

Università Commerciale

Luigi Bocconi

*LINEE GUIDA
PER LE VALUTAZIONI ECONOMICHE:
L'OTTICA ISTITUZIONALE*

*Intervento
del Presidente della Consob
Lamberto Cardia*

Milano, 23 novembre 2009

Ringrazio la Bocconi, e in particolare il Prof. Guatri e il Prof. Uckmar, quale coautore della ricerca, per l'invito rivoltomi che mi onora e per l'argomento di alta rilevanza e di palpitante attualità della ricerca stessa che, nel difficile momento che stiamo vivendo, ci invita a riflettere e ci impegna a meditare, specie sugli errori.

La ricerca non è certo limitata agli errori ma, nel breve tempo a ciascuno assegnato, non posso fare a meno di esprimere il mio massimo apprezzamento per il coraggio, oltretutto per la qualità del lavoro e per un metodo che tanti di noi (tutti?) – quale che sia l'attività svolta – dovrebbero prendere in considerazione per esaminare e per interrogarsi sull'attività svolta, sulle valutazioni e/o sulle previsioni formulate o apprezzate, ma ancor più sugli effetti che in tutti i campi (civile – tributario, ma specie penale) ne possono conseguire.

Ciò premesso, ma fermamente richiamato, limito il mio intervento ad aspetti di specifica attinenza con le funzioni della Consob e in particolare sulla trasparenza e correttezza.

L'informazione finanziaria costituisce uno degli elementi fondamentali per l'efficienza delle transazioni sui mercati dei valori mobiliari, in quanto influisce sulla trasparenza e la correttezza del processo di formazione dei prezzi.

In relazione a tale funzione dell'informazione finanziaria la Consob è chiamata dall'ordinamento nazionale e comunitario a svolgere la vigilanza sulla correttezza dei dati e delle notizie che pervengono al mercato.

Ciò comporta l'attivazione di poteri d'indagine e di intervento correttivo o integrativo dell'informazione societaria, secondo le regole comuni che le direttive dell'Unione hanno assegnato ai *regulators*, la cui applicazione è discussa e confrontata in via continuativa nell'ambito del CESR (*Committee of European Securities Regulators*).

Rispetto alla funzione di vigilanza svolta dalla Consob sulla correttezza dell'informazione contabile, il nuovo contesto normativo – gli IAS introdotti nel nostro ordinamento a partire dal 2005 – presenta sfide di particolare novità e complessità.

Si tratta infatti di regole che, superando molti degli schemi classici della rendicontazione contabile, fanno riferimento a concetti e tecniche tipici delle valutazioni d'azienda.

Viene cioè largamente richiesto dalle regole contabili internazionali che le valutazioni di bilancio si fondino su stime dei risultati futuri dell'azienda nonché sul valore di scambio attribuibile a singoli beni o all'intero complesso aziendale.

Ciò comporta che la corretta redazione dei conti faccia riferimento a criteri che finora non hanno trovato una stretta codificazione, né un'univoca formulazione da parte della dottrina.

Questi mutamenti rendono quindi innanzitutto necessario che si incardini un processo virtuoso di analisi dei comportamenti delle imprese e di formulazione di linee-guida utili sia per i redattori che per i lettori dei bilanci.

Il progetto di ricerca condotto dall'Università Bocconi deve quindi essere salutato come un ben utile contributo al miglioramento della qualità dell'informazione finanziaria e al perseguimento di regole chiare e univoche, da tutti ugualmente applicabili.

In questo contesto, la vigilanza sui nuovi bilanci richiede in larga parte uno sforzo di analisi delle procedure e dei criteri di valutazione di cui si sono dotati le società quotate.

Molto più che in passato la vigilanza implica verificare la ragionevolezza dei sistemi previsionali approntati dalle società quotate nonché la validità dei meccanismi di controllo della gestione e validazione dei dati che vengono riportati nei bilanci.

Direttamente strumentale all'esercizio dell'azione di vigilanza è la funzione di indirizzo che le Autorità – e tra queste la Consob – svolgono nei confronti delle società emittenti, indicando e raccomandando comportamenti e standard informativi utili ad aumentare la trasparenza del mercato nei diversi momenti del ciclo economico.

In tale contesto, nel recente periodo di turbolenza delle economie mondiali gli organismi di vigilanza hanno attivamente partecipato al dibattito sulla necessità di adattare le regole del bilancio alle nuove esigenze che progressivamente e con forza venivano evidenziate dal mercato.

Ciò sia per aumentare la trasparenza dell'informazione sui rischi affrontati dalle imprese, sia per aumentare la coerenza tra le regole contabili e le nuove sfide poste dal peggioramento degli andamenti economici delle imprese.

Ci si riferisce in particolare alla necessità sottolineata da tutti gli organismi di regolamentazione di addivenire a mutamenti delle regole contabili più sensibili alle avversità del ciclo economico e, soprattutto, di quelle che la turbolenza dei mercati rendeva di più incerta applicazione.

Tra queste i criteri di valorizzazione degli strumenti finanziari e le modalità di rilevazione delle perdite di valore degli investimenti (il cosiddetto *impairment*).

Per quanto riguarda la valutazione degli strumenti finanziari la recente turbolenza dei mercati ha evidenziato necessità di intervento sulle regole che presiedono alla rilevazione degli strumenti finanziari secondo il valore corrente (il *fair value*).

E' infatti emersa la necessità di semplificare e chiarire alcune procedure dettate dal principio contabile internazionale n. 39 (*Financial Instruments: Recognition and Measurement*).

Tale criterio (il *fair value*) ha presentato il notevole vantaggio di far emergere con chiarezza la presenza di rischi finanziari, che i bilanci redatti secondo le previgenti regole non avrebbero consentito di conoscere.

Ad esempio, è stato grazie alla valutazione al *fair value* che sono emerse le esposizioni delle imprese in strumenti derivati, attraverso l'indicazione degli oneri dovuti all'oscillazione dei prezzi relativi a tali strumenti, che non sarebbero state altrimenti rappresentate nei bilanci.

In tal modo, il mercato ha potuto conoscere quale fosse l'impiego delle risorse aziendali e le aspettative di reddito o di perdita che ne derivavano.

La crisi in corso ha però evidenziato la necessità di considerare più attentamente l'effetto di amplificazione dei risultati sia positivi che negativi dovuti all'oscillazione del ciclo economico (il c.d. effetto pro - ciclico) che la valutazione al *fair value* può avere nella rappresentazione dei risultati aziendali e l'adeguatezza delle informazioni che vengono fornite attraverso il bilancio.

Secondo non pochi osservatori, in presenza di turbolenze dei mercati, i risultati delle imprese avrebbero risentito in maniera troppo diretta, e ovviamente negativa, delle oscillazioni dei prezzi, esasperando le difficoltà d'impresa.

È stato rilevato che, in un contesto di turbolenza dei mercati, non tutti gli strumenti iscritti in bilancio dovrebbero risentire delle oscillazioni dei prezzi, suggerendo, in particolare di escludere dalla rendicontazione gli

effetti negativi delle oscillazioni temporanee di prezzo relative a strumenti finanziari che le imprese hanno l'intenzione (e la capacità) di detenere nel lungo periodo.

Partendo da tali esigenze, a riscontro delle richieste provenienti da tutti i più autorevoli forum internazionali (G 20, *Financial Stability Forum*, IOSCO) l'International Accounting Standard Board (IASB) con un primo intervento d'urgenza, il 13 ottobre 2008, ha emanato una modifica al principio 39, prevedendo la possibilità di riclassificare gli strumenti finanziari dalla categoria "*posseduti per negoziazione*" e quindi valutati *fair value* con imputazione a conto economico alla categoria "*posseduti fino alla scadenza*" e quindi valutati al costo, qualora l'intenzione della direzione aziendale sia quella di non procedere alla loro vendita nel breve periodo.

Tale standard è stato recepito con procedura d'urgenza nell'ordinamento comunitario il 15 ottobre 2008 (Regolamento (CE) 1004/2008).

Ciò ha consentito a molte imprese quotate di ridurre parte significativa della volatilità indotta sui bilanci d'impresa dal repentino mutamento delle variabili finanziarie.

Lo IASB ha poi messo in cantiere modifiche più sistematiche alle proprie regole sulla valutazione e rappresentazione in bilancio degli strumenti finanziari, prevedendo interventi sul principio contabile 39 suddivisi in tre aree:

- le regole di classificazione e misurazione;
- la rilevazione delle perdite di valore (*impairment*);
- la contabilizzazione delle operazioni di copertura (*hedge accounting*).

La prima fase è stata ultimata con l’emanazione da parte dello IASB del nuovo principio sugli strumenti finanziari, *International Financial Reporting Standard* n. 9 (IFRS 9 *Financial Instruments*) lo scorso 12 novembre.

Il nuovo standard (IFRS 9), pur andando nella direzione richiesta dallo IASB da parte dei governi e delle Autorità di vigilanza, richiede un’attenta valutazione per gli impatti che può avere sulle imprese e sulla qualità dell’informazione finanziaria.

Per tale motivo, la Commissione Europea ha comunicato di aver interrotto ufficialmente l’adozione dell’IFRS 9 nell’ambito del diritto

comunitario attraverso il cosiddetto processo di omologa, al fine di esaminare il nuovo principio congiuntamente con gli altri documenti che lo IASB deve emanare nell'ambito della riforma dello IAS 39, attesi nel 2010.

Per quanto riguarda la seconda fase – le perdite di valore degli strumenti finanziari – lo IASB ha appena pubblicato (5 novembre u.s.) la proposta di modifica delle regole sulla svalutazione delle attività finanziarie iscritte al costo ammortizzato in bilancio, basata su un nuovo modello di *impairment* fondato sulla logica della perdita attesa (*expected loss*) e non più sul concetto di perdita sostenuta (*incurred loss*)

Per la terza fase (contabilizzazione delle operazioni di copertura, cd *hedge accounting*) si attende la pubblicazione delle proposte di modifica dello IAS 39 entro la fine del 2009 e l'emanazione del principio definitivo entro il 2010.

In una prospettiva nazionale si ritiene utile segnalare che l'attenzione della Consob si sta concentrando soprattutto sul monitoraggio di quelle variabili critiche che furono portate all'attenzione delle imprese con la raccomandazione emanata dalla Consob, insieme alla Banca d'Italia ed all'ISVAP, lo scorso 6 febbraio c.a..

Con tale raccomandazione le tre Autorità hanno richiamato le imprese ad una puntuale ed esaustiva applicazione delle norme e dei principi contabili internazionali (IAS/IFRS). Ciò in quanto un'appropriata trasparenza informativa può contribuire a ridurre l'incertezza e le sue conseguenze negative.

Il predetto Documento è stato predisposto nell'ambito dell'“*Accordo di coordinamento in materia di applicazione degli IAS/IFRS*” con le Autorità di vigilanza del settore bancario ed assicurativo (Banca d'Italia ed Isvap) sulla correttezza e trasparenza delle informazioni finanziarie.

Con esso non si sono volute stabilire nuove regole, in quanto non vengono introdotti ulteriori obblighi di informativa rispetto a quelli previsti dagli IAS/IFRS.

L'esercizio svolto è stato quello di individuare quelle aree del bilancio che presumibilmente risentono maggiormente dell'attuale situazione di crisi e sulle quali più elevata è la domanda di informazioni da parte del mercato. Ciò al fine di esortare le società a prestare la massima attenzione nell'applicazione degli IAS/IFRS fornendo la più ampia informativa sulla propria situazione economico-patrimoniale e finanziaria.

Tale raccomandazione ha registrato una positiva reazione da parte delle imprese e del mercato e, da una prima osservazione, è possibile affermare che, almeno in via generale vi sia stata un'adesione convinta degli operatori alle indicazioni ricevute, fornendo elevati livelli di trasparenza sulle situazioni finanziarie delle imprese quotate.

Il particolare momento del ciclo economico ha comportato il diffondersi di situazioni di crisi economico-finanziaria anche tra le società quotate, soprattutto per quelle di dimensione medio piccola o operanti nei settori che più hanno risentito della contrazione della domanda.

L'ordinato funzionamento dei mercati finanziari richiede che tali imprese forniscano un quadro particolarmente aggiornato della propria situazione finanziaria nonché degli impatti che la crisi comporta sul realizzarsi dei piani aziendali.

Queste esigenze hanno indotto la Consob a migliorare il già esistente sistema di informazione sulla situazione delle imprese in difficoltà prevedendo che al realizzarsi di alcuni sintomi di conclamata crisi gestionale vengano diffusi dati su base mensile o trimestrale sulle principali variabili finanziarie.

Nel mese di luglio la Commissione ha infatti previsto di richiedere – ai sensi dell’articolo 114 del TUF - a tutte le imprese che presentavano rilevanti profili di criticità relativi alla continuità aziendale - attestati tra l’altro dall’impossibilità ad esprimere un giudizio sui bilanci o da giudizi negativi, ovvero dalla presenza di deficit patrimoniali - la diffusione di comunicati stampa mensili recanti un set prefissato di informazioni standard, che includono la posizione finanziaria netta, le posizioni debitorie scadute e i rapporti verso parti correlate.

Per tali società la Consob ha, inoltre, richiesto di riportare nella documentazione contabile periodica specifiche informazioni in merito al rispetto dei piani industriali e dei piani di ristrutturazione del debito.

A questo intervento si affianca la richiesta alle società - che, pur non presentando uno stato di conclamata crisi aziendale, avevano evidenziato nelle rendicontazioni contabili l’esistenza di incertezze sulla continuità aziendale – di diffondere le stesse informazioni su base trimestrale.

* * *

La crisi ha mostrato che l'assenza di trasparenza può minare la stabilità.

Durante la crisi il valore attribuito ai titoli cartolarizzati (che incorporavano mutui ipotecari di cattiva qualità) rappresentava sostanzialmente l'andamento di un segmento del mercato finanziario, con collegamenti sempre più lontani dai valori reali rappresentati dagli strumenti finanziari. Ciò è tanto più significativo quando il valore economico sottostante è rappresentato da beni immobili.

Un sistema creato originariamente per assicurare il trasferimento dei rischi di credito (*credit risk transfer*) sui soggetti maggiormente atti a sopportarlo e quindi per migliorare la sicurezza si è rivelato come uno dei principali fattori della crisi. I rischi, lungi dall'essere stati eliminati sono, infatti, esplosi simultaneamente sui diversi mercati.

Se la fase espansiva dell'economia mondiale ha consentito di non porsi troppe domande sulla bontà delle strategie adottate, con il cambiamento del quadro macro-economico si è determinata una brusca interruzione del meccanismo.

La riduzione del valore degli immobili e la crescita dei tassi di interesse ha determinato un aumento significativo delle insolvenze sui mutui

ipotecari, con una immediata ripercussione negativa sul valore dei titoli garantiti dai crediti relativi a tali mutui.

La difficoltà di conoscere la reale dimensione dei rischi e l'effettiva esposizione dei singoli intermediari ha iniziato a minare la fiducia degli investitori nello stesso funzionamento del sistema finanziario.

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

Il sistema bancario è diventato l'anello di trasmissione della crisi che, nata nel segmento dei mutui, ha contagiato velocemente l'intero sistema finanziario.

La crisi di liquidità sul mercato dei titoli cartolarizzati si è trasformata quindi in una crisi di liquidità bancaria che a sua volta si è ripercossa sui mercati azionari, sui quali sono stati disinvestiti titoli per acquisire liquidità.

Per gli intermediari più esposti, infatti, le forti svalutazioni degli strumenti finanziari in portafoglio hanno determinato una significativa erosione del patrimonio, inducendoli a disinvestimenti e a richieste di

capitali freschi, con ulteriori effetti di avvitamento della crisi e di contenimento del credito agli investimenti.

E' noto infatti che il canale di trasmissione degli effetti della crisi finanziaria verso l'economia reale è connesso al fatto che la fragilità degli assetti patrimoniali del sistema bancario può comportare una stretta creditizia che incide negativamente sulle prospettive di crescita e di redditività delle imprese non finanziarie, riducendo le possibilità di investimento e innescando un circolo vizioso con effetti negativi sulla crescita e sull'occupazione.

Anche le famiglie, la cui avversione al rischio aumenta fortemente in fasi di incertezza, indirizzano il proprio risparmio verso strumenti molto liquidi, quali i titoli di Stato, preferibilmente con scadenze brevi. La possibilità di collocare obbligazioni sul mercato diventa sempre più difficile ed onerosa.

Le difficoltà di rifinanziamento della raccolta a medio e lungo termine del sistema bancario incidono ulteriormente in modo negativo sulla possibilità di accordare credito al settore produttivo.

Sono cominciati così ad emergere segnali di irrigidimento degli standard di concessione dei prestiti da parte delle banche; allo stesso tempo, le

condizioni del mercato dei capitali hanno reso complesse e onerose le operazioni di raccolta azionaria e obbligazionaria, soprattutto per le imprese più piccole e con più basso merito di credito.

Gli equilibri finanziari delle imprese hanno iniziato a vacillare con effetti di amplificazione della crisi e conseguenze molto negative sui progetti industriali e sull'occupazione.

La crisi ha dimostrato e dimostra che la stabilità del sistema può dipendere in ultima istanza dal tasso di fiducia presente a livello mondiale.

A sua volta la fiducia dipende fundamentalmente dai valori di trasparenza e correttezza. So cosa compro, da chi lo compro e se il prezzo è correttamente stabilito.

Senza trasparenza e correttezza si genera incertezza e l'incertezza determina instabilità. Il bilancio quale strumento di trasparenza diventa presidio di fiducia e quindi di stabilità.

* * *

Le soluzioni ai problemi della corretta rappresentazione in bilancio della realtà aziendale vanno cercate e trovate a livello globale.

La tendenza a guardare al solo mercato domestico contraddice la logica del mercato unico integrato.

L'eccezionalità della crisi non richiede solo misure rapide ed eccezionali, ma riflessioni eccezionali, che contrastino la tendenza – pronta a riaffacciarsi non appena si diradano le nubi all'orizzonte – ad assumere posizioni che tengano conto esclusivamente dell'interesse nazionale.

Le posizioni divergenti provengono dalla storia e dalle caratteristiche anche economiche dei diversi paesi.

Il nuovo ordine mondiale richiede però che si ripensino i pesi delle diverse aree geografiche e culturali nel processo decisionale.

La crisi finanziaria si è potuta propagare, assumendo connotati di gravità senza precedenti, grazie anche ad un approccio regolamentare fortemente influenzato dalla cultura giuridica di matrice *common law* che ha condizionato profondamente anche la produzione normativa dell'Unione Europea e di Paesi ancor più lontani.

Aver fatto del G20 la sede principale di indirizzo mondiale in campo economico significa essere disponibili a riconsiderare questi pesi, a riconoscere che tra le economie trainanti la crescita non possono non essere considerati Paesi quali Cina, India e Brasile a loro volta portatori di tassi elevati di “diversità” all’interno di questi consessi. Questo richiede, pena una perdita netta di influenza nonostante il peso economico e l’ammontare di popolazione rappresentata, un rafforzamento dell’identità europea e un pieno riconoscimento del ruolo dell’Unione Europea nel consesso internazionale.

I singoli paesi dell’Europa non possono più operare individualmente come blocchi omogenei dotati di identità differenziate e devono trovare un’identità europea che sarà certamente complessa e eterogenea, ma rappresenterà un’anima e una radice alla fine condivisa. Dobbiamo trovare un senso di appartenenza ad un’area più vasta del borgo in cui si risiede.

Nel settore dei mercati finanziari il processo di integrazione delle regole è stato lungo, faticoso e per molti aspetti incompleto, essendosi sin qui concentrato sul favorire l’esportazione di servizi finanziari piuttosto che le attività di vigilanza sugli operatori finanziari. Ostacoli sono venuti da chi

non ha voluto sacrificare all'Europa la propria autonomia decisionale e la crisi ha reso evidente le lacune che ne sono derivate.

E' necessaria una forte volontà politica per condurre a termine in Europa e nel mondo un processo di riforma che, alla fine, potrà anche comportare una riduzione delle discrezionalità e delle competenze nazionali.

La rinuncia alla sovranità nazionale relativamente a taluni ambiti della disciplina e della vigilanza sui mercati finanziari è coerente con il dettato costituzionale là dove funzionale al perseguimento, in condizioni di parità, di un bene comune per il nostro Paese e per gli altri Stati membri dell'Unione Europea.

Le resistenze di taluni Paesi, tuttavia, appaiono così forti che taluni hanno iniziato a discutere di una possibile Europa dei mercati finanziari a due velocità. In altre parole, nell'area dell'Euro, in cui i Paesi condividono la moneta unica, alcuni/molti ritengono che così si potrebbe più agevolmente arrivare ad una integrazione della vigilanza sugli operatori e sui mercati finanziari.

Dovrà essere trovato un bilanciamento di interessi che ripartisca in modo equo ed equilibrato sacrifici di tradizioni e prassi di regolamentazione

nazionali e che possa trovare elemento unificante nei principi di tutela dei risparmiatori e di trasparenza e correttezza dei mercati.

Principi che rappresentano il presupposto del recupero della fiducia sui mercati e che, mai come in questo momento, non devono essere sacrificati ad altre finalità.

La crisi finanziaria insegna che sono necessarie riforme degli assetti istituzionali e normativi che pongano al centro delle regole l'obiettivo della protezione degli investitori, presupposto fondamentale per ricreare le condizioni di fiducia atte a consentire il superamento della crisi e il ripristino di durature condizioni di stabilità dei sistemi finanziari.

* * *

Ove si dovesse procedere con progressivi compromessi e senza un'alta visione degli interessi collettivi e quindi del bene comune – con prevalenza invece di interessi domestici – sarà difficile poter affermare di avere tratto dalla crisi i dovuti insegnamenti e di avere operato in modo idoneo ad evitare il ripetersi di situazioni di globale pericolo.

La ricerca e gli studi di centri di eccellenza e dei migliori di noi – e tra gli studenti della Bocconi certamente ve ne sono molti – possono ben

concorrere a indicare gli errori del passato e la via da perseguire nel futuro.

Ma resta fermo il mio convincimento che, a base di un proficuo operare debbano esserci – ripeto – regole chiare, certe e da tutti ugualmente e fermamente applicate.