

*Camera dei Deputati*  
*VI Commissione Finanze*

*Audizione*  
*del Presidente della Consob*  
*Lamberto Cardia*

*Roma, 29 ottobre 2008*

### *La crisi di liquidità e stabilità del sistema bancario*

La crisi che stiamo vivendo è prima di tutto una crisi di stabilità che colpisce in modo particolare gli intermediari bancari. Le tensioni di liquidità possono compromettere il rifinanziamento delle posizioni in scadenza, generando fenomeni di contagio, e rappresentano la patologia originaria che i Governi mondiali stanno aggredendo per risolvere la crisi.

Le decisioni dell'Eurogruppo di domenica 12 ottobre hanno trovato uniformità di valutazioni in questa direzione. È stato individuato da più partecipanti nel sostegno statale al mercato interbancario e ad altre forme di raccolta bancaria a più lungo termine la chiave degli interventi anti-crisi, con l'obiettivo di innescare una spirale virtuosa che ripristini la capacità delle banche di assicurare i necessari finanziamenti all'economia reale, prevenendo il rischio di contagio del mondo produttivo.

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

I mercati hanno inizialmente accolto con favore gli interventi. La profondità della crisi, tuttavia, non ha ancora consentito di ripristinare normali condizioni di mercato, anche in considerazione della crescente necessità di smobilizzo degli investimenti da parte di investitori istituzionali (principalmente *hedge funds*) e da parte delle imprese per fare fronte alle attività correnti.

### *L'impatto della crisi di liquidità sull'andamento delle borse*

La crisi ha determinato un forte aumento dell'avversione al rischio ed una tendenza degli investitori a ribilanciare i propri portafogli accrescendo il peso dei titoli di Stato e degli strumenti più liquidi e a breve termine; tendenza che in prospettiva potrebbe generare potenziali squilibri nella composizione per scadenza della raccolta bancaria e nel rifinanziamento delle obbligazioni bancarie a medio e lungo termine.

Il processo di aggiustamento dei portafogli in favore di strumenti più liquidi e meno rischiosi sta avendo un impatto negativo molto rilevante sui mercati azionari. Inoltre, le esigenze di liquidità del sistema bancario e degli investitori istituzionali si sono tradotte in un'operatività anomala sul mercato azionario, unico mercato che durante la crisi assicura la possibilità di liquidare posizione ad un prezzo trasparente. Le vendite sui mercati azionari sono divenute strumenti per creare "nicchie" di liquidità e per escussioni più o meno formali di garanzie precedentemente rilasciate. Il perdurare della crisi sta alimentando un circolo vizioso che si riflette negli andamenti sempre più negativi delle borse mondiali.

La notizia del "fallimento" della *Lehman Brothers*, diffusa il 15 settembre, è stato uno degli elementi scatenanti della forte reazione negativa dei mercati borsistici e comunque l'evento che ha avuto un impatto radicale sulla dinamica al ribasso dei corsi azionari e sulla fiducia degli investitori, colpiti dalla decisione delle Autorità americane di "lasciar fallire" una banca di dimensioni molto significative e con forte operatività internazionale.

Si deve sottolineare che il *default* di una grande banca di investimento quale *Lehman Brothers* è il risultato di una decisione delle Autorità americane che ha segnato un radicale cambiamento di strategia rispetto alla condotta tenuta nei mesi precedenti. Se, da un lato, i numerosi salvataggi di

grandi intermediari americani che si erano succeduti fino ad allora potevano avere indotto alcuni operatori a sottovalutare il rischio di fallimento, d'altro canto, si deve evidenziare che fino al giorno stesso della dichiarazione di insolvenza *Lehman Brothers* aveva un rating molto elevato (superiore alla soglia del cosiddetto *investment grade*).

Il *default* del gruppo *Lehman* ha avuto dunque un forte effetto segnaletico sui mercati innescando una discesa dei corsi azionari amplificata anche dalle tensioni che tale *default* ha determinato sul mercato dei *Credit Default Swap* (CDS)<sup>1</sup>.

Nelle ultime settimane, alcuni mercati finanziari hanno avuto temporanei andamenti positivi grazie agli interventi pubblici disposti a livello internazionale e nazionale, in particolare: l'azione congiunta delle banche Centrali; le limitazioni introdotte in vari paesi sulle vendite allo scoperto; i piani di sostegno annunciati da numerosi Governi.

Permangono due elementi negativi: la generale revisione al ribasso dei tassi di crescita dell'economia reale; l'estensione della crisi a paesi emergenti<sup>2</sup> e ad alcune economie minori. Il deflusso registrato dal risparmio gestito appare un ulteriore elemento di debolezza. A tal fine si evidenzia - relativamente ai soli fondi specializzati nel comparto azionario - un deflusso pari a circa 91.6 miliardi di euro da inizio 2008 ad oggi<sup>3</sup>.

La crisi ha avuto gli effetti più intensi nei settori finanziari. Dall'inizio dell'anno fino al 28 di ottobre l'andamento del settore bancario è risultato

---

<sup>1</sup> I *credit default swap* (CDS) sono contratti finanziari derivati i cui flussi di cassa dipendono dal verificarsi di un *credit event* (che in aggiunta al fallimento può includere altri eventi quali la sottoposizione ad amministrazione controllata o il mancato pagamento di una o più cedole), entro una determinata scadenza, di un soggetto preso a riferimento (*reference entity*). Il prezzo di un CDS è espresso in punti base annualizzati ed è riferito a un premio pagato dall'acquirente del CDS (che acquista protezione contro l'evento di *default*) al venditore del contratto (che assicura l'acquirente contro l'evento di *default*). Ne discende che il prezzo dei CDS è influenzato dalle valutazioni del mercato sulle probabilità di fallimento e sulla percentuale recuperabile sul valore del credito (*recovery rate*) della *reference entity* ed è pertanto una misura del rischio di credito della medesima.

<sup>2</sup> Islanda, Argentina e Ungheria denunciano i primi rilevanti squilibri, mentre sintomi di rischio provengono anche da Russia, Venezuela, Polonia, Turchia.

<sup>3</sup> Fonte: Assogestioni.

particolarmente negativo (-38,4% USA; -63,0% Europa; -58,4% Italia)<sup>4</sup>. L'indice delle principali banche di investimento americane ha subito una contrazione di circa il 67%, mentre quello relativo alle banche commerciali ha perso circa il 25%.

In maniera ugualmente grave, è stato colpito il settore assicurativo (-61,1% USA; -59,2% Europa; -41,2% Italia).

Relativamente al mercato italiano, il titolo bancario più colpito dalla crisi risulta Unicredit (-73,0% dall'inizio dell'anno), mentre Intesa SanPaolo, e MPS hanno perso poco meno del 60% del loro valore. La crisi ha contagiato anche il settore non finanziario, e le riduzioni dei corsi per le principali *blue chip* industriali sono state di entità simile a quelle rilevate per il settore bancario. Ciò è da ascrivere alla necessità dei fondi di far fronte ai riscatti (e in generale degli investitori di ridurre le proprie posizioni di indebitamento) vendendo *asset* liquidi anche in settori diversi rispetto a quelli direttamente colpiti dalla crisi; la situazione di difficoltà delle banche e la mancanza di fiducia hanno poi creato aspettative di restrizioni nell'offerta del credito e di riduzione della crescita degli utili societari.

**Tabella 1**  
**Variatione percentuale del prezzo**  
**dei titoli azionari dei principali gruppi bancari quotati**

	<b>1 gennaio – 28 ottobre 2008</b>
UNICREDIT	<b>-73%</b>
INTESA SANPAOLO	<b>-60,0%</b>
BANCA MONTE DEI PASCHI	<b>-56,4%</b>
BANCO POPOLARE	<b>-48,0%</b>
UBI BANCA	<b>-42,5%</b>
MEDIOBANCA	<b>-40,0%</b>

---

<sup>4</sup> Fonte: Datastream.

**Tabella 2**  
**Variazione percentuale del prezzo dei titoli azionari**  
**delle principali società non finanziarie quotate**

	<b>1 gennaio – 28 ottobre 2008</b>
FIAT	<b>-63.60%</b>
TELECOM	<b>-57.60%</b>
FINMECCANICA	<b>-54.40%</b>
SAIPEM	<b>-54.20%</b>
EDISON	<b>-47.50%</b>
ENI	<b>-34.80%</b>
ENEL	<b>-34.80%</b>
LUXOTTICA	<b>-28.20%</b>
TERNA	<b>-8.40%</b>
SNAM	<b>-7.30%</b>

*I provvedimenti sul mercato: le vendite allo scoperto*

La Consob, come le altre Autorità di vigilanza sulla trasparenza e correttezza del mercato, ha adottato ogni iniziativa possibile di propria competenza. L'Istituto è intervenuto con provvedimenti progressivamente più restrittivi culminati nel divieto di vendite allo scoperto di tutti i titoli quotati<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> La Consob, in stretto coordinamento con le altre Autorità europee, ha progressivamente introdotto restrizioni alla possibilità di vendite allo scoperto, già limitata dalla regola generale della consegna dei titoli venduti al terzo giorno dall'ordine:

- a. il 19 settembre 2008, in condizioni di mercato ancora relativamente stabili, la Consob ha richiamato gli operatori al pieno rispetto delle regole in materia di consegna dei titoli nell'ambito di operazioni di vendita allo scoperto;
- b. il 22 settembre 2008 è stata adottata una delibera più restrittiva, in base alla quale la vendita di azioni di banche e assicurazioni quotate deve essere assistita dalla disponibilità dei titoli al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione;
- c. il 1° ottobre 2008 la valutazione degli esiti preliminari degli accertamenti disposti dalla Consob e l'andamento ancora fortemente negativo del mercato sono state adottate ulteriori misure restrittive, prescrivendo per le vendite allo scoperto di azioni di società bancarie e assicurative l'obbligo di essere assistite, oltre che dalla disponibilità, anche dalla proprietà dei titoli al momento dell'ordine e fino alla data di regolazione dell'operazione;
- d. Il 10 ottobre 2008, in una fase di maggior acutezza della crisi che aveva iniziato a coinvolgere anche l'andamento dei titoli del settore non finanziario, si è resa necessaria l'adozione da parte della Consob di un provvedimento di divieto generale delle vendite allo scoperto, esteso a tutti i titoli azionari negoziati sul mercato italiano.

L'intervento della CONSOB, inizialmente in linea con quello adottato dalle altre Autorità europee, ha successivamente assunto una portata sempre più ampia sia sotto il profilo delle condotte vietate (qualsiasi tipo di vendita allo scoperto, anche se assistita da operazioni di prestito titoli) sia sotto il profilo dei titoli interessati (dai soli titoli del settore finanziario il provvedimento è stato esteso ai titoli di tutto il listino).

Si deve sottolineare che si tratta di un provvedimento che ha potuto contribuire a contrastare pressioni ribassiste, ma che non può essere considerato di per sé risolutivo. Inoltre, la vigilanza sul rispetto di tali provvedimenti risulta particolarmente complessa nei confronti di intermediari esteri – che generano oltre la metà degli scambi sul nostro mercato azionario – e postula una attiva e tempestiva cooperazione da parte delle Autorità di Vigilanza degli altri paesi; cooperazione che la Consob ha prontamente attivato.

Provvedimenti di tale natura si giustificano in circostanze eccezionali quali quelle che i mercati stanno affrontando. Le vendite allo scoperto svolgono infatti normalmente funzioni positive tra cui: l'agevolazione del meccanismo di formazione dei prezzi; il contenimento di bolle speculative al rialzo; l'accrescimento della liquidità disponibile.

La data di scadenza dei provvedimenti restrittivi progressivamente adottati dalla Consob è fissata per ora al 31 ottobre prossimo.

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

Per questo motivo è stata fissata per oggi (29 ottobre) una riunione della

“*Task Force Short Selling*” costituita dal *Committee of European Securities Regulators* (CESR) per coordinare, nei limiti consentiti dalle regole vigenti, gli interventi delle Autorità di vigilanza in materia di vendite allo scoperto, anche allo scopo di assoggettare alle misure adottate le attività transfrontaliere che potrebbero sfruttare margini di elusione.

La materia è anche all’attenzione dell’*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) che ha assicurato una costante condivisione delle informazioni – anche attraverso continui contatti telefonici – tra le Autorità di vigilanza dei principali mercati mondiali.

Analogamente, un forte coordinamento, almeno a livello europeo, è necessario per valutare eventuali ulteriori provvedimenti che incidano efficacemente sull’operatività dei mercati.

Nell’intento di evitare difficoltà operative che il 9 ottobre, tenendo conto delle esigenze rappresentate dalla Consob anche sulla base di indicazioni provenienti dalle Associazioni degli intermediari, Borsa Italiana e *London Stock Exchange* hanno rinviato al 10 novembre 2008 la migrazione dei mercati italiani sulla piattaforma inglese. Tale decisione è da ricondurre all’inopportunità di cambiamenti organizzativi di notevole portata nelle attuali difficili condizioni di mercato.

### *Una nuova consapevolezza europea per fronteggiare la crisi*

Le Istituzioni europee, che hanno perseguito in modo efficace l’integrazione e la liberalizzazione nelle fasi positive dell’economia, stanno cercando una linea comune per la gestione di una crisi che inizialmente ha privilegiato interessi e soluzioni in un’ottica nazionale<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> In un primo momento, piena convergenza è stata trovata solo in materia di innalzamento delle soglie minime di assicurazione dei depositi bancari, mentre la proposta del Governo italiano di costituzione di un fondo europeo finalizzato alla ricapitalizzazione e al sostegno delle banche in crisi non ha trovato sufficiente consenso in seno all’Ecofin. Tale misura è stata peraltro adottata dal Regno Unito l’8 ottobre e successivamente dalla Francia.



Con le determinazioni collegiali assunte domenica 12 ottobre a Parigi<sup>7</sup>, sembra avere avuto inizio una nuova consapevolezza europea (e mondiale) sulla necessità di un'azione unitaria e coesa per affrontare problemi di natura globale.

Ai risparmiatori europei, in particolare, devono essere assicurati livelli di tutela equivalenti, soprattutto considerando che in alcuni mercati – e tra questi quello italiano – i piccoli investitori sono stati sollecitati ad impieghi in prodotti ingegnerizzati e in gran parte distribuiti dall'estero.

A tal fine, il prossimo 30 ottobre si riunirà la speciale “*Task Force Lehman*” del CESR, presieduta dalla FSA inglese, con l'obiettivo di valutare l'esposizione degli investitori al dettaglio nei confronti del gruppo Lehman, e per stabilire una più intensa collaborazione anche informativa tra autorità di vigilanza.

L'impatto della crisi di liquidità sul settore dei fondi comuni di investimento, e in particolare dei c.d. fondi monetari, e l'analisi delle eventuali misure necessarie è anche oggetto di un impegnativo esame nell'ambito del gruppo di esperti costituito dal CESR sull'*Investment Management*, presieduto dal Presidente Consob.

E' da segnalare che finalmente il CESR ha deliberato un nuovo sistema di

---

<sup>7</sup> Come è noto, il Piano anti-crisi dei Governi europei si articola in sei misure:

1. Assicurare liquidità alle banche, attraverso la Banca Centrale Europea e le banche centrali nazionali, anche attraverso il taglio dei tassi d'interesse;
2. Agevolare il finanziamento a medio termine delle banche, offrendo la garanzia dello Stato sulle emissioni di titoli di debito bancari con scadenze fino a 5 anni; tale misura è valida fino al 31 dicembre 2009 e potranno accedervi anche le filiali di istituzioni finanziarie straniere con rilevante operatività sul territorio;
3. Consentire ai Governi di intervenire direttamente nelle ricapitalizzazioni delle banche in difficoltà, attraverso ad esempio l'acquisto di azioni privilegiate;
4. Evitare il fallimento di istituzioni bancarie rilevanti, con la necessaria attenzione agli interessi dei contribuenti e assicurando un'attenta valutazione di eventuali responsabilità di azionisti e manager; il salvataggio dovrà essere seguito da un adeguato piano di ristrutturazione;
5. Assicurare adeguata flessibilità nell'applicazione delle regole contabili (regola del *fair value*) agli strumenti finanziari, considerato che i valori espressi in condizioni di mercati illiquidi possono rivelarsi non appropriati e non costituire idoneo strumento di valorizzazione in bilancio degli strumenti finanziari trattati su quei mercati;
6. Rafforzare le procedure di cooperazione tra i Paesi Europei e, in particolare, tra i Governi, il Presidente della Commissione Europea, il Presidente della Banca Centrale Europea e il Presidente dell'Eurogruppo.

assunzione delle decisioni. Il principio del voto a maggioranza qualificata, sostenuto con forte determinazione dalla Consob, ha infatti sostituito dalla fine del mese scorso il principio del consenso unanime. Le nuove procedure di voto potranno rendere più incisiva l'azione del Comitato e delle sue decisioni anche di fronte a singoli dissensi. Alcuni Paesi infatti in passato hanno condizionato fortemente le decisioni, a volte per perseguire obiettivi di protezione e sviluppo dell'industria nazionale piuttosto che conosciute esigenze di tutela dei risparmiatori.

Sempre in campo internazionale la Consob, quale membro del Comitato Tecnico della IOSCO partecipa attivamente ad iniziative di analisi e di coordinamento a livello mondiale delle attività poste in essere dalle autorità di vigilanza dei mercati statunitensi e giapponesi, oltre che europee. I temi affrontati – che potranno essere discussi informalmente il 5 novembre prossimo – riguardano il monitoraggio delle agenzie di rating attraverso l'attività di un'apposita Task Force; la valutazione dei titoli in condizioni di mercati illiquidi; il comportamento di operatori quali i fondi sovrani; nonché i comportamenti speculativi su mercati di merci e derivati su merci. Su tutti questi temi sono attivi speciali gruppi di lavoro ai quali la Consob partecipa.

### *Le posizioni della Consob nel contesto europeo*

Nella lunga stagione di forti spinte ad una elevata liberalizzazione dei servizi finanziari, la Consob ha da sempre perseguito – nei ristretti limiti consentiti dalla normativa europea - obiettivi di piena trasparenza e correttezza.

### *La vigilanza della Consob*

Va premesso che una sola emissione di titoli obbligazionari di società del gruppo Lehman Brothers è riferibile ad un prospetto informativo di offerta e quotazione approvato dalla Consob nel novembre 2005. Da fine 2005,

entrata in vigore la Direttiva Prospetto 2003/71/CE, a fine 2007, il collocamento di obbligazioni sul mercato italiano ha beneficiato del passaporto europeo, per cui i relativi prospetti sono stati approvati dalle competenti Autorità estere. All'autorità del Paese ospitante – in questo caso la Consob – l'ordinamento comunitario non assegna poteri di controllo e vigilanza<sup>8</sup>.

La Consob, da quando è emersa la crisi, monitora costantemente l'esposizione del mercato italiano, nelle sue diverse componenti; nella seconda metà di settembre, a seguito della richiesta di “fallimento” della *Lehman Brothers*, la Consob, in collegamento con Banca d'Italia e Isvap, ha avviato la ricognizione del conseguente rischio potenziale per il sistema italiano.

Con richiesta del 15 settembre la Consob ha verificato presso un campione rappresentativo di emittenti non finanziari (40 società) un'esposizione complessiva nei confronti del gruppo *Lehman* di circa € 120 milioni per derivati e di € 13,7 milioni per titoli in portafoglio. Tale esposizione non configura rischi significativi<sup>9</sup>.

Con richiesta del 17 settembre, la Consob ha accertato presso le otto principali SGR italiane la presenza nei patrimoni dei fondi di titoli del Gruppo *Lehman* per circa 138 milioni di euro (0,05% del patrimonio gestito aggregato). È stata contestualmente accertata la presenza di titoli del Gruppo *Lehman* nelle gestioni individuali presso SGR, banche e Sim per circa 400 milioni di euro (pari allo 0,1% del patrimonio aggregato), in larga parte (circa i  $\frac{3}{4}$ ) riconducibili a investitori istituzionali.

---

<sup>8</sup> Nel 2008 la Consob ha approvato un “documento di registrazione”, sul quale successivamente ha richiesto integrazioni attraverso la pubblicazione di un supplemento, in considerazione di indiscrezioni di mercato sulla situazione societaria. L'istruttoria è stata quindi sospesa, le integrazioni richieste non sono state effettuate e, conseguentemente, non sono stati emessi e collocati i titoli sulla base del citato documento.

<sup>9</sup> Su 40 società, 27 hanno dichiarato di non detenere alcun rischio verso il gruppo, mentre 3 primarie società hanno comunicato l'esistenza di rischi limitati, anche in relazione alle dimensioni di impresa (posizioni attive in derivati per 76 milioni di euro).

Il 24 settembre la Consob e l'Isvap hanno chiesto congiuntamente alle imprese assicurative di fornire adeguate informazioni ai clienti sull'impatto della crisi *Lehman*, considerato che il valore dei prodotti finanziario-assicurativi (polizze c.d. *index linked*) collocati ad investitori al dettaglio con sottostante "prodotti *Lehman*" è risultato pari ad oltre 1,6 miliardi di euro.

Il 25 settembre 2008 la Consob ha anche avviato un'indagine ispettiva presso la succursale di Milano di *Lehman Brothers*, la cui attività si è interrotta il 15 settembre. Il ruolo della succursale è apparso limitato ad attività promozionali e di commercializzazione dei servizi della casa madre. Si ricorda che le attività di tale succursale rientrano tra quelle acquisite dal gruppo giapponese NOMURA che ha al momento confermato la quasi totalità del personale operante in Italia.

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

Agli inizi di settembre, la Consob aveva inoltre avviato un'indagine, che nei limiti delle proprie competenze è risultata necessariamente circoscritta all'operatività dei principali gruppi bancari nazionali, per valutare la struttura dei contratti derivati conclusi dagli intermediari con enti locali. Le dimensioni del fenomeno destano infatti notevoli preoccupazioni. Oltre alle iniziative di vigilanza che si renderanno necessarie in relazione ad eventuali violazioni delle norme di comportamento da parte degli intermediari, la Consob ha proposto alcune modifiche alla regolamentazione vigente. L'obiettivo è quello di assicurare che l'operatività in derivati risponda a effettive esigenze di copertura dei rischi e di ristrutturazione dei debiti. Una nuova disciplina dei contenuti contrattuali dovrebbe consentire di assoggettare le operazioni in derivati

con gli enti locali a regole speciali di trasparenza.

Sempre nel mese di settembre, gli Uffici della Consob hanno selezionato i 9 gruppi finanziari e soggetti bancari che, in base agli indicatori di mercato<sup>10</sup>, presentavano il maggiore rischio di credito per valutare l'esposizione degli investitori italiani. Il controvalore dei titoli di tali soggetti presenti nei portafogli gestiti su base individuale dagli intermediari finanziari operanti in Italia è pari all'1,47% del totale delle gestioni individuali<sup>11</sup>. Il controvalore dei titoli nei patrimoni dei fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano è pari allo 0,77% del totale del patrimonio dei fondi gestiti in Italia<sup>12</sup>.

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

Continuativa è stata anche la vigilanza sui mercati e su eventuali violazioni delle norme in materia di vendite allo scoperto e abusi di mercato.

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

Per questi motivi la Consob, a partire dal 30 settembre, ha attivato ben 21 iniziative di cooperazione internazionale, con le autorità di 5 Stati Membri

---

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

<sup>11</sup> Si tratta in valore assoluto di 6,02 miliardi di euro.

<sup>12</sup> Si tratta in valore assoluto di 2,07 miliardi di euro.

(Francia, Germania, Regno Unito, Irlanda e Svezia) e di 1 paese non appartenente all'Unione Europea (Bermuda). Le richieste riguardano sia l'operatività allo scoperto sulle azioni di emittenti finanziari (Banca Monte dei Paschi di Siena, Banca Popolare di Milano, Generali, Intesa San Paolo, Mediobanca, Ubi banca, Unicredit e Unipol) sia possibili abusi di mercato su emittenti industriali.

A livello nazionale, il 30 settembre 2008 la Consob è stata avviata attività di vigilanza anche di natura ispettiva, avvalendosi della collaborazione della Guardia di Finanza, che ha comportato l'adozione in data 7 ottobre di un primo provvedimento d'urgenza, con il quale è stato ordinato alla Sim Credit Agricole Chevreux Italia di non consentire a due soggetti esteri (*Bloomberg Tradebook Bermuda Ltd.* e *Gfi Securities Paris Branch*) l'accesso alle negoziazioni<sup>13</sup> di titoli bancari e assicurativi negoziati sul mercato italiano.

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

Il 1° ottobre 2008 la Consob, considerato l'andamento delle quotazioni di Unicredit e l'eventualità che l'andamento negativo fosse collegato allo smobilizzo, anche a termine, di importanti partecipazioni, ha richiesto informazioni agli azionisti rilevanti (con partecipazioni superiori al due per cento del capitale avente diritto di voto), ai sensi dell'articolo 115 del Tuf, sull'eventuale variazione della loro partecipazione e sull'eventuale detenzione di strumenti finanziari derivati con sottostante il titolo Unicredit. L'8 ottobre è stato anche richiesto l'aggiornamento settimanale delle informazioni. I dati acquisiti non rivelano variazioni significative nelle partecipazioni degli azionisti rilevanti.

Successivamente, il 10 ottobre, la Consob, in considerazione delle forti

---

<sup>13</sup> Attraverso il sistema delle interconnessioni

turbolenze sui mercati, ha formulato la stessa richiesta agli azionisti rilevanti delle 40 società dell'indice S&P/MIB, con obbligo di aggiornamento costante della partecipazione in caso di variazioni superiori allo 0,50% e di mutamenti delle posizioni in derivati. Il 13 ottobre, le richieste sono state estese ai partecipanti ai patti parasociali che possono coinvolgere partecipazioni anche inferiori al 2%. Le richieste hanno riguardato circa 130 soggetti, di cui circa la metà di nazionalità estera, la maggioranza dei quali gestori del risparmio. Da un primo esame delle risposte pervenute non emergono variazioni rilevanti nelle partecipazioni.

Il 10 ottobre è stata anche compiuta una ricognizione dell'andamento dei disinvestimenti nel settore del risparmio gestito, presso 33 SGR, che rappresentano circa i 2/3 del settore dei fondi comuni italiani, dei fondi esteri riconducibili a gruppi italiani e dei fondi speculativi italiani. E' stata constatata in generale la presenza di un buon livello di liquidità nei portafogli gestiti, adeguato a fronteggiare le richieste di rimborsi. I fondi speculativi, destinati tipicamente alla clientela istituzionale, hanno peraltro registrato nel mese di settembre deflussi netti molto elevati.

Per mantenere la situazione costantemente sotto controllo, è stato disposto, in collaborazione con la Banca d'Italia, che a decorrere dal 22 ottobre le principali società di gestione<sup>14</sup> trasmettano periodicamente alle Autorità fino a dicembre 2008 dati e informazioni sulla situazione di liquidità dei propri fondi. I primi riscontri sono attesi per la fine del mese in corso.

#### *Le prospettive di riforma: le iniziative urgenti*

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

---

<sup>14</sup> 12 SGR di fondi aperti, 10 SGR di fondi speculativi e 11 Società che gestiscono fondi esteri distribuiti in Italia.

di regolamentazione dei mercati finanziari.

### Sostenere il mercato interbancario e la raccolta bancaria

Il Governo italiano nella prima metà del mese di ottobre ha emanato due decreti-legge con disposizioni complementari aventi finalità di tutelare la stabilità del sistema bancario nell'ambito degli accordi stabiliti nel Piano anti-crisi elaborato dai Governi dei paesi dell'area euro.

I provvedimenti hanno l'obiettivo di ripristinare condizioni di regolare funzionamento del mercato bancario, prevenendo l'impatto fortemente negativo della crisi di liquidità sul finanziamento del settore industriale e ripristinando condizioni di maggiore fiducia sul sistema generale dell'intermediazione dei flussi di risparmio e di impiego.

Il decreto-legge del 9 ottobre, n. 155 prevede che il Ministero dell'Economia rilasci una garanzia statale a favore dei depositanti delle banche italiane per un periodo di 36 mesi e possa partecipare a operazioni di ricapitalizzazione delle banche che si trovino in una situazione di inadeguatezza patrimoniale.

Il successivo decreto-legge del 13 ottobre, n. 157 intende, invece, tutelare la liquidità delle banche e le loro operazioni di finanziamento attraverso disposizioni che autorizzano il Ministero dell'Economia a:

1. concedere garanzie sulle nuove passività delle banche con durata fino a cinque anni, in base alle valutazioni di stabilità delle singole banche della Banca d'Italia;
2. effettuare scambi tra titoli di Stato e passività delle banche italiane (secondo il meccanismo dello *swap*);
3. concedere garanzie sul prestito titoli effettuato tra banche e tra banche e soggetti privati istituzionali.

Inoltre, seguendo una direzione analoga a quella del Ministero dell'Economia, la Banca d'Italia ha adottato un provvedimento che consentirà alle banche italiane di effettuare uno *swap* delle loro attività con



titoli ad elevato *rating* detenuti dalla Banca d'Italia.

La tempestiva operatività degli strumenti disposti, consentirà al nostro Paese di poter fronteggiare situazioni critiche degli operatori bancari.

### Rivedere il principio contabile del *fair value*

L'esigenza di revisione dell'interpretazione della regola contabile del *fair value*<sup>15</sup> nasce dalla constatazione che, nelle attuali condizioni di mercato, si possano determinare eccezionali svalutazioni dell'attivo e rilevanti perdite in conto economico.

Negli Stati Uniti la SEC e il *Financial Accounting Standard Board* (FASB) hanno fornito linee-guida per una più corretta applicazione del principio del *fair value* in presenza di turbolenze di mercato e di scarsa liquidità, chiarendo le modalità di utilizzo dei modelli interni di valutazione in luogo dei prezzi di mercato.

L'*International Accounting Standards Board* (IASB) già il 13 ottobre ha approvato una modifica al principio contabile IAS 39 con la quale si consente di non valutare al *fair value* gli strumenti finanziari in portafoglio, ad eccezione dei derivati, qualora la società non intenda negoziarli nel breve termine.

A seguito delle indicazioni formulate dall'ECOFIN del 7 ottobre, la Commissione Europea, sia dal 15 ottobre, ha recepito nell'ordinamento europeo la modifica apportata allo IAS 39, consentendo di allineare i principi contabili internazionali a quelli americani, già dalla prossima rendicontazione trimestrale. Secondo la nuova formulazione, alcuni strumenti finanziari, diversi dai derivati, potranno, in determinate circostanze di mercato, essere valutati al costo invece che al *fair value*.

Per gli strumenti finanziari non rientranti nelle citate modifiche e per i quali continuerà ad applicarsi il *fair value*, andranno comunque elaborate al più

---

<sup>15</sup> La regola del *fair value* prevede la valutazione ai prezzi di mercato degli strumenti finanziari in bilancio.

presto linee applicative che tengano conto delle attuali condizioni di mercato. In attesa di direttive internazionali, la Consob, in collaborazione con la Banca d'Italia e l'Isvap, è impegnata a fornire indicazioni agli emittenti.

Si deve in ogni caso rilevare che una diversa applicazione della regola non modifica la qualità complessiva degli attivi e la capacità delle banche di fare fronte alle tensioni di liquidità.

### Misure di trasparenza dell'azionariato

Nelle circostanze attuali, si è ritenuto opportuno segnalare ipotesi di strumenti che consentano di conoscere tempestivamente modifiche nell'azionariato delle società quotate. Potrebbero essere valutate iniziative di carattere legislativo per affidare alla Consob il compito di stabilire, sulla base di criteri oggettivi e per un limitato periodo di tempo, le società per le quali abbassare sino all'1% la soglia di rilevanza per la comunicazione<sup>16</sup> attualmente stabilito per legge al 2%.

L'ambito di tale modifica, compatibile con la normativa comunitaria, è d'uopo che sia circoscritto, in presenza di vicende di particolare rilievo per periodi predeterminati.

### Misure di difesa contro scalate ostili

L'attuale situazione del mercato ha fatto emergere nuove preoccupazioni sull'esposizione delle società quotate a tentativi di acquisizioni ostili.

---

<sup>16</sup> I criteri sulla base dei quali individuare le società potrebbero essere:

1. un criterio dimensionale, che identifichi le società con capitalizzazione di borsa superiore ad una certa percentuale;
2. un criterio che identifichi il livello di contendibilità del controllo, escludendo dai maggiori obblighi di trasparenza le società con bassa contendibilità ovvero quelle nelle quali un singolo azionista detiene più del 50% o del 30% del capitale. La soglia del 30% sarebbe coerente con la partecipazione già individuata come rilevante ai fini dell'obbligo di OPA totalitaria.

Elevate sono, infatti, le limitazioni attualmente imposte dalla normativa nazionale alle capacità di difesa delle società; limitazioni legittime e giustificate in contesti ordinari di mercato diversi da quello attuale.

Il legislatore italiano, nel recepire la direttiva comunitaria in materia, e la Consob, nell'adottare la relativa disciplina regolamentare, hanno optato per la massima apertura dei mercati, scegliendo di mantenere l'obbligatorietà dell'approvazione assembleare per l'adozione degli strumenti di difesa e stabilendo altresì a tal fine un *quorum* speciale del 30%, non richiesto dalla direttiva. E' stata inoltre resa obbligatoria la regola che neutralizza le misure di difesa preventiva (quali limiti statuari al diritto di voto o diritti speciali in materia di nomina o revoca degli amministratori).

Queste scelte possono essere rimate, per agevolare eventuali difese, a fronte di tentativi di acquisizione delle principali società italiane ed allineare il nostro Paese agli orientamenti prevalenti nei principali ordinamenti europei, che consentono maggiore libertà alle singole società nel definire il grado di apertura dei propri assetti proprietari.

In particolare, si potrebbe valutare l'opportunità di eliminare l'attuale imperatività delle norme in materia di tecniche di difesa e neutralizzazione, consentendo alle società scelte statuarie in tutto o in parte diverse.

#### *Le prospettive di riforma: le iniziative di medio-lungo periodo*

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

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

#### Maggiore trasparenza sui mercati e regole per le agenzie di rating

La presente crisi ha tratto origine dallo sviluppo di un mercato

internazionale su prodotti innovativi caratterizzato dall'assoluta opacità della situazione degli intermediari in esso operanti, della loro operatività (utilizzo della leva finanziaria) e della natura dei prodotti scambiati. Sono mancate quelle regole di trasparenza e di stabilità che presidiano il funzionamento dei mercati. Ne è derivata una fragilità ed un'esposizione al contagio soprattutto attraverso l'attività delle banche d'investimento e dei fondi speculativi.

È necessario quindi intervenire con iniziative concertate a livello globale per aumentare la trasparenza nei mercati primari e secondari dei prodotti strutturati e assicurare maggiori informazioni sull'effettiva distribuzione del rischio tra gli operatori e sui loro modelli di gestione dei rischi.

Funzionali a tali obiettivi sono anche gli interventi in materia di agenzie di *rating*, informativa continua sugli emittenti dei prodotti strutturati, sviluppo di regole di trasparenza sui mercati di scambio di tali prodotti; regole da rendere uniformi a livello globale e da tutti integralmente attuate.

Istituzioni e autorità di vigilanza hanno da tempo avviato un intenso dibattito sull'opportunità di introdurre una regolamentazione pubblica delle agenzie di *rating*.

Nel maggio 2008, la IOSCO ha peraltro approvato le modifiche al Codice di condotta delle agenzie di *rating* per rafforzare le raccomandazioni in materia di qualità e integrità del processo di *rating*, con particolare riguardo all'aggiornamento dei giudizi espressi; indipendenza e conflitti di interesse – anche relativamente al sistema di remunerazione dei dipendenti e ai servizi accessori prestati agli emittenti; trasparenza delle modalità di assegnazione e revisione del *rating* nei confronti degli investitori e degli emittenti. I lavori della Task Force IOSCO proseguono per la verifica del grado di aderenze alle nuove raccomandazioni.

La presentazione da parte della Commissione Europea di una proposta di direttiva o di regolamento – sui cui contenuti il Cesr ha espresso il proprio parere tecnico – è ormai imminente, essendo terminata la fase della

consultazione del mercato. Si auspica che il provvedimento, sottoposto alla procedura di co-decisione del Parlamento e del Consiglio, venga adottato al più presto.

### Trasparenza e correttezza

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

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

### Il risparmio gestito e i fondi *hedge*

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

I recenti avvenimenti sollecitano una riflessione sull'opportunità di assoggettare i fondi *hedge* o "fondi speculativi" a vigilanza, considerato il peso che hanno assunto sui mercati del credito e dei titoli e i potenziali rischi sistemici che ne derivano<sup>17</sup>.

Le strategie degli *hedge funds*, spesso convergenti e "direzionali", utilizzano ampiamente la leva finanziaria e determinano spesso pressioni

---

<sup>17</sup> Preoccupazioni in merito ai possibili effetti dello sviluppo degli *hedge funds* sulla stabilità complessiva del sistema finanziario sono emerse anche in passato in seguito al fallimento di uno dei più importanti *hedge fund* alla fine degli anni '90, nel quale si erano manifestati i rischi dovuti all'assunzione di posizioni di grandissime dimensioni e "direzionali" sul mercato, finanziate attraverso un elevato ricorso al debito.

sul *management* delle società partecipate per massimizzare i risultati di breve periodo.

Gli investitori che hanno accesso a tali fondi speculativi hanno spesso natura istituzionale o disponibilità finanziarie ingenti. Ne è derivato nella maggior parte dei mercati un approccio regolamentare poco o nulla pervasivo, nel presupposto che tali investitori disponessero per loro natura di strumenti e incentivi adeguati alla valutazione dei rischi.

L'esigenza di un'adeguata cornice normativa è ancora più forte in un contesto nel quale tra i sottoscrittori degli *hedge funds* figurano fondi pensione e altri investitori istituzionali che raccolgono risparmio anche di piccoli investitori.

Sono quindi maturi i tempi per l'adozione di misure concordate a livello internazionale in materia di trasparenza, controllo dei rischi e di regole di comportamento.

### I fondi sovrani

I fondi sovrani (*sovereign wealth funds*), costituiti da governi o autorità monetarie nazionali e alimentati con risorse pubbliche, stanno assumendo un'importanza crescente.

A partire dal 2007, infatti, l'aumento del prezzo delle materie prime e la svalutazione del dollaro hanno indotto molti fondi sovrani a notevoli investimenti in titoli azionari, non denominati in dollari. Secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale<sup>18</sup> le risorse gestite globalmente da tali fondi si attestano tra i 2.000 e i 3.000 miliardi di dollari<sup>19</sup>.

Circa il 90% dell'ammontare complessivo degli *asset* dei fondi sovrani risulta concentrato su 11 fondi, molti dei quali con sede in paesi

---

<sup>18</sup> FMI, *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, 29 febbraio 2008, p. 6, Table 1. I dati del FMI, in realtà, prendono in considerazione solo una trentina di Fondi Sovrani, quelli più rilevanti.

<sup>19</sup> Tale stima sembra, inoltre, destinata a crescere. Le proiezioni del FMI indicano che il valore del patrimonio dei fondi sovrani potrebbe aggirarsi tra i 6.000 e i 10.000 miliardi di dollari nel 2013 (altre proiezioni mostrano valori ancora superiori).

mediorientali<sup>20</sup>.

Fonte di timori è l'assenza di trasparenza dell'attività dei fondi sovrani unita alla possibilità che le loro strategie di investimento non perseguano obiettivi di natura esclusivamente economica, ma anche obiettivi di natura politico-industriale.

A livello internazionale si registra un'ampia convergenza sulla necessità di un rafforzamento della trasparenza, soprattutto relativamente agli obiettivi di investimento perseguiti da tali fondi<sup>21</sup>.

Il 16 settembre il Comitato Tecnico IOSCO ha istituito una Task Force sui Fondi Sovrani, cui la Consob partecipa, per approfondire il tema non meno importante della possibilità di esercitare un'adeguata vigilanza su tali soggetti e di ottenere la necessaria cooperazione in caso di violazione delle regole.

Appare quindi diffusa la preoccupazione circa l'opportunità di monitorare la trasparenza della partecipazione di fondi sovrani in società nazionali.

## **Conclusioni**

L'attuale crisi di liquidità bancaria può tradursi in un maggior ricorso alla raccolta obbligazionaria sia per fronteggiare la riduzione dei depositi sia per rifinanziare i prestiti obbligazionari in scadenza.

Si consideri che nel biennio 2009-2010 vengono in scadenza obbligazioni dei principali gruppi bancari per oltre 200 miliardi di euro (da oggi a fine 2009 circa 114 miliardi di euro).

Si possono registrare maggiori incentivi al collocamento di tali emissioni presso la clientela al dettaglio, che avviene a costi di norma inferiori a

---

<sup>20</sup> La stima è elaborata sulla base dei dati del FMI.

<sup>21</sup> La Commissione europea ha assunto nel marzo 2008 una "Posizione comune" per sostenere la redazione di un codice di *best practice* dei fondi sovrani. Lo scorso mese a Santiago del Cile, in collaborazione con il Fondo Monetario Internazionale, alcuni importanti fondi sovrani hanno dato vita ad un codice di condotta volontario sintetizzato in 24 principi dedicati soprattutto a regole di *governance* dei fondi.

quelli richiesti da altri investitori istituzionali che esigono più alti premi per il rischio assunto. Vi sono rischi concreti di insorgenza per la banca di conflitti di interesse sia rispetto all'attività di gestione, sia rispetto all'attività di consulenza. La necessità di stabilizzare la raccolta e contenerne il costo potrebbe inoltre orientare le banche a collocare obbligazioni subordinate e prodotti ibridi poco adatti, per profili di rischiosità e complessità, ad investitori al dettaglio.

Occorre individuare un punto di equilibrio fra le istanze di stabilità degli intermediari e quelle di trasparenza e correttezza del loro comportamento nei confronti della clientela. Le due segnalate istanze godono entrambe di tutela costituzionale.

Tale fenomeno deve quindi avvenire in un quadro di compatibilità con le vigenti regole di correttezza – sulle quali si continuerà a vigilare con ogni impegno - che richiedono agli intermediari di operare, anche quando distribuiscono al pubblico obbligazioni di propria emissione, nel miglior interesse del cliente.

In questa direzione si era già mossa la Consob che, nonostante alcune reazioni critiche degli operatori, ha in fase di emanazione linee-guida sul comportamento degli intermediari nella distribuzione di prodotti illiquidi, sulla base di indirizzi sottoposti a consultazione.

Il Documento in consultazione individua puntualmente l'articolazione dei doveri generali di condotta degli intermediari in caso di vendita di prodotti finanziari illiquidi, con particolare ed espresso riferimento a polizze assicurative, derivati OTC, *obbligazioni bancarie*.

Le obbligazioni bancarie sono infatti di norma non quotate nei mercati regolamentati e difficilmente liquidabili a condizioni "corrette" di prezzo da parte del cliente.

Il Documento richiama l'attenzione degli intermediari nella direzione della:

- piena trasparenza ai clienti nell'offerta di tali prodotti, anche



- mediante confronti con “prodotti succedanei di larga diffusione” (tipicamente Titoli di Stato);
- correttezza nelle politiche di offerta specie attraverso un efficace, oggettivo e ricostruibile *pricing* delle emissioni;
  - valutazione di adeguatezza del prodotto finanziario (illiquido e quindi difficilmente smobilizzabile) rispetto all’orizzonte temporale del cliente/sottoscrittore.

Accanto alle regole volte a prevenire comportamenti che danneggiano gli investitori, esistono nel nostro ordinamento alcuni istituti che intervengono *ex post* a ristorare i risparmiatori dei danni subiti.

La **Camera di conciliazione e arbitrato**, istituita presso la Consob dal D.Lgs. 179/2007<sup>22</sup>, amministra la risoluzione delle controversie tra investitori e intermediari per la violazione degli obblighi di informazione, correttezza e trasparenza.

Il 30 settembre 2008 è terminata la consultazione sul regolamento Consob disciplinante l’organizzazione e il funzionamento della Camera. Le norme definitive sono in fase di emanazione nel rispetto del termine di legge del 14 novembre 2008. Il sistema diventerà operativo a partire dal 2009.

Sono previsti altri strumenti di tutela nel settore dei servizi di investimento articolati su tre fondi diversi<sup>23</sup>, la cui consistenza e i cui limiti di intervento appaiono poco adeguati, specie in presenza di situazioni particolarmente gravi.

Il **Fondo nazionale di garanzia** è il sistema di indennizzo previsto dall’ordinamento europeo e disciplinato dall’art. 59 del TUF. È operativo da diversi anni e interviene in caso di fallimento (o altre procedure

---

<sup>22</sup> In attuazione della delega contenuta nella legge sul risparmio (L. 262/2005).

<sup>23</sup> Si tratta del Fondo nazionale di garanzia istituito con legge 2 gennaio 1991, n. 1, del Fondo per la gestione dei depositi dormienti istituito con legge 23 dicembre 2005, n. 266 e del Fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori della Consob di cui all’articolo 27, comma 2, della legge 28 dicembre 2005, n. 262.

concorsuali) di intermediari nazionali o di succursali italiane di intermediari extracomunitari. Le succursali italiane di intermediari comunitari rispondono di norma con gli analoghi sistemi previsti nel Paese di origine. Il Fondo indennizza gli investitori per i crediti riconosciuti in via definitiva dagli organi della procedura concorsuale, ma comunque per importi non superiori a ventimila euro. Il Fondo è alimentato con i contributi degli intermediari che sono tenuti ad aderirvi.

**Il Fondo per la gestione dei depositi dormienti**, non ancora operativo, indennizza i risparmiatori vittime di frodi finanziarie e che hanno sofferto un danno ingiusto non altrimenti risarcito (ad esempio obbligazionisti Cirio, Parmalat). Ai benefici del Fondo sono ammessi anche i risparmiatori danneggiati in conseguenza del *default* dei titoli obbligazionari della Repubblica argentina. Il Fondo è alimentato dall'importo dei conti correnti e dei rapporti bancari definiti come “dormienti” all'interno del sistema bancario nonché del comparto assicurativo e finanziario. L'operatività del Fondo è stata di recente estesa ad altri settori di intervento. In particolare: al finanziamento della carta acquisti a favore dei cittadini in condizione di maggior disagio economico<sup>24</sup> e ai piccoli azionisti ovvero obbligazionisti di Alitalia che non abbiano esercitato eventuali diritti di opzione aventi ad oggetto la conversione dei titoli in azioni di nuove società.

Il c.d. **Fondo di garanzia della Consob** interverrà invece per indennizzare il danno patrimoniale – accertato con sentenza passata in giudicato o con lodo arbitrale non più impugnabile – causato all'investitore dalla violazione da parte dell'intermediario di norme di correttezza. Il Fondo è alimentato con il versamento della metà degli importi delle sanzioni irrogate agli intermediari per la violazione di tali norme<sup>25</sup>. La Consob sta definendo, come previsto dalla legge, le norme secondarie per il funzionamento del

---

<sup>24</sup> art. 81, comma 32, D.L. n. 112/2008, n. 112

<sup>25</sup> Gli importi delle sanzioni irrogate dalla Consob per violazione delle norme di correttezza da parte degli intermediari sono state pari rispettivamente a 2,6 milioni di euro nel 2007 e 2,9 milioni di euro nel 2008.

Fondo (criteri di determinazione dell'indennizzo, modalità e condizioni di accesso). È previsto che il fondo divenga operativo a partire dal 2009.

Le dotazioni del Fondo per la gestione dei depositi dormienti e del Fondo di garanzia della Consob appaiono non adeguate a fronteggiare situazioni di crisi generalizzata e sovranazionale del sistema dell'intermediazione finanziaria, intervenendo tra l'altro solo nei rapporti degli investitori con soggetti nazionali.

Apprezzamento meritano in ogni caso le iniziative già annunciate da alcuni gruppi finanziari e dalle associazioni di categoria di assistere gli investitori, contenendo gli effetti negativi cui sono risultati esposti. E' un atteggiamento condivisibile e di forte valore etico che la Consob continua ad auspicare non rimanga circoscritto a casi isolati. Oltre al valore concreto che deriverebbe da iniziative di supporto degli investitori in tutte le azioni necessarie a tutelarne i diritti, si potrebbe produrre un effetto positivo per il recupero della fiducia dei risparmiatori.