

LA CRISI FINANZIARIA E GLI ASSETTI ISTITUZIONALI DELLA VIGILANZA

Un anno fa di questi tempi due erano le espressioni ricorrenti: turbolenza finanziaria e incertezza delle prospettive. Nessuno parlava di “crisi economica”. Si coltivava la speranza che ai segnali negativi di effetti sistemici, già presenti nell'estate del 2008, potesse non corrispondere un'evoluzione così grave da sospingere i sistemi e le economie globali in una crisi senza precedenti. In entrambi i casi, ci si affidava ad una sorta di pregiudizio di stabilità del sistema bancario.

Nel 2008 la crisi finanziaria, partita negli Stati Uniti dal settore dei mutui a basso merito di credito (*subprime*), contagiava i più importanti operatori finanziari internazionali e tutti i mercati mondiali.

La decisione delle autorità americane di lasciar fallire *Lehman Brothers*, resa nota al mercato il 15 settembre e da molti considerata improvvida, imprimeva nuova intensità e velocità alla emersione della crisi, scuoteva la fiducia di operatori e investitori alimentando un clima di fortissima tensione, di incertezza e, in alcuni momenti, di panico sui mercati.

Si diffondevano velocemente preoccupazioni sulla solidità delle banche d'affari. Il non adeguato livello di trasparenza sulle situazioni patrimoniali rendeva ogni previsione incerta. Il brusco aumento del rischio di controparte determinava una drastica riduzione di liquidità sul mercato interbancario e un aumento dei tassi a breve termine, nonostante ingenti e tempestive iniezioni di liquidità da parte delle banche centrali. Ulteriori crisi di istituzioni finanziarie, non solo bancarie, si manifestavano in Europa e negli Stati Uniti.

È in questa fase che ha preso corpo a livello mondiale la consapevolezza della natura sistemica della crisi, riflessa da cadute dei mercati azionari, in particolare dei titoli del settore finanziario, di entità straordinaria.

La carenza di mezzi propri del sistema bancario e le difficoltà di ricorrere

al mercato dei capitali per reperire risorse hanno progressivamente sottoposto a forti tensioni gli equilibri anche delle società non finanziarie. Si è così aggravata la spirale recessiva dell'economia internazionale.

Le prospettive restano oggi caratterizzate da profonda incertezza. I soggetti più deboli, sia nel mondo delle imprese che tra gli investitori, sono esposti a rischi maggiori.

Solo le imprese di più grandi dimensioni riescono a reperire sul mercato capitale proprio ed a collocare prestiti obbligazionari senza gravi difficoltà né a costi da considerare eccessivi.

Gran parte delle imprese medio-piccole, trama fondamentale del tessuto imprenditoriale italiano, trova difficoltà e potrebbe correre rischi di asfissia finanziaria. Si sta interrompendo un processo di ristrutturazione industriale del settore che negli anni scorsi aveva cominciato a produrre risultati incoraggianti in termini di produttività e competitività internazionale.

La borsa italiana ha subito più di altri mercati gli effetti della crisi, anche per il più elevato peso dei titoli del settore bancario nel nostro listino.

Nel 2008 la flessione degli indici azionari italiani è stata pari a quasi il 50%, superiore a quella delle altre principali piazze finanziarie internazionali¹. Nel primo semestre del 2009 gli indici del mercato italiano si sono riportati su livelli prossimi a quelli di fine 2008, recuperando negli ultimi quattro mesi gran parte dell'ulteriore significativa caduta registrata in gennaio e febbraio².

¹ Nel 2008 negli Stati Uniti l'indice Dow Jones ha perso il 33,84 per cento e il Nasdaq il 40,54 per cento; in Europa l'indice S&P Mib di Milano ha perso il 49,53 per cento, il FTSE 100 di Londra il 31,33 per cento, il CAC 40 di Parigi il 42,68 per cento, il DAX 30 di Francoforte il 40,37; in Asia il NIKKEI 225 di Tokio ha perso 42,12 per cento, l'Hang Seng di Hong Kong il 48,27 per cento, lo SE A di Shanghai il 65,38 per cento.

² Dall'inizio del 2009 al 10 luglio, gli indici FTSE Mib e FTSE All Share – che dal 1° giugno 2009 hanno rispettivamente sostituito gli indici S&P Mib e Mibtel – hanno perso l'8,34 per cento e il 6,61 per cento. Da inizio anno al 9 marzo, giorno in cui si è raggiunto il livello minimo delle quotazioni degli ultimi 18 mesi, la perdita dello S&P Mib era stata pari a circa il 35 per cento.

L'andamento del mercato ha accentuato gli elementi di debolezza

strutturale del mercato azionario italiano, sia in termini di dimensioni assolute che di numero di società quotate. Il rapporto tra capitalizzazione e prodotto interno lordo è tornato sui livelli della metà degli anni '90; le nuove quotazioni sono state 9 negli ultimi 18 mesi, a fronte di 23 cancellazioni dal listino. Sono ancora in fase embrionale i due sistemi multilaterali di negoziazione istituiti da Borsa Italiana per favorire la quotazione di piccole e medie imprese³.

Il processo di integrazione di Borsa Italiana con il *London Stock Exchange* si confronta con una competizione più accentuata da parte di piattaforme alternative di negoziazione e di sistemi interni degli intermediari, che spesso beneficiano di asimmetrie regolamentari.

La risposta strategica alle sfide competitive dovrebbe salvaguardare il ruolo e le prospettive di sviluppo della piazza finanziaria italiana, di cui la Consob, anche in questa sede, ha più volte segnalato rischi di impoverimento.

La progressiva riduzione del peso degli intermediari italiani nell'azionariato del gruppo indebolisce notevolmente la possibilità che vengano valorizzate al meglio le competenze e le infrastrutture del mercato italiano.

Il quadro regolamentare nei principali mercati finanziari si è rivelato non preparato a prevenire e fronteggiare le tensioni indotte dalla crisi e a gestire il fallimento di imprese finanziarie di dimensione transnazionale.

La concorrenza tra ordinamenti ha privilegiato le piazze finanziarie caratterizzate da pratiche di vigilanza dal "tocco leggero" e da politiche di regolamentazione basate su principi non sempre accompagnati da disposizioni attuative precise ed omogenee.

³ AIM Italia e MAC – Mercato Alternativo del Capitale.

Oggi anche in questi sistemi sta emergendo una nuova consapevolezza della centralità del principio di tutela dei risparmiatori. Vanno in questa direzione il piano annunciato recentemente dal Presidente degli Stati Uniti, che prefigura importanti riforme istituzionali in materia di protezione degli investitori e di rafforzamento della trasparenza dei mercati, e le raccomandazioni del Rapporto Turner nel Regno Unito.

La crisi ha così messo in discussione l'intera architettura della vigilanza, il ruolo degli organismi internazionali e gli standard regolamentari.

Le nuove regole globali di cui si discute dovrebbero infatti applicarsi a tutti gli operatori attivi sui mercati finanziari, consentendo di superare i problemi creati dallo sviluppo di "sistemi bancari-ombra" e da una crescita incontrollata delle transazioni fuori mercato.

Si è anche riconosciuta l'esigenza di coinvolgere maggiormente i paesi emergenti. L'*International Organization of Securities Commissions (IOSCO)* ha cooptato nel proprio Comitato Tecnico le Autorità di Brasile, India e Cina. La Consob, insieme alle Autorità di Francia, Spagna e Portogallo, ha dato vita ad un partenariato mediterraneo volto a favorire la condivisione degli standard europei di regolamentazione e vigilanza con alcuni Paesi del Nord-Africa (Marocco, Tunisia, Algeria ed Egitto).

Le raccomandazioni adottate dal G20 la scorsa primavera hanno indicato alcune linee-guida per gli organismi internazionali che elaborano standard regolamentari. Anche la trasformazione del *Financial Stability Forum* in *Financial Stability Board* concorrerà ad assicurare sul piano tecnico un migliore coordinamento a livello globale.

I Paesi del G8, sotto la presidenza italiana, hanno concordato una strategia comune affinché gli sforzi di coordinamento rispondano ad uno "standard legale globale" (*global legal standard*). Si vuole creare un quadro di riferimento unitario e condiviso in materie di rilevanza sistemica come il governo societario, l'integrità dei mercati, la regolamentazione e la vigilanza finanziaria.

L'area dei principi contabili internazionali rappresenta un importante *test* della capacità di iniziative di riforma globali.

La crisi ha infatti posto con forza l'esigenza di ripensare le condizioni di applicazione del principio contabile del "valore equo" (*fair value*) nella valutazione degli strumenti finanziari.

La validità del principio in sé, la cui applicazione ha fatto emergere i rischi legati alle forti esposizioni in strumenti finanziari, non deve essere posta in discussione.

L'utilizzo delle risultanze di bilancio per il calcolo del patrimonio di vigilanza ha tuttavia amplificato gli effetti negativi della difficile situazione dei mercati, costringendo molte istituzioni finanziarie a liquidare i propri investimenti per rispettare i requisiti patrimoniali.

La natura pro-ciclica di tale effetto ha quindi indotto governi e autorità negli Stati Uniti e in Europa a promuovere la revisione delle modalità applicative del principio contabile del "valore equo" per ridurre l'effetto sulla volatilità.

La materia dovrebbe essere globalmente riconsiderata, anche assicurando coerenza tra gli standard americani e quelli internazionali.

La crisi sta costringendo la stessa Unione Europea a fare i conti con l'incompiutezza del modello di integrazione fin qui realizzato, nonostante i più recenti sforzi di armonizzazione.

Alla crescente integrazione dei mercati finanziari europei non è infatti corrisposta la definizione di un sistema istituzionale in grado di superare le frammentazioni nazionali di regole, di standard di vigilanza e di regimi sanzionatori.

La collaborazione tra autorità di diversi paesi non sempre consente un'efficace gestione sovranazionale delle crisi e risente dei rapporti di forza che derivano dalla diversa dimensione dei mercati e delle economie.

Le istituzioni europee stanno cercando di tradurre gli indirizzi formulati dal gruppo de Larosière in un nuovo quadro di regole e assetti istituzionali della vigilanza. Il Consiglio europeo lo scorso 19 giugno ha raccomandato l'istituzione di un sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria, che coordini la sorveglianza dei gruppi transnazionali e definisca un unico "libro delle regole" europee applicabile a tutti gli operatori.

La Consob auspica che il rafforzamento delle istituzioni europee sia efficace e non condizionato da compromessi e logiche parziali. È il momento di dimostrare una nuova attitudine degli Stati membri a dare la dovuta priorità alla salvaguardia dei superiori interessi collettivi europei, in un processo di trasferimento progressivo ma equivalente della sovranità in materia di regole, vigilanza e sanzioni; per realizzare ciò occorre una forte, convergente volontà politica.

In Italia il Legislatore ha orientato la ripartizione delle competenze di vigilanza secondo un modello per finalità, prevedendo alcune rilevanti eccezioni per il settore assicurativo e previdenziale, alle quali – rinnovando contributi di pensiero già espressi – sarebbe opportuno porre termine.

Nel Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria⁴, più volte riunitosi in questo difficile periodo, si valorizzano gli obiettivi complementari di stabilità e trasparenza ai quali l'ordinamento riconosce pari valore per la tutela del risparmio.

Senza trasparenza e correttezza non c'è fiducia e senza fiducia non c'è stabilità.

La collaborazione istituzionale ha trovato strumenti operativi stabili ed efficaci negli accordi stipulati con Banca d'Italia e Isvap e nella Convenzione con la Guardia di Finanza per lo svolgimento di accertamenti ispettivi, il cui contenuto

⁴ Il Comitato è presieduto dal Ministro dell'Economia e composto dal Governatore della Banca d'Italia e dai Presidenti di Isvap e Consob.

potrebbe essere oggetto di ampliamento.

Un'importante funzione di coordinamento è svolta anche dal Comitato di sicurezza finanziaria. Nei periodi di forti turbolenze dei mercati e di crisi di liquidità il denaro proveniente da attività criminose può trovare canali di accesso al mercato più permeabili.

L'andamento dei mercati finanziari, in particolare nel periodo successivo al fallimento della *Lehman Brothers*, ha chiamato la Consob ad un impegno eccezionale sia in ambito domestico che internazionale.

In linea con interventi di analoga natura adottati nei principali paesi europei, l'Autorità ha adottato dal settembre 2008 ad oggi sei provvedimenti successivi di restrizione alle operazioni di vendita allo scoperto, la cui portata è stata graduata in funzione dell'evoluzione del mercato.

La Consob è consapevole della necessità di definire una strategia regolamentare stabile e coordinata a livello internazionale sulle vendite allo scoperto e, più in generale, sul fenomeno delle posizioni corte su titoli, con l'obiettivo di salvaguardare l'integrità dei mercati senza compromettere la liquidità e l'efficienza dei meccanismi di formazione dei prezzi.

A fine maggio la Commissione ha avviato una consultazione – ormai prossima alla conclusione -per raccogliere i contributi di riflessione ed esperienza sul mercato nazionale, anche a sostegno del suo impegno nelle iniziative di convergenza internazionali ed europee attualmente in corso.

La IOSCO ha infatti approvato il 19 giugno i principi generali che devono presiedere alla regolamentazione della materia e sta continuando i lavori per promuovere un'attuazione armonizzata. Il *Committee of European Securities Regulators* (CESR) ha approvato il 7 luglio un documento di consultazione che

propone standard europei di trasparenza delle posizioni corte su titoli.

Entro il 31 luglio, alla scadenza del provvedimento attualmente in vigore in Italia, la Consob si pronuncerà sulla base degli elementi di conoscenza e di riflessione che potranno emergere anche dall'evoluzione della disciplina negli altri principali paesi.

Altri interventi sono stati realizzati per garantire, durante la crisi, adeguati livelli di trasparenza sul mercato e nei rapporti tra intermediari e risparmiatori.

In settembre, appresa la notizia del fallimento di *Lehman Brothers*, è stata immediatamente avviata una ricognizione del rischio potenziale per il sistema italiano, con particolare riferimento all'esposizione degli emittenti quotati e del settore del risparmio gestito e amministrato. È stato anche avviato un accertamento ispettivo presso la succursale italiana di *Lehman Brothers*, che svolgeva un'attività meramente promozionale di prodotti e servizi di investimento della casa madre di Londra.

In sede CESR l'impegno di coordinamento e approfondimento ha consentito di ricostruire l'impatto della vicenda sugli investitori europei e di formulare raccomandazioni per una migliore articolazione dei doveri di correttezza degli intermediari. Entro la fine del corrente anno il CESR pubblicherà un rapporto in materia di "adeguatezza" degli investimenti proposti dagli intermediari ai clienti, anche alla luce dei problemi emersi con la vicenda *Lehman*.

La Consob ha svolto indagini, anche ispettive, con la collaborazione della Guardia di Finanza, al fine di accertare eventuali manovre manipolative sui titoli bancari e l'effettivo rispetto del provvedimento di divieto di vendite allo scoperto.

È stata più volte attivata la cooperazione internazionale (per un totale di circa 60 richieste) per acquisire informazioni relative ad intermediari di diritto

estero che avevano effettuato vendite, per importi significativi, di titoli bancari e assicurativi italiani.

Ad inizio ottobre, in esito agli accertamenti, è stato adottato un provvedimento d'urgenza ordinando ad un intermediario italiano di non consentire a due soggetti esteri l'accesso alle negoziazioni di titoli bancari e assicurativi.

Sempre in ottobre, al fine di monitorare la situazione delle compagini azionarie delle principali società italiane e l'origine dei pesanti flussi di vendita, è stato chiesto agli azionisti delle società appartenenti all'indice S&P/Mib con quote superiori al 2 per cento di comunicare le rispettive quote di possesso, nonché le successive variazioni superiori allo 0,50 per cento. Gli esiti degli accertamenti non hanno segnalato evoluzioni significative.

Nel dicembre 2008, nell'ambito della vigilanza relativa alla “vicenda Madoff” è stato rilevato un impatto complessivo marginale sugli investitori operanti attraverso intermediari italiani. Nel caso di una SGR, che al contrario presentava un'esposizione dei patrimoni elevata, la Consob ha disposto la sospensione degli organi amministrativi e la nomina di un commissario incaricato della gestione, a seguito delle irregolarità accertate durante una verifica ispettiva. Successivamente, il Ministero dell'Economia ha posto la società in amministrazione straordinaria.

Agli inizi del 2009, in vista dell'approvazione dei bilanci 2008, gli emittenti sono stati richiamati ad una particolare cura nel fornire informazioni nelle relazioni finanziarie su continuità aziendale, rischi finanziari, verifiche per riduzione di valore delle attività e incertezze nell'utilizzo delle stime, in applicazione dei principi contabili internazionali⁵. Analogo richiamo di attenzione è stato rivolto alle società di revisione.

Durante la crisi si sono intensificati i lavori nelle sedi internazionali per affrontare tutte le aree problematiche.

Gli approfondimenti hanno riguardato anche i mercati delle merci,

⁵ Comunicazione congiunta Consob, Banca d'Italia e Isvap del 6 febbraio 2009.

interessati da gravi turbolenze. La IOSCO, su espressa sollecitazione di alcune autorità tra cui la Consob, ha prodotto una serie di principi per la migliore individuazione di fattispecie di manipolazione su tali mercati.

Iniziative specifiche sono state attivate dalla IOSCO in materia di soggetti, mercati e prodotti non regolamentati. In quest'ambito, l'Organizzazione ha già emanato il 22 giugno scorso, su proposta di una *task force* co-presieduta dalla Consob e dalla *Financial Services Authority (FSA)* inglese, principi in materia di regolamentazione dei c.d. "fondi speculativi" (*hedge funds*), con raccomandazioni volte a potenziare il patrimonio informativo a disposizione di autorità e investitori. Il pronunciamento è in linea con la programmata approvazione di una direttiva europea in materia di fondi non armonizzati e rappresenta un importante passo verso la condivisione di nuovi standard in un segmento dell'industria per sua natura globale e, sino ad oggi, poco o nulla regolamentato.

Anche il settore delle agenzie di *rating*, sull'operato delle quali si sono addensate rilevanti critiche, è stato oggetto di nuove iniziative di regolamentazione sia in sede IOSCO⁶ sia in sede europea. Il Regolamento europeo prossimo alla pubblicazione introduce una disciplina di autorizzazione e vigilanza per tali soggetti, prefigurando un ruolo importante per il CESR.

Anche il mondo delle gestioni collettive armonizzate è oggetto di una profonda riforma in sede europea, rivelatasi necessaria per la piena operatività del principio del passaporto del gestore.

L'8 luglio il CESR, recependo le indicazioni del gruppo di esperti sul risparmio gestito presieduto dalla Consob, ha sottoposto a consultazione proposte normative in materia di organizzazione, misurazione del rischio, conflitti di interesse, regole di comportamento e informazione per gli investitori.

⁶ Sono anche stati avviati i lavori di un neo-costituito Comitato Permanente della IOSCO che, sulla base della revisione del codice di condotta effettuata nel maggio 2008, elaborerà nuovi principi di vigilanza e di cooperazione tra autorità, fondamentali in un settore dominato da pochi soggetti che operano strutturalmente sul mercato mondiale.

È da segnalare che alcuni indirizzi oggi all'esame nelle sedi internazionali appartengono da tempo all'ordinamento italiano e alla cultura di regolamentazione e vigilanza della Consob, in particolare in materia di condotta degli intermediari e di trasparenza dei mercati. Gli sforzi della Consob per diffondere tali principi al di fuori dei confini nazionali hanno purtroppo trovato in passato ostilità diffuse soprattutto da parte di alcuni importanti paesi, nei quali l'industria dei servizi finanziari svolge un ruolo preponderante.