaria dal lato delle passività.

A conferma della fondatezza di tali valutazioni, strumentali anche a prevenire l'impatto negativo della crisi sui finanziamenti dell'economia reale, vi è pure il giudizio dei mercati che lunedì hanno accolto con favore

le misure proposte dai Governi europei.

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.

Le indagini della Consob consentono peraltro di affermare che gli intermediari più attivi dal lato delle vendite sul mercato azionario italiano sono esteri o di matrice estera. Anche gli ordini di vendita più consistenti ricevuti da intermediari italiani sembrano provenire dall'estero.

Dall'inizio della crisi globale, con il "fallimento" di *Lehman Brothers*, a venerdì 13 ottobre le borse mondiali hanno perso intorno al 30%. La Borsa italiana dall'inizio dell'anno al 13 ottobre ha perso circa il 50%. L'attenzione, anche mediatica, all'andamento delle borse, non deve però distogliere dall'analisi dei fattori strutturali all'origine della crisi.

Ulteriore segnale del fatto che la crisi ha minato in modo grave la fiducia degli investitori proviene dalla notevole richiesta di titoli di Stato nei quali investire la liquidità comunque presente nel mercato.

Le Autorità di vigilanza sulla trasparenza e correttezza del mercato, come la Consob, hanno adottato tutte le iniziative possibili nell'ambito delle loro competenze, intervenendo con provvedimenti progressivamente sempre più restrittivi volti a limitare la speculazione (vendite allo scoperto).

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.

Il sistema bancario negli ultimi anni aveva trovato negli Stati Uniti ampi margini di espansione dell'attività, grazie ad una cultura fortemente favorevole alla *deregulation*. Lo dimostrano anche alcuni interventi delle Autorità americane che consentivano alla banche d'investimento di operare con requisiti di capitale molto flessibili.

La cultura della *deregulation*, fiduciosa nella capacità di autodisciplina dei mercati, è stata 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.

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.

La Consob ha vissuto, malgrado ogni possibile sforzo contrario, in posizione strutturalmente minoritaria, tale evoluzione nelle competenti sedi

comunitarie. Intende utilizzare tenacemente la propria voce per riformulare oggi in tali sedi le proprie valutazioni critiche e le conseguenti proposte, per contribuire al necessario processo di rinnovamento della disciplina europea.

Le cause strutturali

La crisi trova “storicamente” origine nel progressivo deterioramento della qualità dei mutui *subprime* negli Stati Uniti a partire dal 2006.

Il rapido contagio della crisi dei mutui all'intero sistema finanziario è dipeso fondamentalmente dal nuovo modello assunto dagli intermediari bancari, basato sul ridimensionamento dell'attività bancaria tradizionale a favore di politiche espansive sui mercati mobiliari. Le banche hanno adottato strategie volte all'incorporazione di crediti e impieghi, anche di cattiva qualità, in strumenti finanziari da collocare sui mercati internazionali a vaste platee di investitori (c.d. operazioni di cartolarizzazione dei crediti)¹.

¹ Il modello, noto come *originate-to-distribute*, si è storicamente affermato negli USA grazie all'iniziativa del Governo americano, che a partire dagli anni trenta istituì agenzie federali, successivamente privatizzate il cui compito era quello di acquistare mutui e prestiti dalle banche, finanziandosi attraverso l'emissione di obbligazioni, con l'obiettivo ultimo di favorire l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie meno abbienti. Nel 1938, sotto la presidenza di Roosevelt, fu istituita l'agenzia Fannie Mae e successivamente, nel 1970, l'agenzia Freddie Mac. Entrambe le agenzie sono recentemente ritornate sotto il controllo del Governo federale USA a causa delle difficoltà innescate dalla crisi dei mutui *subprime*. Secondo i dati della *Securities Industry and Financial Market Association* (associazione di categoria internazionale degli operatori dei mercati finanziari), a fine 2007 i titoli in circolazione legati ad operazioni di cartolarizzazione (pari a quasi 13.000 miliardi di dollari USA) rappresentavano il 42% del totale dei titoli obbligazionari in essere negli USA e il 63% delle emissioni nell'anno.

Le banche hanno intravisto nel nuovo modello uno strumento per ottimizzare la gestione dell'attivo e moltiplicare il volume di crediti erogati a parità di capitale investito, nonché un modo, in determinate circostanze, per risparmiare patrimonio di vigilanza a parità di esposizione al rischio di credito. Eliminando dal bilancio l'esposizione verso il debitore ceduto era possibile ridurre l'assorbimento di capitale anche nei casi in cui il rischio rimaneva in capo alle banche per effetto della concessione di linee di liquidità alle società veicolo preposte alla cartolarizzazione. Infatti, l'Accordo di Basilea I del 1988 sui requisiti patrimoniali delle banche prevedeva che le citate linee di liquidità, se inferiori all'anno, non assorbissero patrimonio di vigilanza. Come sottolineato dal *Financial Stability Forum*, gli accordi di Basilea II, entrati in vigore nel 2008, ancora non rimuovono in pieno tali opportunità di arbitraggio regolamentare; anche la possibilità di cedere crediti e acquistare titoli garantiti dagli stessi crediti può consentire di risparmiare patrimonio di vigilanza nella misura in cui la valutazione dei rischi di mercato associata al possesso di titoli non riflette in pieno il rischio di credito delle attività sottostanti (*Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 aprile 2008, pag. 14, punti II.4 e II.5).

In linea di principio, la cartolarizzazione dei crediti e la possibilità di trasferirne il rischio a terzi fanno parte di un processo di innovazione finanziaria dal quale possono derivare effetti positivi, tra i quali una più abbondante offerta di credito e maggiori opportunità di diversificazione degli investimenti.

La crisi dei *subprime* ha tuttavia messo in luce le gravi debolezze strutturali del nuovo modello, nel quale hanno assunto un ruolo determinante le “quantità”, ovvero gli obiettivi di massimizzazione dei risultati basati sui volumi intermediati e sulle relative commissioni. La valutazione e gestione della “qualità” dei creditori non veniva più percepita come fondamentale, in virtù dell’esternalizzazione dei crediti.

La crisi ha al contrario messo in evidenza che il processo di cartolarizzazione non ha realizzato la riallocazione del rischio di credito al di fuori del sistema bancario, né la sua migliore ripartizione. I rischi sono risultati in larga misura riconcentrati all’interno del sistema bancario².

Il mercato dei titoli cartolarizzati, infine, grazie ai numerosi passaggi distributivi e alla ridotta standardizzazione dei contratti, è risultato molto opaco e poco liquido, denunciando la difficoltà nell’attribuire un valore economico a tali strumenti.

I fattori scatenanti

Il cambiamento del quadro macro-economico ha portato alla luce in modo

² Tale riconcentrazione è avvenuta attraverso vari canali: le banche hanno acquistato quote consistenti dei titoli più rischiosi; hanno offerto protezione dal rischio di insolvenza attraverso contratti derivati sul rischio di credito; hanno concesso garanzie, linee di credito e di liquidità alle società che emettevano tali titoli

drammatico i pericoli del nuovo modello bancario e, di conseguenza, in particolare, le debolezze dell'assetto regolamentare internazionale.

La riduzione del valore degli immobili e l'aumento dei tassi di interesse hanno determinato un significativo aumento delle insolvenze sui mutui ipotecari, con una immediata ripercussione sul valore dei titoli garantiti dai crediti relativi a tali mutui.

Molti intermediari e investitori istituzionali sono risultati privi di modelli autonomi di valutazione del rischio di tali titoli, con conseguente prevalente affidamento sui giudizi espressi dalle società di *rating*. Queste ultime hanno dimostrato di non avere a loro volta modelli adeguati di valutazione e aggiornamento dei *rating* e sono apparse condizionate nei giudizi dalla presenza di forti conflitti di interessi.

Il crollo dei valori dei titoli, l'aumento delle insolvenze sui mutui e l'opacità del mercato di riferimento hanno minato la fiducia degli investitori nella possibilità di conoscere la reale dimensione dei rischi e l'effettiva esposizione dei singoli intermediari.

A livello internazionale sono prevalsi modelli di regolamentazione che consentivano l'opacità strutturale di tali operazioni, nonostante precedenti crisi avessero già evidenziato la necessità di maggiore trasparenza nei mercati *over the counter*. Le transazioni tra intermediari e investitori istituzionali si sono basate su regimi di esenzione delle principali regole di trasparenza e correttezza.

La forte incertezza ha determinato un aumento indiscriminato del costo del finanziamento per le banche e fortissime tensioni sul mercato interbancario.

La crisi di liquidità sul mercato dei titoli cartolarizzati si è quindi trasformata in una crisi di liquidità bancaria che ha velocemente contagiato i mercati azionari.

Per gli intermediari più esposti, le forti svalutazioni degli strumenti finanziari in portafoglio hanno determinato una significativa erosione del patrimonio, inducendo le banche a disinvestimenti e a richieste di capitali freschi, con ulteriori effetti di avvitamento della crisi.

L'IMPATTO DELLA CRISI SUL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO

La reazione del mercato azionario

La crisi ha avuto un impatto molto rilevante sui corsi azionari in tutte le principali aree geografiche.

La notizia del fallimento della *Lehman Brothers*, diffusa il 15 settembre, appare uno degli elementi scatenanti della forte reazione negativa dei mercati borsistici e comunque l'evento che, fino a quello data, aveva avuto l'impatto più profondo sulla dinamica dei corsi azionari, proprio per la decisione delle Autorità americane di "lasciar fallire" una banca di dimensioni molto significative e con forte operatività *cross-border*.

Il 15 settembre i mercati hanno chiuso con perdite molto rilevanti sia negli USA (-4,7% l'indice generale e oltre -8% l'indice dei titoli bancari) che in Europa (-3,9%; - 5,9% l'indice bancario). Nei giorni successivi si sono registrate variazioni giornaliere degli indici ancora più significative accompagnate da una volatilità sempre più elevata.

L'effetto dell'insolvenza del gruppo *Lehman Brothers* sulle borse si può valutare tenendo presente che quasi un terzo delle perdite dei listini azionari in Italia e in Europa e quasi un quarto della perdita del mercato USA dall'inizio del 2008 fino al 15 settembre è imputabile alla dinamica dei corsi nei giorni a partire dall'8 settembre, data in cui sono incominciati a divenire più insistenti i *rumors* sulle difficoltà del gruppo *Lehman Brothers*.

L'impatto della crisi della *Lehman Brothers* e le perduranti incertezze sul destino di altre grandi banche d'affari USA hanno quindi fatto sì che il bilancio dell'andamento dei corsi azionari dall'inizio del 2008 fino al 15 settembre sia stato fortemente negativo in tutte le principali aree geografiche: le perdite sono state più significative in Italia (-33% circa) e in Europa (-31%), mentre negli USA la correzione dell'indice generale del mercato azionario è stata pari al 21% circa.

Nel periodo successivo al 15 settembre sono proseguite le forti tensioni sui mercati azionari, con correzioni giornaliere molto intense alternate da alcune sedute di cosiddetti rimbalzi tecnici, per arrivare alla giornata del 9 ottobre in cui si è registrata una discesa dei corsi del 7,6% negli USA, seguita nella giornata del 10 da correzioni simili in Europa (-6%) e in Italia (-7,1%).

La discesa dei corsi azionari è stata amplificata dalle tensioni che si sono registrate sul mercato dei *Credit Default Swap* (CDS)³ a seguito

³ I *credit default swap* (CDS) sono contratti finanziari derivati i cui flussi di cassa dipendono dal verificarsi di un *credit event* (che in aggiunta al fallimento può includere altri eventi quali la sottoposizione ad amministrazione controllata o il mancato pagamento di una o più cedole), entro una determinata scadenza, di un soggetto preso a riferimento (*reference entity*). Il prezzo di un CDS è espresso in punti base annualizzati ed è riferito a un premio pagato dall'acquirente del CDS (che acquista protezione contro l'evento di *default*) al venditore del contratto (che assicura l'acquirente contro l'evento di *default*). Ne discende che il prezzo dei CDS è

dell'insolvenza del gruppo *Lehman Brothers*. Gli intermediari che avevano offerto protezione rispetto a tale evento si trovano a dovere risarcire importi molto elevati (stimati in circa 400 miliardi di dollari) e la necessità di fronteggiare gli impegni conseguenti ha probabilmente determinato la vendita forzata degli *asset* più liquidi, fra cui le azioni. Il *default* del gruppo Lehman ha determinato una crescita del costo per la protezione dal rischio di insolvenza su tutti i principali emittenti, ma ha anche fatto prendere coscienza agli operatori che, in situazioni di tensione come quella attuale, le protezioni acquistate sul mercato dei CDS potrebbero non necessariamente essere onorate, inducendo ad un approccio molto più restrittivo nella gestione dei rischi, fino al punto di innescare la liquidazione delle posizioni per le quali le coperture appaiono difficilmente onorabili o comunque troppo costose. Non stupisce, pertanto, che dopo il fallimento di Lehman la crisi si sia ulteriormente aggravata sui mercati azionari così come testimoniano la più recente evoluzione degli indici azionari e l'incremento della volatilità dei corsi.

Complessivamente, dall'inizio del 2008 al **10 ottobre** il mercato statunitense ha perso circa il 40,1%, mentre i mercati europei e quello italiano hanno perso, rispettivamente, il 43,8 e 47,3%. Rispetto agli altri mercati azionari, la borsa italiana ha sofferto di una maggiore volatilità e di ribassi più accentuati, fondamentalmente in ragione del peso più elevato dei titoli finanziari sul listino.

La crisi ha avuto gli effetti più intensi nei settori finanziari. Dall'inizio dell'anno fino al 10 di ottobre l'andamento del settore bancario è risultato particolarmente negativo (-46,0% USA; -49,7% Europa; -49,5% Italia).

influenzato dalle valutazioni del mercato sulle probabilità di fallimento e sulla percentuale recuperabile sul valore del credito (*recovery rate*) della *reference entity* ed è pertanto una misura del rischio di credito della medesima.

L'indice delle principali banche di investimento americane ha subito una contrazione di circa il 70%, mentre quello relativo alle banche commerciali ha perso circa il 35%.

In maniera simile, è stato colpito il settore assicurativo (- 65,8% USA; - 51,2% Europa; - 42,5% Italia).

Relativamente al mercato italiano, il titolo bancario più colpito dalla crisi risulta Unicredit (-60% circa dall'inizio dell'anno), mentre MPS, Banco Popolare e Intesa SanPaolo hanno perso circa metà del loro valore. La crisi ha contagiato anche il settore non finanziario, e le riduzioni dei corsi per le principali *blue chip* industriali sono state di entità simile a quelle rilevate per il settore bancario. Ciò è da ascrivere alla necessità dei fondi di far fronte ai riscatti (e in generale degli investitori di ridurre le proprie posizioni di indebitamento) vendendo *asset* liquidi anche in settori diversi rispetto a quelli direttamente colpiti dalla crisi; la situazione di difficoltà delle banche ha poi creato aspettative di restrizioni nell'offerta del credito e di riduzione della crescita degli utili societari.

Nella giornata del 13 di ottobre si é verificata una forte inversione di tendenza negli andamenti delle borse, rassicurate dal piano di interventi reso pubblico dai Governi dei paesi dell'area dell'euro. Negli USA il mercato ha fatto registrare il più forte rialzo giornaliero dal Dopoguerra (+11,08%); il mercato italiano è cresciuto dell'11,49%, in linea con la crescita dei principali mercati europei (+10,47% l'indice delle principali *blue chip* europee) e successivamente la Borsa di Tokyo ha chiuso con un rialzo storico del +14,15%.

Tabella 1
Variazione percentuale del prezzo dei titoli azionari dei principali
gruppi bancari quotati - 1.1.08-10.10.08

UNICREDIT	-59,1
BANCA MONTE DEI PASCHI	-49,7
BANCO POPOLARE	-49,3
INTESA SANPAOLO	-46,0
MEDIOBANCA	-39,7
UBI BANCA	-36,0

Tabella 2
Variazione percentuale del prezzo dei titoli azionari
delle principali società non finanziarie quotate - 1.1.08-10.10.08

TELECOM	-64,7
FIAT	-62,2
EDISON	-55,4
SAIPEM	-51,9
ENI	-45,1
ENEL	-43,4
FINMECCANICA	-37,4
LUXOTTICA	-37,4
TERNA	-21,3
SNAM	-11,4

Lo scenario istituzionale della crisi a livello nazionale

La crisi richiede risposte adeguate e tempestive e, in un periodo più lungo, ma lungo il meno possibile, un rinnovamento delle regole di vigilanza a livello nazionale e internazionale.

Forme più incisive di coordinamento e di cooperazione sono necessarie di fronte all'integrazione, ormai irreversibile, tra i comparti del mercato finanziario e tra i sistemi economici mondiali.

Come in ogni crisi si pone l'esigenza di gestire la potenziale tensione fra

finalità di trasparenza del mercato e obiettivi di stabilità degli intermediari e del sistema, con l'obiettivo primario della protezione degli investitori e del risparmio.

La corretta gestione dei rischi da parte delle istituzioni finanziarie non è rilevante solo per la sana e prudente gestione. La crisi ha confermato che, in situazioni di forte tensione sui mercati, stabilità e trasparenza sono fortemente legate fra loro.

Il modello italiano di ripartizione delle competenze tra le Autorità sulla base della finalità della vigilanza ha consentito e sta consentendo di perseguire nella maniera più trasparente e coordinata possibile i diversi interessi pubblici.

Valido strumento di coordinamento si è dimostrato il neo-costituito Comitato per la Salvaguardia della Stabilità finanziaria, presieduto dal Ministro dell'Economia e composto dal Governatore della Banca d'Italia e dai Presidenti di Consob e Isvap, tempestivamente convocato e riunitosi più volte in questo tumultuoso periodo.

Ciascuna Autorità, nell'ambito delle proprie competenze, ha apportato ed apporta in esso tempestivi contributi di conoscenza e valutazione. Il confronto aperto tra le Istituzioni sulle misure per fronteggiare le crisi consente di valorizzare gli interessi generali che ciascuna Autorità persegue e ai quali l'ordinamento riconosce pari dignità per la tutela del risparmio.

La connessione tra le diverse forme di impiego del risparmio richiede una forte protezione sia dei depositanti sia dei piccoli investitori. Le attuali preoccupazioni vanno quindi estese, con non minore attenzione, a questi ultimi.

Come è stato già detto, si tratta di un'istanza che deriva direttamente dalla Costituzione laddove si prescrive la tutela del risparmio in tutte le sue forme (art. 47).

Chiarezza ancora maggiore potrebbe venire – come dalla Consob spesso segnalato – da una piena attuazione del modello di vigilanza per finalità, con la concentrazione delle competenze in capo a due Autorità: una per la stabilità e una per la trasparenza e correttezza.

Lo scenario istituzionale della crisi a livello internazionale

L'appartenenza dell'Italia all'economia globale e soprattutto al mercato interno europeo rende la realizzazione degli obiettivi di tutela dei risparmiatori strettamente collegata e vincolata alla capacità di elaborare misure coordinate a livello internazionale e, soprattutto, a livello comunitario.

Le Istituzioni europee, che hanno perseguito in modo efficace l'integrazione e la liberalizzazione nelle fasi positive dell'economia, stanno operando non senza difficoltà per trovare una linea comune nella gestione di una crisi che appare privilegiare interessi e soluzioni in un'ottica nazionale, eccezione fatta per le determinazioni collegiali assunte domenica 12 ottobre a Parigi.

Ai risparmiatori europei dovrebbero essere assicurati livelli di tutela equivalenti, soprattutto considerando che in alcuni mercati – ed è il caso dell'Italia – i piccoli investitori sono stati sollecitati ad impieghi in prodotti ingegnerizzati e in gran parte distribuiti dall'estero.

In questo contesto, la Consob ha da sempre perseguito – nei ristretti limiti consentiti dalla normativa europea - obiettivi di massima trasparenza e correttezza.

Lo dimostrano le iniziative – da tempo avviate e non sempre adeguatamente valutate – relative alla corretta rappresentazione dei profili di rischio dei prodotti strutturati e dei prodotti assicurativi a contenuto finanziario (polizze *unit e index linked*), nonché quelle relative alla correttezza dei comportamenti degli intermediari nei confronti degli

investitori. In quest'ottica, la Consob ha posto in consultazione sin dal maggio scorso ed emanerà in tempi brevi linee-guida con le quali si richiamano gli intermediari a una particolare diligenza nel proporre investimenti in prodotti non trattati su mercati liquidi e trasparenti.

LA VIGILANZA DELLA CONSOB

La prima fase della crisi: i sub-prime

Come già anticipato, la crisi in atto ha cambiato lineamenti e dimensioni a partire dall'annuncio negli Stati Uniti del fallimento di *Lehman Brothers* il 15 settembre.

La turbolenza dei mercati internazionali prima di tale data non aveva compromesso in modo radicale la fiducia dei risparmiatori, soprattutto in Europa.

Nell'estate del 2007, le informazioni raccolte dalla Consob sull'esposizione delle banche e delle assicurazioni quotate alla crisi dei mutui *subprime* non destavano gravi preoccupazioni.

Anche l'esposizione delle famiglie italiane, in base agli esiti delle indagini avviate dalla Consob sui portafogli amministrati o gestiti, non risultava particolarmente critica.

Il “fallimento” *Lehman Brothers*

Il “fallimento” di *Lehman Brothers* ha coinvolto tutte le entità europee del gruppo americano e, in particolare, la holding costituita nel Regno Unito che operava in modo esteso in tutta Europa tramite succursali, inclusa quella con sede a Milano⁴.

⁴ Si ricorda che il gruppo *Lehman Brothers* era presente in Italia attraverso diversi soggetti abilitati a prestare servizi di investimento o di gestione collettiva, tra cui:

- *Lehman Brothers A.M. Italy SGR* (società di gestione autorizzata, ma non ancora operativa);

Il 15 settembre, appresa la notizia della presentazione da parte della *Holding* americana della richiesta di fallimento, la Consob, in collegamento con Banca d'Italia e Isvap, ha avviato la ricognizione del conseguente rischio potenziale per il sistema italiano. Ciascuna Autorità si è impegnata ad assumere nei tempi più rapidi possibili le informazioni relative ai diversi settori del mercato.

La Consob ha quindi iniziato senza indugio un'indagine ricognitiva dell'esposizione di emittenti, mercati e degli investitori in forme di risparmio gestito o amministrato.

Emittenti

Lo stesso 15 settembre la Consob ha indirizzato ad un campione significativo di emittenti non finanziari (40 società) una richiesta di informazioni mirata ad evidenziare la posizione relativa ai derivati, ai depositi o linee credito nonché ai titoli in portafoglio emessi o garantiti dal gruppo *Lehman Brothers* o da soggetti ad esso riconducibili⁵.

-
- *Lehman Brothers International* (succursale di impresa di investimento comunitaria), che presta i servizi di consulenza e negoziazione, in specie su derivati, anche con enti locali e casse di previdenza; tale intermediario si avvaleva di circa 150 dipendenti sulle sedi di Milano e Roma;
 - *Lehman Brothers Bankhaus AG* (succursale di banca comunitaria);

I titoli di natura azionaria e obbligazionaria emessi da società appartenenti al Gruppo *Lehman Brothers* attualmente in circolazione sono oltre 1.000.

⁵ In particolare sono stati richiesti:

- *fair value* e valore nominale relativi ai derivati di copertura, ripartiti in posizioni attive e posizioni passive;
- *fair value* e valore nominale relativi ai derivati di negoziazione, ripartiti in posizioni attive e posizioni passive;
- *fair value* dei titoli in portafoglio emessi o garantiti dal gruppo *Lehman Brothers* o da soggetti ad esso riconducibili, inclusi bond, ABS, RMBS, CDO;
- depositi presso società del gruppo *Lehman Brothers*;
- perdite per rischio di controparte eventualmente registrate sulle posizioni sopra indicate;
- linee di credito per cassa, distinte per scadenza e per valuta;
- linee di credito per firma, distinte per scadenza e per valuta.

I risultati dell'analisi non hanno evidenziato rischi significativi a livello di sistema. Infatti, su 40 società, 27 hanno dichiarato di non detenere alcun rischio verso il gruppo *Lehman Brothers*. Rischi limitati, anche in relazione alle dimensioni di impresa, sono stati rilevati per 3 primarie società che hanno comunicato posizioni attive in derivati per 76 milioni di euro.

Nel complesso gli emittenti selezionati mostrano un'esposizione nei confronti del gruppo *Lehman* di circa € 120 milioni per derivati e di € 13,7 milioni per titoli in portafoglio.

Mercati

Prima dell'apertura del mercato italiano, il 15 settembre, gli uffici della Consob hanno preso contatti con Borsa Italiana per valutare gli interventi relativi all'operatività del Gruppo *Lehman* sui mercati italiani.

Si ricorda che *Lehman Brothers International Europe* negoziava direttamente sui mercati gestiti da Borsa Italiana tramite "accesso remoto" (collegamento telematico diretto) e ricopriva la qualifica di operatore principale nei mercati gestiti dalla società MTS S.p.a. (Mercato Telematico Titoli di Stato e altri titoli a reddito fisso). L'operatività della società sui citati mercati, così come la quotazione sul mercato telematico delle obbligazioni gestito da Borsa Italiana S.p.a. (MOT – Mercato obbligazioni e Titoli di Stato) di 2 prestiti obbligazionari, è stata sospesa il giorno stesso.

Il 16 settembre, a seguito di comunicazione della Banca d'Italia, la Cassa di Compensazione e Garanzia ha avviato la procedura prevista in caso di inadempimento di un partecipante indiretto (negoziatore), mentre Monte Titoli ha proceduto alla liquidazione delle posizioni garantite da controparte centrale ed ha provveduto allo stralcio di quelle non garantite.

Risparmio gestito e amministrato

Il controvalore dei titoli del Gruppo *Lehman* nei patrimoni dei fondi

comuni è risultato di circa 138 milioni di euro, pari allo 0,05% del patrimonio gestito aggregato; quello relativo alle gestioni individuali è risultato di circa 400 milioni di euro, pari allo 0,1% del patrimonio aggregato, per larga parte (circa i $\frac{3}{4}$) riconducibile a investitori istituzionali.

L'analisi degli uffici della Consob ha inoltre riguardato i prodotti del gruppo *Lehman* oggetto di collocamento ed offerta fuori sede, nonché i prodotti assicurativi (polizze c.d. *index linked*) collocati tramite prospetto informativo ad investitori al dettaglio ed aventi come sottostante tali prodotti. Il valore di questi ultimi è risultato pari ad oltre 1,6 miliardi di euro.

Per tale motivo il 24 settembre la Consob e l'Isvap hanno chiesto congiuntamente alle imprese assicurative di fornire informazioni ai clienti circa la procedura concorsuale e le motivazioni dell'eventuale impossibilità di pubblicare il valore degli strumenti collegati alle polizze.

Alcuni gruppi finanziario-assicurativi hanno annunciato l'intenzione di proteggere i propri clienti, contenendo gli effetti negativi cui sono risultate esposte le polizze *index linked*. E' un atteggiamento condivisibile che si auspica non rimanga circoscritto a casi isolati e che può produrre benefici effetti nel recupero della fiducia dei risparmiatori.

Il 25 settembre 2008 la Consob ha avviato un'indagine ispettiva presso la succursale di Milano di *Lehman Brothers* finalizzata a verificarne l'operatività. Il ruolo della succursale italiana appare peraltro limitato ad attività promozionali e di commercializzazione dei servizi della casa madre.

Il 29 settembre la Consob ha infine invitato le Associazioni di categoria degli intermediari a raccomandare ai propri associati di fornire tempestive e adeguate informazioni ai clienti sull'impatto del fallimento del gruppo *Lehman* sui loro investimenti.

Il crollo dei mercati

La crisi di liquidità e di fiducia che si è determinata ha continuato ad avere effetti negativi sul mercato del credito e sulla raccolta di risorse finanziarie. I risultati economici degli emittenti, soprattutto bancari e assicurativi, sono esposti ai rischi derivanti dai deterioramenti del ciclo economico e da continue riduzioni dei valori delle attività.

In questa situazione di difficoltà sistemica, i mercati vivono turbolenze spesso non giustificate dalla considerazione dei valori fondamentali degli emittenti e creano effetti moltiplicativi della crisi finanziaria e soprattutto della generalizzata perdita di fiducia.

In questo contesto si è manifestato nelle settimane passate un vero proprio crollo delle quotazioni, dapprima degli emittenti bancari e successivamente anche degli altri emittenti.

Divieti di vendite allo scoperto (“short selling”) e altri interventi di vigilanza a difesa dei mercati e degli investitori

Nell’attuale fase di crisi, gli andamenti negativi possono essere acuiti anche dalle c.d. vendite allo scoperto di titoli, cioè vendite di titoli presi a prestito ovvero di cui non si ha immediata disponibilità (*short selling*). Tali operazioni mirano infatti a guadagnare sulle differenze di prezzo dei titoli, rafforzando aspettative di forte ribasso delle quotazioni.

La Consob, in stretto coordinamento con le altre Autorità europee, ha quindi progressivamente introdotto restrizioni alla possibilità di vendite allo scoperto, già limitata dalla regola generale della consegna dei titoli venduti al terzo giorno dall’ordine.

Provvedimenti di tale natura si giustificano solo in circostanze eccezionali,

posto che tale pratica di mercato svolge normalmente funzioni positive tra cui: l'agevolazione del meccanismo di formazione dei prezzi; il contenimento di bolle speculative al rialzo, l'accrescimento della liquidità disponibile.

Nelle attuali circostanze di mercato, lo *short selling*, accentuando le tendenze ribassiste, esaspera i problemi di liquidità e scarsità di credito. Provvedimenti restrittivi sono stati adottati dapprima negli Stati Uniti e successivamente nel Regno Unito e in altri Paesi europei.

Il 19 settembre 2008, in condizioni di mercato ancora relativamente stabili, la Consob ha richiamato gli operatori al pieno rispetto delle regole in materia di consegna dei titoli nell'ambito di operazioni di vendita allo scoperto.

Il lunedì successivo, 22 settembre, dopo la chiusura della borsa, valutato l'andamento del mercato, è stata adottata una delibera più restrittiva, in base alla quale la vendita di azioni di banche e assicurazioni quotate deve essere assistita dalla disponibilità dei titoli al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione (delibera 16622).

Le restrizioni imposte avevano la finalità di contrastare manovre speculative idonee a produrre effetti anomali sulle quotazioni.

Tra il 23 settembre e il 7 ottobre, in sole 11 sedute, l'indice del settore bancario ha registrato una flessione del 16%. Il titolo UNICREDIT nello stesso intervallo temporale subiva una perdita complessiva del 22,93%, registrando le variazioni negative più significative, pari rispettivamente a - 8,25% e - 9,28%, nelle sedute del 29 e del 30 settembre⁶.

La collaborazione tra gli Uffici della Consob e Borsa Italiana è stata continuativa; nelle sedute più critiche del 29 e 30 settembre Borsa Italiana

⁶ Tra il 1° settembre 2008 ed il 18 settembre 2008 il prezzo delle azioni UNICREDIT ha subito un ribasso del 13,62%, passando dal prezzo ufficiale di € 3,68 a € 3,18; nello stesso periodo l'indice del settore bancario ha perso il 7,3%. Nelle sedute successive, del 19 e 22 settembre 2008 si sono verificati importanti rialzi che hanno riportato il prezzo del titolo a valori prossimi a quelli iniziali (€ 3,62).

ha frequentemente adottato provvedimenti di temporanea sospensione delle contrattazioni⁷, tendenti a calmierare gli eccessi speculativi. Si consideri che il titolo UNICREDIT è stato rinviato in asta di pre-apertura per 4 volte il 29 settembre 2008, per 6 volte il 30 settembre 2008 e per ben 10 volte nella seduta del 7 ottobre 2008.

Il 30 settembre 2008 la Consob, valutato l'andamento del mercato, ha attivato indagini di vigilanza anche di natura ispettiva, avvalendosi della collaborazione della Guardia di Finanza, in relazione al rispetto della Delibera sulle vendite allo scoperto e al crollo delle quotazioni di titoli bancari.

Le indagini avviate mirano ad individuare in particolare i committenti finali delle operazioni in vendita e la regolarità delle operazioni disposte.

Lo stesso giorno è stata attivata la cooperazione internazionale per gli intermediari di diritto estero operanti direttamente sulla borsa italiana (c.d. *remote member*) che non avevano consegnato i titoli nei tempi dovuti ovvero risultati particolarmente attivi sul lato delle vendite di titoli bancari nella seduta del 29 settembre.

Il 1° ottobre 2008 la valutazione degli esiti preliminari degli accertamenti e l'andamento ancora fortemente negativo del mercato hanno indotto la Consob ad adottare ulteriori misure restrittive, prescrivendo per le vendite allo scoperto di azioni di società bancarie e assicurative l'obbligo di essere assistite, oltre che dalla disponibilità, anche dalla proprietà dei titoli al momento dell'ordine e fino alla data di regolazione dell'operazione⁸.

Lo stesso 1° ottobre, sono state estese le richieste di cooperazione internazionale per gli intermediari di diritto estero maggiormente attivi sul lato delle vendite di titoli bancari anche nella seduta del 30 settembre.

⁷ Le sospensioni possono essere di natura automatica e durano 5 minuti, se ricorrono le oscillazioni di prezzo previste dal Regolamento di Borsa, ovvero di natura non automatica, laddove si ritenga che i parametri generali non siano sufficienti a garantire la regolarità degli scambi, richiedendosi interventi di sospensione più frequenti.

⁸ In altre parole, non si considerano utili, a tal fine, i titoli rivenienti da operazioni di prestito titoli, in qualsiasi forma tecnica realizzate

Complessivamente, la Consob ha inviato 11 richieste di cooperazione internazionale in relazione all'operatività allo scoperto sulle azioni di 4 emittenti finanziari italiani (Banca Monte dei Paschi di Siena, Banca Popolare di Milano, Unicredit e Unipol).

La cooperazione è stata attivata con le autorità di 4 Stati Membri (Francia, Germania, Regno Unito e Svezia) e di 1 paese non appartenente all'Unione Europea (Bermuda) e ha riguardato l'operatività di 11 intermediari: cinque del Regno Unito; uno tedesco; tre francesi, uno svedese e uno con sede alle Bermuda. Di questi, nove sono membri remoti del mercato azionario italiano.

Il 7 ottobre, sulla base dei primi accertamenti e senza pregiudizio di ulteriori iniziative, la Consob ha adottato un primo provvedimento d'urgenza.

Con tale provvedimento è stato ordinato alla Sim Credit Agricole Chevreux Italia di non consentire a due soggetti esteri (*Bloomberg Tradebook Bermuda Ltd.* e *Gfi Securities Paris Branch*) l'accesso alle negoziazioni⁹ di titoli bancari e assicurativi negoziati sul mercato italiano. Credit Agricole Chevreux, infatti, non è stata in condizione di regolare a scadenza le vendite di titoli UNICREDIT concluse per conto di tali soggetti nelle giornate del 25 e 30 settembre.

Una volta acquisiti gli esiti completi delle richieste di cooperazione internazionale e degli accertamenti in corso, se riscontrati inadempimenti o violazioni di norme, potrebbero essere adottati ulteriori provvedimenti.

Il 9 ottobre, tenendo conto delle esigenze rappresentate dalla Consob anche sulla base delle indicazioni provenienti dalle Associazioni degli

⁹ Attraverso il sistema delle interconnessioni

intermediari, Borsa Italiana e *London Stock Exchange* hanno annunciato il rinvio al 10 novembre 2008 della migrazione dei mercati italiani sulla piattaforma inglese. Tale decisione è da ricondurre all'inopportunità di cambiamenti organizzativi di notevole portata nelle attuali difficili condizioni di mercato.

Il 10 ottobre, in una fase di maggior acutezza della crisi che aveva iniziato a coinvolgere anche l'andamento dei titoli del settore non finanziario, si è resa necessaria l'adozione da parte della Consob di un provvedimento di divieto generale delle vendite allo scoperto, esteso a tutti i titoli azionari negoziati sul mercato italiano.

Sempre il 10 ottobre è stato chiesto a 33 società di gestione del risparmio, che costituiscono una parte significativa (circa i 2/3) del settore dei fondi comuni italiani, dei fondi esteri riconducibili a gruppi italiani e dei fondi speculativi italiani, di comunicare alla Consob lo stato della liquidità e l'andamento dei disinvestimenti chiesti dai sottoscrittori. Il riscontro dei dati acquisiti ha permesso di constatare la presenza di un buon livello di liquidità nei portafogli gestiti. L'ammontare dei rimborsi richiesti appare allo stato assistito dalla liquidità giacente.

Va rilevato che i fondi speculativi, destinati tipicamente alla clientela istituzionale, hanno registrato - in termini aggregati - deflussi netti nel solo mese di settembre pari a 1,8 miliardi di euro (circa 6 volte i rimborsi netti richiesti in precedenza su base mensile), ossia pari a circa l'8% del patrimonio netto in gestione collettiva di natura speculativa. Tale tendenza, confermata dalle evidenze relative alla prima settimana di ottobre, non è escluso che possa determinare un impatto posticipato, considerato che i rimborsi vengono regolati di norma con periodicità mensile.

Lo stesso 10 ottobre è stato chiesto, ai sensi dell'art. 115 del TUF, agli azionisti rilevanti (con quote superiori al 2%) delle società quotate appartenenti all'indice S&P40 di comunicare alla Consob la situazione attuale dei loro possessori azionari nonché tutte le successive variazioni superiori alla soglia dello 0,50%. La richiesta ha riguardato anche la comunicazione di eventuali partecipazioni detenute a seguito della stipula di contratti derivati.

Con tali iniziative la Consob mira a monitorare la situazione delle compagini azionarie delle principali società italiane e l'origine dei pesanti flussi di vendita registrati sul mercato.

Nelle circostanze attuali potrebbe anche essere opportuno valutare 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%.

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 ostacolare l'acquisto); limitazioni legittime e giustificate in contesti ordinari di mercato diversi da quello attuale.

E' intendimento della Consob continuare ad esercitare con fermezza i propri poteri di vigilanza al fine di contrastare comportamenti anomali o scorretti, per limitare gli effetti che pesanti manovre speculative a danno delle società italiane possono avere sull'integrità del mercato e sulla tutela degli investitori.

Va tuttavia rilevato che i provvedimenti assunti in materia dalle diverse Autorità europee sono risultati frammentati e non sempre di contenuto equivalente, ponendo problemi di arbitraggio regolamentare a favore delle normative meno stringenti.

Per questi motivi il *Committee of European Securities Regulators* (CESR), anche su precisa richiesta Consob, ha istituito il 30 settembre 2008 un'apposita Task Force, con l'obiettivo di un miglior coordinamento delle iniziative delle Autorità di vigilanza nella materia.

Resta sempre aperto il problema delle opportunità elusive concesse dalle giurisdizioni non regolamentate e non cooperative (“paradisi legali”).

L'esposizione del sistema italiano

Gli Uffici della Consob hanno contemporaneamente proseguito l'analisi delle esposizioni del mercato italiano alla crisi, considerando il moltiplicarsi di prospettive negative per i più importanti istituti finanziari internazionali, che si auspica possano trovare un'attenuazione negli interventi disposti in questi giorni dalle autorità di Governo americane e europee.

Nella seconda metà del mese di settembre, sono stati selezionati i 9 gruppi finanziari e soggetti bancari che, in base agli indicatori di mercato¹⁰, presentano il maggiore rischio di credito e che risultano aver collocato prodotti finanziari presso investitori italiani.

¹⁰ I Gruppi Emittenti sono ordinati per rischio di credito calcolato in termini di CDS *spread*. I *credit default swap* (CDS) sono contratti finanziari derivati i cui flussi di cassa dipendono dal verificarsi di un *credit event* (che in aggiunta al fallimento può includere altri eventi quali la sottoposizione ad amministrazione controllata o il mancato pagamento di una o più cedole), entro una determinata scadenza, di un soggetto preso a riferimento (*reference entity*). Il prezzo di un CDS è espresso in punti base annualizzati ed è riferito a un premio pagato dall'acquirente del CDS (che acquista protezione contro l'evento di *default*) al venditore del contratto (che assicura l'acquirente contro l'evento di *default*). Ne discende che il prezzo dei CDS è influenzato dalle valutazioni del mercato sulle probabilità di fallimento e sulla percentuale recuperabile sul valore del credito (*recovery rate*) della *reference entity* ed è pertanto una misura del rischio di credito della medesima.

Il controvalore dei titoli di tali soggetti presenti nei portafogli gestiti su base individuale dagli intermediari finanziari operanti in Italia è pari all'1,47% del totale delle gestioni individuali¹¹.

Il controvalore dei titoli nei patrimoni dei fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano è pari allo 0,77% del totale del patrimonio dei fondi gestiti in Italia¹².

E' evidente che, in assenza degli interventi statali di sostegno a tali gruppi bancari e finanziari in crisi – prevalentemente statunitensi – l'impatto diretto della crisi sui portafogli gestiti avrebbe assunto dimensioni più significative.

LA RIFORMA DELL'ASSETTO DEI CONTROLLI E DELLA REGOLAMENTAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI

Iniziative urgenti

La gravità dell'attuale crisi finanziaria è tale da indurre Governi e Istituzioni internazionali sia all'adozione di misure di effetto immediato sia a riflessioni di più lungo periodo sull'architettura dei controlli e del sistema di regolamentazione dei mercati finanziari.

Negli Stati Uniti, dopo i numerosi fallimenti, salvataggi e nazionalizzazioni, il Governo ha predisposto un piano di intervento a sostegno del settore finanziario.

In Europa, si è inizialmente assistito alla realizzazione di iniziative nazionali di diversa natura (dalla nazionalizzazione all'istituzione di fondi di intervento pubblico). In una prima fase, piena convergenza è stata

¹¹ Si tratta in valore assoluto di 6,02 miliardi di euro.

¹² Si tratta in valore assoluto di 2,07 miliardi di euro.

trovata solo in materia di innalzamento delle soglie minime di assicurazione dei depositi bancari.

I Ministri Finanziari dell'Unione Europea, nell'ambito dell'ECOFIN del 7 ottobre, hanno esaminato l'ipotesi di costituzione di un fondo europeo finalizzato alla ricapitalizzazione e al sostegno delle banche in crisi senza giungere ad un accordo. Tale misura è stata adottata dal Regno Unito l'8 ottobre.

Il Governo italiano con il decreto-legge del 9 ottobre, n. 155, ha previsto la possibilità per il Ministero dell'Economia di intervenire negli aumenti di capitale delle banche che presentano una situazione di inadeguatezza patrimoniale accertata dalla Banca d'Italia e di rilasciare garanzia statale a favore dei depositanti delle banche italiane per un periodo di 36 mesi. Nei prossimi 30 giorni è previsto che siano adottati i decreti attuativi di tali disposizioni.

Domenica 12 ottobre, i Governi dell'Eurogruppo hanno raggiunto un accordo sulle misure per fronteggiare la crisi, con l'obiettivo di innescare una spirale virtuosa che ripristini la capacità delle banche di assicurare i necessari finanziamenti all'economia reale, prevenendo il rischio di contagio del mondo produttivo.

Come è noto, il Piano anti-crisi dei Governi europei si articola in sei misure:

1. Assicurare liquidità alle banche, attraverso la Banca Centrale Europea e le banche centrali nazionali, anche attraverso il taglio dei tassi d'interesse;
2. Agevolare il finanziamento a medio termine delle banche, offrendo la garanzia dello Stato sulle emissioni di titoli di debito bancari con scadenze fino a 5 anni; tale misura è valida fino al 31 dicembre 2009

e potranno accedervi anche le filiali di istituzioni finanziarie straniere con rilevante operatività sul territorio;

3. Consentire ai Governi di intervenire direttamente nelle ricapitalizzazioni delle banche in difficoltà, attraverso ad esempio l'acquisto di azioni privilegiate;
4. Evitare il fallimento di istituzioni bancarie rilevanti, con la necessaria attenzione agli interessi dei contribuenti e assicurando un'attenta valutazione di eventuali responsabilità di azionisti e manager; il salvataggio dovrà essere seguito da un adeguato piano di ristrutturazione;
5. Assicurare adeguata flessibilità nell'applicazione delle regole contabili (regola del *fair value*) agli strumenti finanziari, considerato che i valori espressi in condizioni di mercati illiquidi possono rivelarsi non appropriati e non costituire idoneo strumento di valorizzazione in bilancio degli strumenti finanziari trattati su quei mercati;
6. Rafforzare le procedure di cooperazione tra i Paesi Europei e, in particolare, tra i Governi, il Presidente della Commissione Europea, il Presidente della Banca Centrale Europea e il Presidente dell'Eurogruppo.

L'Ecofin, con il supporto della Commissione Europea e della Banca Centrale Europea, dovrà riferire al Consiglio Europeo sull'attuazione delle misure previste nei Paesi membri.

Il Governo italiano, in attuazione di tali decisioni, ha emanato il giorno successivo - lunedì 13 - un decreto-legge con il quale il Ministero dell'Economia è autorizzato a concedere la garanzia dello Stato sulle passività delle banche italiane di nuova emissione con scadenza fino a cinque anni, nonché ad effettuare operazioni di scambio fra titoli di Stato e

strumenti finanziari o passività di nuova emissione delle banche italiane con scadenza fino a cinque anni.

Per quanto riguarda la revisione dell'interpretazione della regola contabile del *fair value*¹³, essa nasce dalla constatazione che, nelle attuali condizioni di mercato, possano determinarsi eccezionali svalutazioni dell'attivo e rilevanti perdite in conto economico.

Negli Stati Uniti la SEC e il *Financial Accounting Standard Board* (FASB) hanno fornito linee guida aggiuntive per una più corretta applicazione del principio del *fair value* in presenza di turbolenze di mercato e di scarsa liquidità, chiarendo le modalità di utilizzo dei modelli interni di valutazione in luogo dei prezzi di mercato. Il 7 ottobre il Consiglio ECOFIN ha sottolineato la necessità di evitare disparità di trattamento con gli emittenti americani e di prevedere regole contabili adeguate al contesto di mercato, sottolineando, al riguardo, l'esigenza di un rapido intervento da parte della Commissione Europea.

A seguito delle indicazioni formulate dall'ECOFIN, la Commissione Europea ha proposto di apportare modifiche alle attuali regole contabili applicate dalle società quotate dei Paesi europei, convocando una riunione del competente comitato per il 15 ottobre. L'*International Accounting Standards Board* (IASB) già il 13 ottobre ha approvato una modifica al principio contabile IAS 39 con la quale si consente di non valutare al *fair value* gli strumenti finanziari in portafoglio, ad eccezione dei derivati, qualora la società non intenda negoziarli nel breve termine. Tale modifica produrrà i suoi effetti già nella prossima rendicontazione trimestrale.

¹³ La regola del *fair value* prevede la valutazione ai prezzi di mercato degli strumenti finanziari in bilancio.

Si deve tuttavia rilevare che l'applicazione del *fair value* non è da considerare all'origine delle difficoltà che hanno portato alle crisi bancarie. Una diversa applicazione della regola non modifica la qualità complessiva degli attivi e la capacità delle banche di fronteggiare le tensioni di liquidità, all'origine delle tensioni sul mercato.

Se, per la natura e le dimensioni assunte dalla crisi, le misure di intervento hanno riguardato e riguardano in prevalenza profili di stabilità, sono emerse con forza anche questioni che interessano il ruolo delle Autorità preposte a garantire la trasparenza dei mercati e la protezione degli investitori.

Tali Autorità, come detto, sono intervenute, seppur in modo non uniforme, con provvedimenti volti a contenere gli effetti negativi di pratiche speculative, limitando o vietando le vendite allo scoperto sui mercati azionari.

L'esperienza maturata dimostra che provvedimenti regolamentari di tal genere, per essere pienamente efficaci e per evitare la possibilità di arbitraggi regolamentari e la concentrazione di pressioni speculative sulle piazze finanziarie che adottano un approccio più liberista, necessitano di un maggiore coordinamento sul piano internazionale e di una integrale e univoca applicazione da parte di tutti.

E' da segnalare che molteplici iniziative sono state avviate dalle Autorità di vigilanza sui mercati nelle sede internazionali.

In particolare, in sede CESR, sono state adottate le seguenti decisioni:

1. creazione di una "*Task Force Lehman*", presieduta dalla FSA inglese, per individuare l'impatto della crisi *Lehman* anche sugli investitori al dettaglio e agevolare lo scambio di informazioni tra

autorità di vigilanza;

2. creazione di una “*Task Force Short Selling*” per esaminare le misure prese in materia di vendite allo scoperto ed assicurare il necessario coordinamento tra le Autorità, identificando aree di operatività transfrontaliera che sfuggono alle misure adottate a livello nazionale;
3. incarico al gruppo di esperti sul *Clearing e Settlement* di approfondire l’impatto della crisi sui sistemi di post trading (in particolare sulle casse di compensazione);
4. incarico al gruppo di esperti sulle Gestioni Collettive, presieduto dal Presidente Consob, di analizzare l’impatto della crisi di liquidità sul settore dei fondi comuni di investimento, e in particolare dei c.d. fondi monetari, esaminando le eventuali misure necessarie.

La Consob partecipa attivamente, con i propri esperti, a tutte le iniziative.

Nell’attuale eccezionale fase di mercato, potrebbe risultare anche opportuno individuare soluzioni regolamentari concordate volte ad assicurare maggiore elasticità alle attività di intervento da parte degli emittenti, soprattutto bancari e assicurativi, a sostegno della liquidità di mercato dei propri titoli. Nelle condizioni presenti, infatti, anche per effetto di eventi esogeni alla sfera societaria, si registra un sensibile disallineamento tra domanda e offerta di strumenti negoziati nei mercati regolamentati, caratterizzato da volumi ridotti in acquisto e volumi elevati in vendita.

* * *

Iniziative di medio-lungo periodo

Richiedono inevitabilmente tempi meno brevi gli interventi volti ad incidere sulle cause strutturali della crisi attraverso modifiche regolamentari e dell’assetto istituzionale dei sistemi di vigilanza.

In alcune aree si ritiene necessario introdurre norme più stringenti e armonizzate, privilegiando approcci e modelli di vigilanza che contengano gli effetti potenzialmente destabilizzanti dell'innovazione finanziaria.

In particolare, è necessario intervenire per aumentare la trasparenza nei mercati primari e secondari dei prodotti strutturati e assicurare maggiori informazioni sull'effettiva distribuzione del rischio tra gli operatori e sui loro modelli di gestione dei rischi. Funzionali a tali obiettivi sono gli interventi in materia di agenzie di *rating*, informativa continua sui prodotti strutturati, sviluppo di mercati liquidi ed efficienti, non escludendo ipotesi di revisione delle regole contabili, da rendere però uniformi e da tutti integralmente attuate.

Istituzioni e autorità di vigilanza hanno da tempo avviato un intenso dibattito sull'opportunità di introdurre una regolamentazione pubblica delle agenzie di *rating*. Si attende l'imminente presentazione da parte della Commissione Europea di una proposta di direttiva o di regolamento.

La Consob intende anche farsi promotrice in sede europea ed internazionale di iniziative volte ad un riesame della normativa relativa alla trasparenza sia sul mercato primario sia su quello secondario, riproponendo istanze già sollevate nell'ambito dei negoziati delle recenti direttive europee e a suo tempo risultate purtroppo minoritarie.

In particolare, è importante che le Istituzioni europee sviluppino iniziative già annunciate, quali quella sull'estensione delle norme di trasparenza e correttezza ai prodotti finanziari non tradizionali. Si pensi ai prodotti assicurativo-finanziari, allo stato non regolati a livello europeo.

La Consob intende inoltre riproporre le osservazioni a suo tempo formulate

nel dibattito che ha portato all'approvazione della direttiva MiFID ed anche queste risultate purtroppo minoritarie, tra cui l'obbligo per gli intermediari di fornire informazioni dettagliate agli investitori sui singoli specifici prodotti proposti, nonché sui profili di rischio e rendimento, valutandone appieno l'adeguatezza.

Anche le disposizioni che regolano le transazioni tra investitori qualificati meritano una revisione. Pur condividendo l'obiettivo di non introdurre regole eccessive e tenendo sempre presente l'esigenza di considerare con massima cautela ogni aggravio dei costi, è opportuno che le transazioni su questo mercato rispettino i principi generali in materia di conflitti di interesse, di informazione minima e di correttezza.

Il settore dei gestori collettivi merita anch'esso una pronta revisione. In sede europea l'armonizzazione riguarda solo il limitato settore dei gestori di fondi aperti commercializzati agli investitori al dettaglio.

I recenti avvenimenti sollecitano infine ad una riflessione sull'opportunità di assoggettare i fondi *hedge* a vigilanza, anche a fini di stabilità, considerato il ruolo che possono assumere nell'operatività dei mercati del credito e dei titoli.

* * *

CONCLUSIONI

La drammatica crisi che stiamo vivendo - e che si spera possa avere allentato la sua morsa da ieri - ha costretto gli operatori, le Istituzioni e i risparmiatori ad affrontare con maggiore consapevolezza e più forte senso

di responsabilità le debolezze strutturali del sistema finanziario; debolezze che erano meno visibili e destavano minori preoccupazioni nelle fasi di crescita che l'economia mondiale ha vissuto fino a poco tempo fa.

Tutte le componenti del mercato devono oggi concorrere con forte impegno a creare le condizioni per il ripristino di un clima di fiducia.

Al termine della crisi, infatti, è ipotizzabile che il mercato possa operare sulla base di maggiori cautele nell'accettazione di prodotti e strumenti finanziari molto sofisticati; sulla base di regole internazionali più rigorose e più armonizzate sia nella formulazione sia nell'applicazione; infine, sulla base della dovuta assunzione di responsabilità e del rispetto di principi etici da parte degli intermediari finanziari.

Le Autorità di Governo sono intervenute con tempestività e in via d'urgenza per tentare di fugare i timori dei risparmiatori ed aiutare gli intermediari bancari più colpiti dalla crisi di liquidità e dalle conseguenti tensioni patrimoniali.

Le iniziative a tutela dei depositanti hanno rappresentato un primo fondamentale passo per contrastare il contagio della crisi di fiducia a tutto il sistema economico, che in qualche istante ha fatto temere un contagio da panico.

Infatti, la tutela del risparmio implica innanzitutto la necessità di trovare adeguate forme di salvaguardia degli interessi dei piccoli investitori, che l'innovazione dei prodotti finanziari e dei sistemi di intermediazione ha reso esposti a rischi non adeguati alle loro caratteristiche e conoscenze.

Il primo obiettivo è quello di assicurare piena trasparenza e conoscibilità dei rischi relativi ai prodotti finanziari offerti sul mercato. L'intermediario, che deve informare sulle caratteristiche di prodotti spesso complessi, potrà e dovrà acquisire maggiore consapevolezza dell'adeguatezza del prodotto offerto e dovrà assumere quindi maggiori responsabilità nei confronti dei propri clienti.

In proposito va segnalato che le competenze di intervento della Consob non sono estese a tutti i prodotti finanziari presenti sul mercato e soprattutto alle offerte provenienti dall'estero che beneficiano del passaporto europeo.

Sul piano dei comportamenti degli intermediari, la Consob ha in corso un potenziamento dell'azione di vigilanza sul rispetto delle regole e sono in fase di emanazione linee-guida sul comportamento degli intermediari nella distribuzione di prodotti illiquidi, sulla base di indirizzi già sottoposti a consultazione.

Ugualmente sono prossime all'emanazione disposizioni secondarie relative all'attivazione del fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori e del sistema di conciliazione e arbitrato; la procedura di consultazione sulla disciplina della conciliazione e arbitrato è terminata il 30 settembre.

All'attività regolamentare e di vigilanza, la Consob affianca iniziative di *investor education*, affinché i piccoli investitori acquisiscano più consapevolezza delle caratteristiche dei diversi prodotti finanziari e sappiano tutelarsi meglio di fronte a prospettive di rischio non adeguate, spesso correlate a previsioni di elevati rendimenti.

Snodo fondamentale per il corretto funzionamento del sistema rimane il comportamento degli intermediari, che dovrà, con uno sforzo di

consapevole determinazione, uscire rinnovato dalla crisi, a salvaguardia sia della propria stabilità patrimoniale sia della correttezza della condotta assunta nei confronti dei clienti.

Gli intermediari dovranno assumere in pieno il ruolo, che la normativa assegna loro, di sostegno reale dei risparmiatori nelle scelte di investimento e di supporto all'attività produttiva industriale e commerciale, rifiutando la tentazione di attività meramente speculative.

L'impegno della Consob, nell'interesse dell'integrità del mercato e di tutti coloro che in esso operano – imprese e risparmiatori non ultimi – continuerà ad essere assoluto, svolgendosi in fase di vigilanza, anche con la collaborazione della Guardia di Finanza, per la verifica del più integrale rispetto delle regole e da ultimo anche delle misure restrittive adottate in questi giorni, perseguendo con i mezzi a disposizione le condotte che risulteranno adottate in violazione delle regole di mercato ovvero delle norme in materia di abusi, e in fase di prevenzione, anche segnalando alle Autorità consorelle ogni elemento atto a consentire interventi utili e coordinati.

Al Governo, in particolare nella persona del Ministro dell'Economia, come previsto dall'art. 1, comma 12, della legge 216 del 1974, è stata e sarà tempestivamente sottoposta ogni informazione e ogni utile segnalazione. In sede di Comitato per la Salvaguardia della Stabilità finanziaria sarà fornita in continuità ogni coordinata collaborazione.

Si conferma, infine, la più ampia disponibilità a corrispondere a ogni richiesta del Parlamento ed a fornire, nell'ambito delle competenze d'Istituto e dell'esperienza acquisita, piena e grata rispondenza.