

*GUARDIA DI FINANZA
SCUOLA DI POLIZIA TRIBUTARIA*

*“MERCATI FINANZIARI:
PROFILI CIVILISTICI, CONTABILI E FISCALI”*

*INTERVENTO
DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB
LAMBERTO CARDIA*

OSTIA, 4 MARZO 2009

La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa è l'Autorità preposta alla vigilanza sulla trasparenza e correttezza del mercato finanziario e dei soggetti che vi operano. Ha sede a Roma e una sede secondaria operativa a Milano.

L'**istituzione della Consob** risale al 1974, ma la sua piena configurazione come Autorità indipendente è stata sancita dalla Legge 4 giugno 1985, n. 281¹.

Successivi interventi legislativi hanno progressivamente esteso le funzioni e i compiti della Consob ed ampliato gli ambiti normativi oggetto del suo intervento.

La disciplina dei mercati finanziari attualmente vigente è infatti il risultato di una stratificazione normativa che ha avuto inizio tra la fine degli anni '80 e l'inizio degli anni '90 ed è culminata con l'adozione del Testo Unico della Finanza del 1998, nel quale sono state trasposte, razionalizzate e coordinate le diverse normative esistenti in materia di intermediari, mercati mobiliari ed emittenti quotati e definitivamente consacrato il ruolo della Consob quale garante indipendente degli investitori e del mercato.

¹ In origine, la Consob era infatti concepita come una struttura sostanzialmente riconducibile all'apparato politico-amministrativo dello Stato: era priva di personalità giuridica ed i suoi atti erano dunque riconducibili ed imputabili direttamente allo Stato-persona. È soltanto con la citata L. 281/1985 che alla Consob viene riconosciuta "*personalità giuridica di diritto pubblico e piena autonomia nei limiti stabiliti dalla legge*", con la conseguenza di rendere imputabili esclusivamente ad essa e non più allo Stato gli atti posti in essere.

Lo stesso Testo Unico della Finanza ha poi subito nel tempo svariate modificazioni e integrazioni, anche sotto l'influsso delle Direttive europee succedutesi in materia.

Tra esse, per la loro importanza nel delineare il ruolo della Consob, è opportuno ricordare innanzitutto quelle introdotte dalla Legge 18 aprile 2005, n. 62, con la quale, in occasione del recepimento della Direttiva europea sugli abusi di mercato, è stato perfezionato l'ambito dei poteri e delle competenze della Consob, allineandoli a quelli delle principali Autorità di vigilanza degli altri Paesi occidentali.

Ulteriori importanti innovazioni ai compiti e ai poteri della Consob sono state apportate dalla Legge 28 dicembre 2005, n. 262, dedicata alla c.d. **Riforma del risparmio**, che ha introdotto nell'ordinamento un sistema organico di regole destinato a colmare preesistenti lacune, fornendo risposta alle esigenze di tutela sorte dopo alcuni noti scandali societari. La legge, in virtù della delega prevista al suo art. 43, è stata poi ulteriormente perfezionata dal c.d. **“Decreto Pinza”** (Decreto Legislativo 29 dicembre 2006, n. 303), che, raccogliendo molte delle istanze sollevate dalla stessa Consob, ha risolto diversi problemi nati da esigenze di coordinamento tra il Testo Unico della Finanza, il Testo Unico Bancario ed altre leggi speciali.

* * *

Come anticipato, l'Autorità è deputata dal Testo Unico della Finanza a vigilare sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti dei soggetti che a vario titolo operano nei mercati finanziari. Tale attività di vigilanza attiene, in particolare, ai seguenti profili:

- trasparenza e correttezza dei comportamenti di tutti gli intermediari;
- trasparenza dei mercati e ordinato svolgimento delle negoziazioni;
- efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali;
- correttezza contabile.

Gli obiettivi della vigilanza della Consob sono anch'essi stabiliti dal Testo Unico della Finanza e comprendono non soltanto la tutela degli investitori e la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario, ma anche il buon funzionamento di quest'ultimo. Ciò spiega perché la Consob, nell'esercizio dei propri compiti istituzionali, sia spesso chiamata ad operare un difficile bilanciamento tra le diverse esigenze, non potendo perseguire alcune di esse a scapito di altre.

Il complessivo assetto della vigilanza sull'intermediazione finanziaria delineato dal legislatore, che prevede che le competenze siano ripartite per finalità tra diverse Autorità indipendenti, richiede alla Consob di operare in stretta collaborazione con gli altri regolatori del settore. Ciò non solo per rendere pienamente efficace l'attività di vigilanza, ma anche per

evitare che la sottoposizione alla vigilanza di più Autorità si traduca per gli operatori in una ingiustificata duplicazione di oneri.

Al riguardo, in attuazione dell'art. 5, comma 5-*bis* del TUF, in data 31 ottobre 2007 la Consob e la Banca d'Italia hanno stipulato un Protocollo d'intesa volto a coordinare l'esercizio delle proprie funzioni di vigilanza regolamentare, informativa ed ispettiva. Il Protocollo disciplina le forme di consultazione e comunicazione tra le due Autorità ed istituisce un Comitato strategico e un Comitato tecnico, deputati ad assicurare un contatto costante tra di esse.

In data 7 marzo 2008 è stato stipulato un protocollo d'intesa tra il Ministero dell'Economia e delle Finanze, la Banca d'Italia, la Consob e l'Isvap per la cooperazione in materia di stabilità finanziaria, prevenzione e gestione delle crisi finanziarie di natura sistemica, con il quale è stato istituito il Comitato per la Salvaguardia della Stabilità Finanziaria.

Con la legge n. 62/2005 è stata attribuita alla Consob una potestà sanzionatoria diretta, sia in materia di abusi di mercato (fattispecie per la quale è stata introdotta per la prima volta una sanzione amministrativa che si aggiunge a quella penale), sia in tutte le altre materie per le quali il Testo Unico della Finanza prevede sanzioni amministrative pecuniarie.

Per consentire l'efficace esercizio di tale nuova potestà, la L. 62/2005 ha conferito all'Autorità – con riferimento alla materia

degli abusi di mercato – **poteri di vigilanza e di indagine** di particolare incisività e novità per il nostro ordinamento amministrativo.

Infatti, mentre in passato la Consob poteva compiere atti di accertamento solo nei confronti dei soggetti sottoposti alla sua vigilanza (emittenti e intermediari), oggi l'art. 187-*octies* del Testo Unico della Finanza prevede che essa, nell'ambito dell'attività di repressione degli abusi di mercato, possa esercitare penetranti poteri di indagine nei confronti di chiunque possa essere informato sui fatti e, in particolare:

- a) richiedere notizie, dati o documenti;
- b) richiedere le registrazioni telefoniche esistenti;
- c) procedere ad audizione personale;
- d) procedere al sequestro di beni;
- e) procedere ad ispezioni;
- f) procedere a perquisizioni.

Nel medesimo ambito, la Consob può altresì:

- a) avvalersi della collaborazione delle pubbliche amministrazioni, richiedendo dati e informazioni, ed accedere al sistema dell'anagrafe tributaria;
- b) chiedere l'acquisizione presso il fornitore dei dati relativi al traffico telefonico;
- c) richiedere la comunicazione di dati personali;
- d) avvalersi dei dati contenuti nell'anagrafe dei conti e dei depositi nonché acquisire anche mediante accesso diretto i dati contenuti nell'archivio antiriciclaggio;

e) accedere, mediante connessione telematica, ai dati della Centrale Rischi della Banca d'Italia.

I poteri di sequestro, perquisizione e acquisizione dei dati sul traffico telefonico sono esercitati previa autorizzazione del Procuratore della Repubblica. L'autorizzazione è necessaria anche in caso di esercizio, nei confronti di soggetti non vigilati ordinariamente dalla Consob, dei poteri di acquisizione delle registrazioni telefoniche, di ispezione e di acquisizione di dati personali.

Nell'esercizio dei poteri sopra elencati, la Consob può avvalersi della collaborazione della Guardia di finanza, che esegue gli accertamenti richiesti agendo con i poteri di indagine ad essa attribuiti ai fini dell'accertamento dell'imposta sul valore aggiunto e delle imposte sui redditi. Tali poteri permettono, com'è noto, l'accesso a locali destinati all'esercizio della professione al fine di ricercare dati o documenti, purché non vengano lese le garanzie costituzionali del domicilio. Tutte le notizie, le informazioni e i dati acquisiti dalla Guardia di finanza nell'assolvimento di tali compiti sono coperti dal segreto d'ufficio e vengono, senza indugio, comunicati esclusivamente alla Consob.

Le modalità operative della prevista collaborazione tra Consob e Guardia di Finanza sono attualmente disciplinate da un'apposita Convenzione tra i due enti, sottoscritta il 19 maggio 2006.

In base a tale Convenzione la Guardia di Finanza collabora nell'acquisizione e nell'elaborazione di dati, notizie e informazioni utili per gli accertamenti di competenza della Consob e sottopone a quest'ultima ogni elemento ritenuto rilevante ai fini dello svolgimento della sua attività di vigilanza. Inoltre, su richiesta della Consob, la Guardia di Finanza presta collaborazione ai funzionari dell'Istituto in sede di audizioni, ispezioni, sequestri e perquisizioni o procede direttamente all'esecuzione di tali attività. Infine, la Guardia di Finanza segnala alla Consob ogni circostanziato e documentato elemento acquisito autonomamente nello svolgimento delle sue funzioni, che risulti rilevante ai fini dell'attività della Consob stessa e della collaborazione con l'Autorità Giudiziaria.

La collaborazione tra la Consob e la Guardia di Finanza trova un momento di concreta realizzazione nell'esecuzione dei provvedimenti di sequestro disposti dalla Consob ai sensi dell'art. 187-*octies*, comma 3, lett. *d*) del TUF.

La norma attribuisce alla Consob il potere di disporre due “misure reali”: il sequestro (in via preventiva) e la confisca (contestuale all'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie) del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo; ove ciò non sia possibile, il sequestro e la confisca hanno ad oggetto somme di denaro, beni o altre utilità di valore equivalente al prodotto, al profitto ed ai mezzi utilizzati per commettere l'illecito.

L'individuazione dei beni che possono formare oggetto di sequestro e confisca non risulta particolarmente difficile nelle ipotesi di *insider trading*. In questi casi, infatti, i beni sequestrabili e confiscabili possono essere generalmente identificati con gli strumenti finanziari acquisiti dall'autore dell'illecito (in caso di *insider trading* in acquisto) o con la somma di denaro riveniente dalla cessione dei titoli previamente acquistati (in caso di *insider* in vendita). Tali valori non soltanto costituiscono il “*prodotto*” dell'illecito, ma ne incorporano il “*profitto*” e rappresentano al tempo stesso i “*beni utilizzati*” per commetterlo.

Maggiormente complessa è la ricerca dell'oggetto degli eventuali provvedimenti di sequestro e confisca in caso di manipolazione del mercato, posto che il “*prodotto*” di tale tipo di illecito è rappresentato dall'inganno al mercato, ossia da un'entità insuscettibile di valutazione economica, mentre il suo “*profitto*” e i “*beni utilizzati*” per commetterlo possono essere vari e non sempre sono costituiti da entità materiali.

Dall'entrata in vigore della legge n. 62/2005 fino ad oggi, la Consob ha eseguito 14 provvedimenti di sequestro, aventi ad oggetto valori per un importo complessivo superiore a 45 milioni di euro. In tutti i casi, il sequestro ha avuto ad oggetto il prodotto di illeciti di *insider trading*. Due provvedimenti di sequestro sono stati impugnati al TAR del Lazio, che - in sede cautelare - ha respinto l'istanza di sospensione del provvedimento, ritenendo inammissibile il ricorso per difetto di giurisdizione del giudice

amministrativo; il Consiglio di Stato ha rigettato l'appello dei ricorrenti.

A tutt'oggi, 13 dei 14 provvedimenti di sequestro sono stati "trasformati" in confisca contestualmente all'applicazione di sanzioni amministrative nei confronti dei destinatari della misura. I giudizi di impugnazione di detti provvedimenti che si sono definiti innanzi alle competenti Corti d'Appello si sono conclusi con la conferma del provvedimento ablatorio.

Tra i più significativi procedimenti nei quali unitamente a sanzioni amministrative si è proceduto alla confisca del prodotto dell'illecito (previamente oggetto di sequestro), si annovera quello originato da un caso di *insider trading* "secondario" relativo ad obbligazioni UNIPOL acquistate da sei soggetti - che all'uopo avevano fatto ricorso ad un indebitamento a breve termine - avvalendosi dell'informazione privilegiata costituita dal rimborso anticipato delle obbligazioni stesse: informazione, questa, comunicata agli autori dell'illecito da un soggetto che "istituzionalmente" deteneva l'informazione privilegiata in ragione della sua appartenenza al consiglio di amministrazione della società UNIPOL. Si trattava di fatti commessi anteriormente all'entrata in vigore della legge 18 aprile 2005, n. 62 (che ha depenalizzato l'illecito di *insider trading* "secondario") e perseguiti in via amministrativa a seguito della trasmissione degli atti alla Consob da parte dell'Autorità giudiziaria avanti alla quale erano stati instaurati procedimenti penali per i

medesimi fatti (così come previsto dall'art. 9, comma 6, della citata legge n. 62).

Previa acquisizione della prescritta autorizzazione del competente Procuratore della Repubblica, la Consob ha disposto, con delibere del 7 giugno 2007, il sequestro del prodotto dell'illecito dai sei *insiders*. Non essendo stato possibile eseguire il sequestro diretto delle obbligazioni UNIPOL acquistate (giacché alienate precedentemente al sequestro), la misura ha avuto ad oggetto beni di valore equivalente, per un importo complessivo di più di 34 milioni di euro (precisamente disponibilità liquide, strumenti finanziari, quote societarie e immobili di pertinenza degli autori dell'illecito).

Disposta la confisca dei beni sequestrati con delibere del 4 luglio 2007, applicative anche di sanzioni amministrative pecuniarie ed interdittive, gli interessati hanno presentato ricorso in opposizione alla Corte d'Appello di Brescia, che - con dispositivi di sentenza letti all'udienza del 3 dicembre 2008 - ha confermato gli atti sanzionatori della Consob, anche in punto di confisca.

* * *

L'economia mondiale è ormai entrata in una fase di grave crisi economica e finanziaria che appare caratterizzata dalla profondità dei suoi effetti e dal suo verosimile perdurare. In

particolare, si rinvengono a livello internazionale una diminuzione generalizzata della domanda di beni di consumo e di produzione e una ridotta capacità di credito delle imprese industriali derivante anche dalla riduzione della liquidità dei mercati finanziari.

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

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 per aumentare la trasparenza delle informazioni societarie e incentivare una più efficiente allocazione del risparmio. Alle imprese viene infatti richiesto di fornire informazioni dettagliate sulla gestione, sui rischi e sulle aspettative di redditività.

Nella situazione attuale, l'applicazione dei principi contabili internazionali richiede maggiore attenzione da parte degli amministratori, soprattutto nella definizione di scelte soggette ad una significativa discrezionalità tecnica quali, ad esempio, la

stima dei dati previsionali o la valutazione degli strumenti finanziari illiquidi.

In particolare, i temi oggetto di ampio dibattito tra gli operatori riguardano: (i) l'applicazione del presupposto della continuità aziendale, (ii) i criteri con i quali vengono rilevati e misurati gli investimenti in strumenti finanziari, la gestione dei rischi finanziari ed il grado di esposizione a tali rischi, (iii) la verifica delle riduzioni per perdite durevoli di valore delle attività, nonché (iv) le incertezze nell'utilizzo di stime.

Tali incertezze si riverseranno nella redazione delle prossime relazioni finanziarie, con particolare riferimento al presupposto della continuità aziendale e alla valutazione della tenuta delle attività immateriali, *in primis* l'avviamento. L'esigenza di trasparenza nel mutato contesto macroeconomico richiede massima attenzione nella definizione delle previsioni reddituali a breve e medio termine.

Al riguardo, Consob, Banca d'Italia ed Isvap hanno adottato, il 6 febbraio scorso, il Documento n. 2 in tema di *“Informazioni da fornire nelle relazioni finanziarie sulla continuità aziendale, sui rischi finanziari, sulle verifiche per riduzione di valore delle attività e sulle incertezze nell'utilizzo di stime”* per richiamare tutti i partecipanti ad una puntuale ed esaustiva applicazione delle norme e dei principi contabili internazionali (IAS/IFRS).

Una appropriata trasparenza informativa può, infatti, contribuire a ridurre l'incertezza e le sue conseguenze negative.

Il 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 della informazioni finanziarie.

Con tale documento non si sono stabilite nuove regole, né vengono introdotti ulteriori obblighi di informativa rispetto a quelli previsti dagli IAS/IFRS. Le finalità perseguite consistono nell'individuare quelle aree del bilancio che potrebbero risentire maggiormente dell'attuale situazione di crisi e sulle quali più elevata sarà la domanda di informazioni da parte del mercato, nonché nell'esortare le società a prestare la massima attenzione nell'applicazione degli IAS/IFRS, fornendo ampia informativa sulla propria situazione economico-patrimoniale e finanziaria.

Con riguardo al presupposto della continuità aziendale, è stata richiamata la necessità di indicare in modo esplicito, nelle note al bilancio, la sussistenza di incertezze rilevanti che possano determinare dubbi significativi sulla continuità aziendale, nonché le argomentazioni a sostegno della decisione di redigere comunque il bilancio nel presupposto della continuità aziendale.

In particolare, le società devono tener conto di tutte le informazioni disponibili sul futuro, per un periodo di almeno

dodici mesi dopo la data di riferimento del bilancio. Il grado dell'analisi dipende dalle specifiche circostanze di ciascuna società. Nei casi in cui vi sia una situazione conclamata di tensione nella gestione aziendale, vi sarà la necessità di considerare una vasta gamma di fattori relativi alla redditività corrente e attesa, ai piani di rimborso dei debiti e alle potenziali fonti di finanziamento alternative.

In ogni caso, tali valutazioni comportano l'espressione di un giudizio sull'esito di eventi futuri; circostanze che sono, per loro natura, incerte. Da ciò discende l'importanza che siano illustrate in modo adeguato le argomentazioni a sostegno della ragionevolezza di tali valutazioni. Soltanto attraverso una effettiva trasparenza informativa sarà, infatti, possibile per il mercato apprezzare la ragionevolezza della conclusione finale in merito all'adozione del presupposto della continuità aziendale e alle prospettive della società.

La verifica delle riduzioni per perdite di valore (il cosiddetto *impairment test*), è un ulteriore atto, richiesto dai principi contabili internazionali, che comporta una valutazione tecnica e discrezionale da parte degli amministratori sulle aspettative reddituali future. I principi contabili internazionali richiedono che il valore d'iscrizione delle attività non superi il valore recuperabile (individuato come il maggiore tra il valore d'uso che si stima di ottenere dall'utilizzo e il valore ottenibile dalla vendita - *fair value*). Se il valore contabile eccede quello

recuperabile, la differenza andrà rilevata con effetti al conto economico.

Tali valutazioni risultano particolarmente complesse nel contesto attuale di incertezza sulle aspettative economico-finanziarie. Con il Documento pubblicato, è stata quindi richiamata l'attenzione delle società sull'opportunità di fornire ampie informazioni sui criteri utilizzati, nonché sulle ipotesi e le conclusioni raggiunte nell'ambito di tali valutazioni.

Altro tema rilevante riguarda le stime necessarie per la redazione dei conti. Anche in tal caso, considerando l'attuale momento di incertezza, è stata raccomandata adeguata ed esaustiva informazione su motivazioni, valutazioni e criteri adottati nell'applicazione dei principi contabili.

Discorso a parte deve essere effettuato per gli effetti generati dalla crisi sulle società finanziarie.

È apparso da subito necessario verificare la capacità delle regole esistenti di rappresentare la reale situazione dei principali gruppi bancari e finanziari e di disciplinare in modo affidabile aspetti fondamentali per la valutazione dell'impatto della crisi, quali l'esposizione ai rischi finanziari, la modalità di valutazione dei prodotti strutturati e la contabilizzazione e l'informativa sui veicoli fuori bilancio.

L'applicazione della regola del *fair value* presenta il vantaggio di far emergere con chiarezza la presenza di rischi finanziari, che i bilanci redatti secondo le previgenti regole non avrebbero consentito di conoscere.

È stato, infatti, grazie alla valutazione al *fair value* che sono emerse 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. 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 contestualmente 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.

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

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.

Il problema si è subito posto come una questione trasversale agli ordinamenti, da affrontare nell'ambito di un rafforzato coordinamento internazionale.

Nell'aprile 2008, il *Financial Stability Forum* ha infatti presentato ai Ministri economici e finanziari e ai Governatori delle Banche centrali del G7 un insieme di raccomandazioni per fronteggiare le aree di debolezza della regolamentazione emerse con la crisi, tra cui la necessità di una maggiore chiarezza e trasparenza delle informazioni fornite attraverso il bilancio sugli investimenti finanziari detenuti².

L'*International Accounting Standards Board* (IASB), accogliendo tali raccomandazioni, ha 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.

² Tali raccomandazioni, contenute nel rapporto del *Financial Stability Forum* "Rafforzare la solidità dei mercati e degli intermediari" sono state adottate dal G7 nello stesso mese di aprile.

Nello stesso mese di ottobre, l'*International Accounting Standards Board* (IASB) ha apportato modifiche al principio contabile internazionale che disciplina la modalità di valutazione degli strumenti finanziari (lo IAS 39'), uniformando i principi contabili internazionali a quelli americani (*United States General Accepted Accounting Principles - US GAAP*).

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 (coincidente – in base alla nuova regola - con il valore rilevato al primo luglio 2008).

Tale riclassificazione può essere mantenuta in bilancio nel tempo, fatte salve le variazioni richieste dagli stessi principi contabili internazionali (ad esempio in occasione di significative movimentazioni del portafoglio titoli).

L'applicazione di tale modifica già a partire dalle relazioni trimestrali al 30 settembre 2008 ha consentito di evitare l'immediata rilevazione di perdite eccezionali.

¹ 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;
3. gli strumenti finanziari "posseduti sino alla scadenza" (diversi dai titoli azionari, che non hanno per definizione una scadenza) vengono valutati al costo.

D'altro canto non può tacersi che, dal punto di vista degli investitori, l'evidenziazione della volatilità dei risultati agevola le decisioni di corretta allocazione del risparmio. L'obiettivo dell'informazione contabile è infatti mostrare l'andamento, anche ciclico, della situazione gestionale delle imprese.

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

La nuova regola è stata applicata in Italia da 14 banche quotate su un totale di 27.

Il dibattito sull'utilizzo del *fair value* è ancora aperto.

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.

Un'iniziativa europea non coordinata con gli altri Paesi industrializzati (segnatamente gli USA), può tuttavia incidere negativamente sulla comparabilità delle informazioni diffuse nei mercati internazionali. Di tale rischio è risultato consapevole l'Ecofin, che 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 crescente sintonia sulla necessità di armonizzazione e di trasparenza delle regole di bilancio.

La dichiarazione dei Paesi del G20, redatta in occasione della riunione del 15 novembre 2008, ha individuato nel mancato apprezzamento da parte degli istituti finanziari degli effettivi

rischi assunti nella detenzione di strumenti finanziari complessi
una delle cause dell'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 regole di trasparenza per i veicoli non inclusi nell'area di consolidamento - considerato che proprio l'utilizzo di entità "fuori bilancio" ha contribuito nella crisi *subprime* a non far emergere progressivamente la reale situazione degli emittenti;
3. il miglioramento della *governance* degli organismi che emanano gli *standard*.

I Paesi del G20 hanno inoltre espresso l'intento di agire per mitigare il fenomeno della prociclicità³, studiando nuove

³ Si ha prociclicità quando gli effetti negativi (o positivi) di un fenomeno si amplificano nelle fasi negative (o positive) del mercato.

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.

La volontà di perseguire tale iniziativa è stata confermata nell'ambito della ultima riunione del G7, svoltasi a Roma lo scorso 14 febbraio. In tale sede, è stata raccomandata la necessità di una rapida riforma del quadro normativo finalizzata a limitare l'effetto pro-ciclico delle attuali disposizioni, a tutelare l'integrità dei mercati, nonché a rafforzare la gestione dei rischi finanziari.

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 attenta riflessione.

Il dialogo internazionale tra organismi che emanano regole di trasparenza e autorità di vigilanza prudenziale è

indispensabile per ricercare 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*.

In ambito nazionale, Consob, Banca d'Italia e ISVAP, con il citato Documento congiunto, hanno richiamato l'attenzione dei componenti gli organi di amministrazione e di controllo, nonché dei dirigenti preposti, sulla necessità di fornire nelle relazioni finanziarie una chiara e completa informativa sull'impatto prodotto dalla crisi sulla situazione economico-patrimoniale e finanziaria della società, sulle scelte operative e strategiche formulate nonché sugli eventuali correttivi attuati per adattare la strategia dell'impresa al mutato contesto di riferimento.

Le autorità di vigilanza sulla trasparenza, e quindi la Consob, dovranno continuare comunque 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 siano rilevate violazioni delle norme sulla redazione dei conti,

la Consob dovrà attivare le più opportune misure correttive, tra le quali, se necessaria, anche l'impugnativa delle delibere di bilancio.

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

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

Già all'inizio del mese di ottobre 2008 il CESR ha pubblicato un primo documento recante linee-guida per l'informazione di bilancio sugli strumenti finanziari non quotati (o trattati su mercati illiquidi). Lo stesso CESR ha in corso approfondimenti per verificare la necessità di ulteriori interventi, che dovranno 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.

* * *

L'altro ieri, la Consob ha inoltre approvato una Comunicazione (n. 9019104 del 2 marzo 2009) con la quale si forniscono agli intermediari raccomandazioni analitiche sulla condotta da tenere nella distribuzione di prodotti finanziari illiquidi (quali obbligazioni bancarie, derivati e prodotti assicurativo-finanziari). Il documento enfatizza l'importanza di fornire adeguate informazioni, anche comparative, sulla natura del prodotto e sulla struttura dei costi, affinché i risparmiatori siano posti nelle condizioni di effettuare scelte di investimento consapevoli. È un ulteriore passo sulla via di una rafforzata trasparenza e correttezza nel comportamento degli intermediari a tutela del piccolo risparmiatore, la cui fiducia è oggi drammaticamente minata dalla crisi che ha colpito i mercati finanziari.

* * *

Le notizie che rapidamente si susseguono in merito all'evoluzione della crisi che stiamo attraversando testimoniano la continua mutevolezza dello scenario col quale la Consob e le altre Autorità preposte al settore finanziario devono confrontarsi e danno atto della situazione di emergenza che ha imposto ai Governi di quasi tutti i Paesi industrializzati e delle economie emergenti di elaborare misure di carattere eccezionale, tra le quali anche ipotesi di nazionalizzazione degli istituti di credito, chiamati a svolgere un ruolo fondamentale per sostenere finanziariamente le imprese in difficoltà.

L'origine e la diffusione della crisi hanno in particolare reso evidente come sia mancato negli ultimi anni un "pacchetto" di regole internazionali comuni e da tutti egualmente applicate e sanzionate. La mancanza di un'uniformità di fondo ha aggravato con effetti imprevedibili il meccanismo di contagio di una crisi che, originatasi da pratiche diffuse principalmente nei paesi di *common law* (ma ormai accettate anche da alcuni paesi dell'Europa continentale), si è estesa a livello globale a causa della interdipendenza delle economie.

In questo momento è quindi necessario concentrarsi su quali siano le regole fondamentali del mercato sulle quali lavorare affinché si creino standard internazionali vincolanti, anche superando la contrapposizione tra ordinamenti di *common law* ed ordinamenti di *civil law*.

In proposito, non può non rilevarsi con favore come l'Europa abbia acquisito nuova consapevolezza sull'importanza dell'agire comune e del rafforzamento degli organismi di regolamentazione e vigilanza sopranazionali. È di pochi giorni fa la pubblicazione del Rapporto de Larosière, redatto da un gruppo di "saggi", che contiene raccomandazioni alla Commissione Europea sull'evoluzione delle regole e degli assetti istituzionali dell'Unione in ambito finanziario.

A livello mondiale, l'accresciuta sensibilità alle esigenze del coordinamento e dell'introduzione di regole il più possibile

condivise trova riscontro nella recente decisione del Comitato Tecnico della IOSCO di cooptare tra i propri membri il Brasile, la Cina e l'India. Indicazioni positive sono altresì attese dalla riunione del G20 in programma il prossimo 2 aprile a Londra, con un'agenda dedicata alle nuove regole globali e alle misure per fronteggiare la crisi in corso.

La situazione, come detto, è in fase di grande evoluzione. La Consob è parte attiva in tale processo, partecipando con rinnovata convinzione anche alle sedi internazionali nelle quali si contribuirà, con il ricercato convergente concorso dei paesi membri, a definire una nuova architettura istituzionale dei mercati finanziari.