

*Camera dei Deputati*  
*Convegno di studi*

*CRISI DEI MERCATI:  
REGOLE CONTABILI  
E TRASPARENZA DEI BILANCI*

*Intervento*  
*del Presidente della Consob*  
*Lamberto Cardia*

*Roma, 3 dicembre 2008*

## *Premessa*

L'attuale crisi dei mercati finanziari ha messo in luce aspetti fondamentali della regolamentazione dell'informazione di bilancio e della relativa vigilanza.

In particolare, sono oggetto di discussione i criteri con i quali vengono rilevati e misurati gli investimenti in strumenti finanziari.

Come noto, in forza del Regolamento Comunitario n. 1606/2002 e del decreto legislativo n.38 del 28 febbraio 2005, i bilanci delle società quotate e degli intermediari finanziari e assicurativi devono essere redatti in conformità agli standard contabili internazionali emanati dall'*International Accounting Standard Board (IASB)*.

Tali principi sono stati introdotti nell'ordinamento al fine di aumentare la trasparenza delle informazioni societarie ed incentivare una più efficiente allocazione del risparmio.

Si tratta infatti di principi che, al di là delle regole di valutazione delle poste di bilancio, richiedono alle imprese di fornire dettagliate informazioni sulla loro gestione nonché sui rischi e sulle aspettative di redditività che le caratterizzano.

In buona sostanza attraverso gli IAS si è inteso dare al mercato un nuovo e più efficace sistema di regole di trasparenza.

Secondo l'*International Accounting Standard* n.39, gli strumenti finanziari sono classificati in bilancio in quattro categorie:

- strumenti detenuti fino alla scadenza;
- finanziamenti e crediti;
- attività finanziarie disponibili per la vendita;
- portafoglio di negoziazione.

Le prime due categorie devono essere valutate al costo storico (eventualmente ammortizzato). Le ultime due categorie, invece, devono essere valutate in base al criterio del *fair value*, cioè attribuendo agli strumenti finanziari il valore potenziale di negoziazione sul mercato alla data del bilancio.

Il principio del *fair value* ha indubbiamente costituito una novità nel sistema di rendicontazione delle imprese.

La sua adozione ha per la prima volta utilizzato i prezzi correnti quale riferimento per i valori di bilancio. Tale criterio, pur presentando difficoltà applicative e necessità di adattamento alle condizioni di mercato, ha il pregio di accrescere la trasparenza dei bilanci degli emittenti quotati, favorendo più corrette valutazioni da parte del mercato sulle situazioni societarie.

Il bilancio diventa così una sorta di fotografia del patrimonio aziendale, che meglio esprime i valori di scambio dei titoli dell'emittente.

Tale prospettiva può, però, presentare aspetti problematici, quando dallo stesso bilancio si vogliano far discendere effetti diversi dalle valutazioni degli investitori.

In particolare, l'adozione del *fair value* ai fini della vigilanza sulla stabilità degli intermediari può presentare svantaggi, legati all'uso di valutazioni elaborate in una prospettiva di breve termine (valorizzazione ai valori correnti degli strumenti finanziari) per finalità di medio-lungo periodo (valutazione sulla stabilità degli intermediari).

Problemi analoghi si presentano quando dal bilancio d'esercizio - redatto in un'ottica di breve termine e quindi necessariamente esposto alla volatilità dei mercati - derivano effetti di altra natura, quale la determinazione della base imponibile, caratterizzata da finalità e prospettive temporali diverse.

### *L'esigenza di nuove regole di trasparenza*

La crisi iniziata nell'agosto del 2007 ha posto con forza il problema di aumentare la trasparenza delle informazioni fornite al mercato da parte delle società finanziarie.

A tal fine, è apparso necessario verificare la capacità delle regole esistenti di rappresentare la reale situazione dei principali gruppi bancari e finanziari internazionali nonché disciplinare in modo affidabile aspetti rilevanti per la valutazione della crisi e del suo impatto sul mercato, tra i quali:

1. l'esposizione ai rischi;
2. la modalità di valutazione dei prodotti strutturati;

3. la contabilizzazione e l'informativa sui veicoli fuori bilancio e sulle strategie d'impresa nel loro utilizzo.

Il problema si è subito posto come una questione trasversale agli ordinamenti, non risolvibile in un'ottica nazionale, richiedente un rafforzato coordinamento internazionale.

Nell'aprile 2008 il *Financial Stability Forum* ha presentato ai Ministri economici e finanziari e ai Governatori delle Banche centrali del G7 un insieme di raccomandazioni volte a segnalare e fronteggiare le aree di debolezza della regolamentazione, emerse con la crisi, e le possibili misure per affrontarle.

Il rapporto del *Financial Stability Forum*, "Rafforzare la solidità dei mercati e degli intermediari", è stato il risultato del lavoro congiunto delle autorità nazionali e dei principali organismi e comitati internazionali di vigilanza e di regolamentazione.

Le raccomandazioni formulate sono state adottate dal G7 nello stesso mese di aprile.

Particolare rilievo hanno assunto le indicazioni in materia contabile. Il rapporto richiede, infatti, all'*International Accounting Standards Board* (IASB), organismo deputato all'emanazione dei principi contabili internazionali, di valutare la necessità di intervenire sugli aspetti più critici della rendicontazione; tra questi, di specifica importanza sono stati considerati:

1. l'adeguatezza e completezza delle norme esistenti sulla valutazione degli strumenti finanziari;
2. l'informazione fornita attraverso i bilanci delle società quotate e degli intermediari finanziari sugli strumenti finanziari posseduti.

### *La regola del fair value: vantaggi e svantaggi*

A partire dal 2005, in applicazione dei principi contabili internazionali, gran parte del portafoglio degli investimenti finanziari delle società europee è valutato al *fair value*. Sono così valutati ad esempio il portafoglio di *trading* (cioè gli strumenti finanziari detenuti con l'obiettivo della loro negoziazione sul mercato) e tutti i contratti derivati.

Solo una parte minore degli investimenti finanziari è invece valutata al costo storico; si tratta degli strumenti finanziari che l'impresa ha intenzione di mantenere fino alla loro scadenza.

Il *fair value* di strumenti finanziari per i quali esista un mercato attivo corrisponde, almeno in via generale, alle quotazioni in esso rilevabili (cd. *mark to market*); per la valutazione degli altri strumenti finanziari vengono utilizzati appositi modelli matematici (cd. *mark to model*).

L'applicazione della regola del *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 stati altrimenti rappresentati 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. È stato in particolare suggerito 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.

## *Le iniziative internazionali*

Lo stesso *Financial Stability Forum* e i Governi dei Paesi maggiormente industrializzati hanno rilevato la necessità di una maggiore chiarezza e trasparenza delle informazioni fornite attraverso il bilancio sugli investimenti finanziari detenuti, in periodi di forte turbolenza dei mercati e quindi di affidabilità dei prezzi espressi.

L'*International Accounting Standards Board* (IASB), accogliendo le raccomandazioni formulate dal *Financial Stability Forum*, ha quindi pubblicato nel mese di ottobre una guida sull'applicazione del *fair value* in presenza di mercati nei quali la rarefazione dei volumi e degli scambi rende i prezzi espressi poco rappresentativi (c.d. "mercati non attivi"), proponendo modifiche agli standard vigenti con l'obiettivo di rafforzare la trasparenza dei rischi, soprattutto di liquidità, collegati agli strumenti finanziari detenuti.

Nello stesso mese di ottobre, l'*International Accounting Standards Board* (IASB) ha apportato alcune modifiche al principio contabile internazionale che disciplina la modalità di valutazione degli strumenti finanziari (lo IAS 39<sup>1</sup>) per garantire l'uniformità dei principi contabili

---

<sup>1</sup> Lo IAS 39 richiede, in sintesi, che gli strumenti finanziari vengano valutati come segue:

1. gli strumenti finanziari posseduti "per negoziazione" (cioè destinati al trading) vengono contabilizzati al loro *fair value*; le differenze di valore conseguenti all'applicazione di tale principio contabile – rispetto al valore precedentemente iscritto in bilancio - vengono imputate al conto economico, sotto forma di utile o perdita;
2. gli strumenti finanziari "disponibili per la vendita" (partecipazioni non destinate di per sé alla negoziazione, ma comunque disponibili per la vendita) vengono contabilizzati al loro *fair value*, con imputazione del loro maggiore o minor valore direttamente a patrimonio netto;



internazionali a quelli americani (*United States General Accepted Accounting Principles - US GAAP*).

In sostanza, sulla base di tali modifiche, al verificarsi di circostanze eccezionali, le imprese hanno l'opzione di riclassificare gli strumenti finanziari valutati al *fair value* tra gli investimenti durevoli (detenuti fino a scadenza), adottando per essi il criterio del costo storico. L'opzione non è esercitabile per gli strumenti derivati per i quali lo IASB continua a ritenere il *fair value* l'unico criterio di trasparente rappresentazione in bilancio.

Questa modifica riguarda tutte le società quotate e non solo le banche.

Il valore da attribuire ai titoli riclassificati – che convenzionalmente viene considerato nuovo “costo storico” - coincide con il *fair value* rilevato al primo luglio 2008, primo giorno dopo la chiusura della semestrale.

Tale riclassificazione - con il conseguente valore di iscrizione - continuerà ad essere mantenuta in bilancio nel tempo. Ciò fatte salve eventuali successive variazioni richieste dagli stessi principi contabili internazionali; pertanto, ad esempio, nel caso in cui nei successivi esercizi il portafoglio riclassificato sia oggetto di movimentazione per ammontari non insignificanti, gli strumenti finanziari interessati dovranno essere obbligatoriamente valutati al *fair value*.

---

3. gli strumenti finanziari “posseduti sino alla scadenza” (diversi dai titoli azionari, che non hanno per definizione una scadenza) vengono valutati al costo.

La modifica dei principi contabili rappresenta una risposta ad una necessità urgente. La sua applicazione già a partire dalle relazioni trimestrali al 30 settembre 2008 consente, infatti, di evitare che le imprese registrino subito le eccezionali perdite maturate nell'attuale fase di mercato.

Va sottolineato che l'urgenza delle iniziative adottate per fronteggiare la crisi ha determinato il venir meno delle ordinarie regole procedurali che governano l'emanazione o la revisione di standard contabili. Le modifiche sono state adottate dallo IASB in tempi ridottissimi e senza la prescritta consultazione del mercato.

La stessa urgenza ha indotto l'Unione Europea ad omologare, in soli tre giorni, la modifica indicata dall'*International Accounting Standards Board* (IASB). La proposta della Commissione Europea di adottare l'opzione concessa dallo IASB è stata votata all'unanimità dagli Stati membri nel Comitato di Regolamentazione Contabile che assiste la stessa Commissione UE nella materia.

#### *L'utilizzo dell'opzione contabile da parte di emittenti quotati italiani*

Sulla base delle informazioni attualmente disponibili, relative al terzo trimestre 2008, le nuove regole stabilite dallo IAS 39 sono state applicate da 14 banche quotate su un totale di 27.

Tra le banche che hanno utilizzato la possibilità di riclassificare i titoli nella categoria alla quale si applica il criterio di valutazione del costo e non

il prezzo di mercato, due hanno conseguito consistenti vantaggi in termini di minori perdite sul conto economico.

### *Ulteriori iniziative in corso*

Il dibattito in ambito internazionale in merito all'utilizzo del *fair value* non si è tuttavia esaurito.

La Commissione Europea il 27 ottobre 2008 ha infatti richiesto all'*International Accounting Standards Board* (IASB) di valutare con urgenza l'esigenza di ulteriori chiarimenti sulle modalità di utilizzo del *fair value* e sulle altre questioni di carattere permanente emerse nell'attuale crisi.

In particolare, la Commissione ha richiamato la necessità di approfondimenti circa la valutazione degli strumenti finanziari nei casi di mercati assenti o illiquidi; si tratta cioè di fornire più precise linee-guida per l'utilizzo dei modelli matematici di valutazione.

È stata indicata anche l'urgenza di considerare temi di particolare complessità quali la classificazione e la valutazione dei derivati di credito o le regole per la rilevazione di perdite derivanti dalla valutazione delle azioni.

In assenza di un intervento da parte dell'*International Accounting Standards Board* (IASB), la Commissione Europea ha dichiarato che adotterà autonome iniziative per risolvere le criticità evidenziate.

Un'iniziativa autonoma da parte della Commissione Europea, non coordinata con analoghe reazioni negli altri Paesi industrializzati

(segnatamente negli USA), può tuttavia incidere negativamente sulla comparabilità delle informazioni diffuse nei mercati internazionali. Di tale rischio è risultato pienamente consapevole l'Ecofin laddove ha sottolineato la necessità di un'elevata armonizzazione tra le regole europee e quelle statunitensi.

L'obiettivo della comparabilità delle informazioni è stato, tra l'altro, alla base della decisione assunta dalla Commissione Europea di imporre l'utilizzo dei principi contabili internazionali a tutte le imprese quotate europee.

A livello internazionale vi è ampia convergenza sulla necessità di armonizzazione e di trasparenza delle regole di bilancio.

La dichiarazione dei Paesi del G20, redatta a seguito della riunione del 15 novembre scorso, ha individuato nel mancato apprezzamento da parte degli istituti finanziari degli effettivi rischi assunti nella detenzione di strumenti finanziari complessi una delle cause che hanno condotto all'attuale crisi dei mercati finanziari.

Il piano d'azione concordato dai Paesi del G20 prevede una serie di azioni da attuarsi nel breve e nel medio termine, con l'obiettivo di ristabilire la fiducia dei mercati.

Entro il 31 marzo 2009 i Paesi del G20 dovranno adottare misure per aumentare la trasparenza delle informazioni fornite dagli istituti finanziari. Tale obiettivo deve esser raggiunto attraverso l'adozione di nuovi *standard* internazionali volti a definire:

1. la modalità di valutazione dei titoli ed in particolare di quelli complessi e illiquidi nei momenti di turbolenza dei mercati;
2. la modalità di contabilizzazione e le informazioni da fornire relativamente ai veicoli non inclusi nell'area di consolidamento - considerato che nella crisi *subprime* l'utilizzo di entità "fuori bilancio" ha contribuito a rendere più opache le informazioni sulla reale situazione degli emittenti;
3. il miglioramento della *governance* degli organismi che emanano gli *standard*.

A sostegno di tali obiettivi il Comitato Tecnico dell'*International Organization of Securities Commissions (IOSCO)* lo scorso 24 novembre ha tra l'altro istituito due *task force*. La prima, co-presieduta dalla Consob e dalla *Financial Services Authority* inglese, dovrà approfondire e sviluppare nuovi approcci regolamentari in materia di entità finanziarie non regolamentate, quali gli *hedge fund* e il *private equity*, per attenuare i rischi associati alla scarsa trasparenza della loro attività, anche di trading. La seconda, relativa ai prodotti e mercati finanziari non regolamentati, avrà l'obiettivo di potenziare la trasparenza e la vigilanza sui segmenti di mercato non regolamentati, quali quelli dei derivati e di altri prodotti strutturati.

I Paesi del G20 hanno inoltre espresso l'intento di agire per mitigare il fenomeno della prociclicità, studiando nuove modalità di interazione tra regole contabili e regole di stabilità patrimoniali. Il fenomeno della prociclicità assume infatti rilevanza nella definizione dei requisiti di vigilanza prudenziale, a causa dell'utilizzo, stabilito in sede

internazionale, delle risultanze di bilancio per il calcolo dei requisiti patrimoniali di vigilanza.

Secondo alcuni l'utilizzo del *fair value* nell'ambito delle regole di stabilità amplifica fortemente gli andamenti negativi dei mercati, perché le istituzioni finanziarie si vedono obbligate a liquidare i propri investimenti per rispettare i requisiti patrimoniali.

Il rapporto tra le norme relative ai requisiti patrimoniali di stabilità e quelle rivolte alla trasparenza contabile merita senz'altro un'attenta riflessione.

Dal punto di vista degli investitori, l'obiettivo principale delle regole contabili è quello di mostrare l'andamento, anche ciclico, della situazione gestionale delle imprese. L'evidenziazione della volatilità dei risultati agevola le decisioni di corretta allocazione del risparmio e massimizzazione dei rendimenti.

Diverse, forse opposte, considerazioni potrebbero essere svolte per le finalità di stabilità delle istituzioni finanziarie, rispetto alle quali potrebbe risultare opportuno ridurre l'effetto della volatilità del mercato, atteso che la stabilità è tendenzialmente considerata in un'ottica non di breve periodo.

Analogamente, merita di essere considerata la diversità degli obiettivi della trasparenza di bilancio rispetto alle esigenze di determinazione del reddito imponibile.

Tale tema è evocato anche dalle recenti disposizioni introdotte dal decreto legge 185 del 29 novembre 2008, ove vengono dettati principi per il riallineamento di alcuni valori contabili con quelli fiscalmente riconosciuti.

Anche in quest'occasione si sta procedendo ad interventi che intendono rendere compatibili le esigenze tributarie con le norme sulle valutazioni di bilancio.

Tenuto conto dell'estrema fluidità della normativa contabile, esaltata dalle recenti turbolenze finanziarie, potrebbe essere opportuno considerare un approccio diverso che dia maggiore certezza in materia tributaria, evitando interferenze con le regole di bilancio. Si fa riferimento alla possibilità di affermare la neutralità fiscale dei principi contabili internazionali ed accettare un "doppio binario" che renda indifferente il reddito d'impresa rispetto alla disciplina tributaria.

### *La posizione della Consob*

Il dialogo internazionale tra organismi che emanano regole di trasparenza e autorità di vigilanza prudenziale è indispensabile per valutare possibili soluzioni comuni sul tema e per giungere a posizioni concordate.

È certamente necessario per concorrere a ripristinare la fiducia dei mercati che sia garantita l'attendibilità dei dati e delle informazioni fornite e la loro capacità di rappresentare adeguatamente e

compiutamente gli andamenti gestionali. In assenza di informazioni contabili attendibili, gli investitori si troverebbero ad effettuare scelte di investimento sulla base di assunzioni potenzialmente non corrette o di *rumors*.

Le autorità di vigilanza sulla trasparenza, e quindi la Consob, dovranno continuare ad assicurare la corretta applicazione degli *standard* contabili, richiedendo integrazioni delle informazioni di bilancio, quando ciò serva ad assicurare un corretto funzionamento dei mercati finanziari. Inoltre, nei casi in cui vengano rilevate violazioni delle norme sulla redazione dei conti, la Consob dovrà attivare opportune misure correttive, tra le quali anche, se necessaria, l'impugnativa delle delibere di bilancio.

In tale contesto la Consob presterà particolare attenzione affinché le rendicontazioni contabili redatte dalle istituzioni finanziarie forniscano adeguata evidenza dei rischi assunti e delle perdite conseguite in linea con i principi contabili internazionali.

Al fine di fornire un adeguato supporto allo sviluppo di una regolamentazione chiara ed efficace la Consob sta attivamente partecipando ai lavori intrapresi dal *Committee of European Securities Regulators* - CESR in materia di valutazione e trasparenza sugli strumenti finanziari.

Già all'inizio del mese di ottobre 2008 il CESR ha pubblicato un primo documento recante linee-guida per una più corretta informazione di bilancio sugli strumenti finanziari non quotati (o trattati su mercati



illiquidi). Lo stesso CESR ha in corso approfondimenti per verificare eventuali necessità di intervento sulla materia. La prossima riunione plenaria del Comitato si terrà a Parigi il 12 dicembre.

Ogni nuovo intervento regolamentare dovrà comunque avvenire con la partecipazione attiva di tutti i soggetti interessati, affinché il confronto possa contribuire a contemperare con equilibrio le esigenze istituzionali di tutela degli investitori e le necessità operative dei mercati.