

*SCUOLA UFFICIALI CARABINIERI*

*“CRISI FINANZIARIA E  
TUTELA DEL RISPARMIO:  
IL RUOLO DELLA CONSOB”*

*INTERVENTO  
DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB  
LAMBERTO CARDIA*

*ROMA, 19 MARZO 2009*

Premessa: l'origine della crisi e l'internazionalizzazione del diritto dei mercati finanziari

Il nostro incontro di oggi avviene nel mezzo di una crisi finanziaria ed economica mondiale che non ha precedenti se non risalendo all'inizio del secolo scorso e ai tempi della Grande Depressione.

La crisi parte da molto più lontano di quanto si possa immaginare e trova "storicamente" origine nel progressivo deterioramento della qualità dei mutui *subprime* negli Stati Uniti sin dagli inizi del 2006.

Il rapido contagio della crisi dei mutui all'intero sistema finanziario è dipeso fondamentalmente dal nuovo modello assunto dagli intermediari bancari, basato sul ridimensionamento dell'attività bancaria tradizionale a favore di politiche espansive sui mercati mobiliari. Le banche hanno adottato strategie volte all'incorporazione di crediti e impieghi, anche di cattiva qualità, in strumenti finanziari da collocare sui mercati internazionali a vaste platee di investitori (c.d. operazioni di cartolarizzazione dei crediti)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Il modello, noto come *originate-to-distribute*, si è storicamente affermato negli USA grazie all'iniziativa del Governo americano, che a partire dagli anni trenta istituì agenzie federali, successivamente privatizzate, il cui compito era quello di acquistare mutui e prestiti dalle banche, finanziandosi attraverso l'emissione di obbligazioni, con l'obiettivo ultimo di favorire l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie meno abbienti. Nel 1938, sotto la presidenza di Roosevelt, fu istituita l'agenzia Fannie Mae e successivamente, nel 1970, l'agenzia Freddie Mac. Entrambe le agenzie sono recentemente ritornate sotto il controllo del Governo federale USA a causa delle difficoltà innescate dalla crisi dei mutui *subprime*. Secondo i dati della *Securities Industry and Financial Market Association* (associazione di categoria internazionale degli operatori dei mercati finanziari), a fine 2007 i titoli in circolazione legati ad operazioni di cartolarizzazione (pari a quasi 13.000 miliardi di dollari USA) rappresentavano il 42% del totale dei titoli obbligazionari in essere negli USA e il 63% delle emissioni nell'anno.

Le banche hanno intravisto nel nuovo modello uno strumento per ottimizzare la gestione dell'attivo e moltiplicare il volume di crediti erogati a parità di capitale investito, nonché un modo, in determinate circostanze, per risparmiare patrimonio di vigilanza a parità di esposizione al rischio di credito.

La crisi dei *subprime* ha tuttavia messo in luce le gravi debolezze strutturali del nuovo modello, nel quale hanno assunto un ruolo determinante le “quantità”, ovvero gli obiettivi di massimizzazione dei risultati basati sui volumi intermediati e sulle relative commissioni. La valutazione e gestione della “qualità” dei creditori non veniva più percepita come fondamentale, in virtù dell’esternalizzazione dei crediti.

L’esperienza ha ormai dimostrato che tale processo di cartolarizzazione non ha realizzato la desiderata riallocazione del rischio di credito al di fuori del sistema bancario, né la sua migliore ripartizione.

Il mercato dei titoli cartolarizzati, grazie ai numerosi passaggi distributivi e alla ridotta standardizzazione dei contratti, è risultato molto opaco e poco liquido, denunciando difficoltà nell’attribuire un valore economico a tali strumenti.

Il cambiamento del quadro macro-economico con la riduzione del valore degli immobili e l’aumento dei tassi di interesse ha determinato un significativo aumento delle insolvenze sui mutui ipotecari, con una immediata ripercussione sul valore dei titoli garantiti dai crediti relativi a tali mutui.

---

Eliminando dal bilancio l’esposizione verso il debitore ceduto era possibile ridurre l’assorbimento di capitale anche nei casi in cui il rischio rimaneva in capo alle banche per effetto della concessione di linee di liquidità alle società veicolo preposte alla cartolarizzazione. Infatti, l’Accordo di Basilea I del 1988 sui requisiti patrimoniali delle banche prevedeva che le citate linee di liquidità, se inferiori all’anno, non assorbissero patrimonio di vigilanza. Come sottolineato dal *Financial Stability Forum*, gli accordi di Basilea II, entrati in vigore nel 2008, ancora non rimuovono in pieno tali opportunità di arbitraggio regolamentare; anche la possibilità di cedere crediti e acquistare titoli garantiti dagli stessi crediti può consentire di risparmiare patrimonio di vigilanza nella misura in cui la valutazione dei rischi di mercato associata al possesso di titoli non riflette in pieno il rischio di credito delle attività sottostanti (*Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 aprile 2008, pag. 14, punti II.4 e II.5).

Molti intermediari e investitori istituzionali sono risultati privi di modelli autonomi di valutazione del rischio, con conseguente prevalente affidamento sui giudizi espressi dalle società di *rating*. Queste ultime hanno dimostrato di non avere a loro volta modelli adeguati di valutazione e sono apparse condizionate nei giudizi dalla presenza di forti conflitti di interessi.

Il crollo dei valori dei titoli, l'aumento delle insolvenze sui mutui e l'opacità del mercato di riferimento hanno minato la fiducia degli investitori nella possibilità di conoscere la reale dimensione dei rischi e l'effettiva esposizione dei singoli intermediari.

La forte incertezza ha determinato un aumento indiscriminato del costo del finanziamento per le banche e fortissime tensioni sul mercato interbancario. La crisi di liquidità sul mercato dei titoli cartolarizzati si è quindi trasformata in una crisi di liquidità bancaria che ha velocemente contagiato i mercati azionari.

Per gli intermediari più esposti, le forti svalutazioni degli strumenti finanziari in portafoglio hanno determinato una significativa erosione del patrimonio, inducendo le banche a disinvestimenti e a richieste di capitali freschi, con ulteriori effetti di avvitamento della crisi e di contenimento del credito agli investimenti.

La crisi dei mutui *subprime* ha confermato come uno *shock* che trae origine da un segmento del sistema finanziario può rapidamente propagarsi su scala internazionale, contagiando le economie reali. I principali indicatori di attività economica e di fiducia dei paesi G7 sono ormai tutti orientati al negativo.

Il terzo trimestre 2008 ha già prodotto segnali di contrazione del PIL reale e il rischio deflazione può provocare ulteriori danni alla crescita economica.

\* \* \*

Va sottolineato che la crisi si è sviluppata in un contesto di regole internazionali inadeguato a cogliere tempestivamente i rischi di stabilità e liquidità del sistema.

Il diritto dei mercati finanziari rappresenta, infatti, uno dei settori dell'ordinamento più sensibili al fenomeno della internazionalizzazione. La crescente integrazione tra i mercati dei diversi Paesi richiede una crescente integrazione tra le rispettive regole e, al tempo stesso, la creazione di regole comuni, secondo un moto circolare apparentemente inarrestabile.

Tale processo è stato però realizzato soprattutto all'insegna dei principi di *common law* propri dei Paesi anglosassoni, avvantaggiati nel far prevalere il proprio punto di vista dal fatto di parlare la lingua propria dell'economia mondiale.

Ciò ha condotto all'introduzione di concetti e regole più elastici e meno rigidamente definiti rispetto a quelli propri dei Paesi di *civil law*, che si sono poi estesi agli ordinamenti nazionali.

Negli Stati Uniti ad esempio il settore delle banche d'investimento, che ha innescato il processo di crisi, ha potuto beneficiare di ampi margini di espansione dell'attività, grazie ad una cultura fortemente favorevole alla *deregulation*. Tale cultura,

fiduciosa nella capacità di autodisciplina dei mercati, è stata successivamente e velocemente importata in Europa, in virtù della forza assunta dagli intermediari anglosassoni sui mercati europei e mondiali e del peso avuto dai Paesi di matrice anglosassone nei negoziati per l'emanazione delle regole comunitarie<sup>2</sup>.

Oggi emerge chiaramente la debolezza di una cultura di estese liberalizzazioni che non si basano su alti livelli di armonizzazione, cioè su regole unitarie, chiare e applicate da tutti i Paesi in eguale misura e con eguale rigore.

La Consob ha operato in questi ultimi anni, sia partecipando, spesso in posizione strutturalmente minoritaria, ai negoziati nelle sedi comunitarie, sia monitorando sul piano interno il comportamento degli intermediari nazionali nella distribuzione alla clientela di prodotti complessi e opachi.

Nell'estate del 2007, alla notizia dell'"esplosione" della crisi *subprime*, sono state tempestivamente raccolte dalla Consob tutte le informazioni possibili sull'esposizione delle banche, delle assicurazioni quotate e delle famiglie italiane alla crisi dei mutui *subprime*. Fortunatamente, le risultanze delle indagini non destavano gravi preoccupazioni.

\* \* \*

---

<sup>2</sup> Le banche di investimento americane hanno espanso la propria operatività sul mercato europeo, tramite l'insediamento di società – con sede a Londra - che potevano commercializzare servizi e prodotti in tutta Europa fruendo delle possibilità offerte dalle regole del mercato unico (libera prestazione dei servizi e "passaporto europeo"). La normativa comunitaria lascia, infatti, margini di intervento assai limitati alle Autorità dei Paesi ospitanti.

Per comprendere appieno quale possa essere il ruolo della Consob nella crisi in corso, è utile ricordarne le caratteristiche istituzionali e la relativa evoluzione.

La Consob: profili istituzionali

In Italia, a differenza di quanto avviene in altri Paesi, l'attività di vigilanza sul mercato finanziario non è accentrata in capo ad un unico soggetto, ma è ripartita tra diverse Autorità sulla base di un criterio "per finalità".

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 configurazione come Autorità indipendente è stata sancita dalla Legge 4 giugno 1985, n. 281<sup>3</sup>.

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 progressiva stratificazione normativa che ha

---

<sup>3</sup> 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 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.

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 (d. lgs. n. 58 del 24 febbraio 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.

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

Tra esse, per la loro rilevanza 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, con il fermo proposito di fornire adeguata risposta alle esigenze di tutela sorte dopo scandali societari che avevano scosso la fiducia del mercato e danneggiato incolpevoli risparmiatori ("Cirio" e "Parmalat").



La legge, in virtù di prevista delega (art. 43), è stata ulteriormente perfezionata dal c.d. “Decreto Pinza” (Decreto Legislativo 29 dicembre 2006, n. 303), che, raccogliendo anche molte istanze sollevate dalla stessa Consob, ha risolto problemi nati da esigenze di coordinamento tra il Testo Unico della Finanza, il Testo Unico Bancario ed altre leggi speciali.

In particolare, la Riforma del risparmio ha inteso affrontare, seppur dopo un iter lungo e tormentato, tre categorie di problemi emersi con forza dalle drammatiche vicende “Cirio” e “Parmalat”: i problemi societari e specificamente la *corporate governance* degli emittenti quotati; i problemi di tutela diretta dei risparmiatori; i problemi dell’articolazione della vigilanza sui diversi settori del mercato.

Per quanto riguarda la disciplina degli emittenti, la Riforma si è proposta di rafforzare i controlli interni sulla gestione delle imprese, valorizzando in particolare il ruolo delle minoranze, e la sorveglianza sulla corretta rappresentazione della loro situazione finanziaria. In tali ambiti, la legge fa ampio rinvio alla potestà regolamentare della Consob, chiamata a disciplinare, tra l’altro, le modalità per l’elezione di un membro effettivo del collegio sindacale da parte dei soci di minoranza ed i limiti al cumulo degli incarichi di amministrazione e di controllo che i membri dell’organo di controllo di società quotate o diffuse possono assumere presso le società che fanno ricorso al capitale di rischio.

Altra innovazione di rilievo riguarda l'attribuzione alla competenza istituzionale della Consob della disciplina della trasparenza delle offerte al pubblico riguardanti i contratti assicurativi a prevalente contenuto finanziario, individuati nelle polizze dei rami vita III (cc.dd. *unit e index linked*<sup>4</sup>) e V (operazioni di capitalizzazione), fatta eccezione per i contratti destinati ad attuare forme pensionistiche complementari.

Infine, la riforma ha previsto nuove forme di tutela extragiudiziale dei risparmiatori danneggiati, che sono state realizzate attraverso l'istituzione presso la Consob di un'apposita **Camera di conciliazione e arbitrato**, il cui funzionamento è stato disciplinato con regolamento della Commissione del 29 dicembre 2008 (n. 16763).

\* \* \*

### *L'architettura della vigilanza e il "Comitato di stabilità"*

Il sistema di vigilanza attualmente vigente in Italia prevede - come accennato - l'esistenza di una pluralità di **Autorità** preposte alla vigilanza del mercato finanziario: **Banca d'Italia, Consob, Antitrust, Isvap, Covip**.

---

<sup>4</sup> Una **polizza index linked** prevede in genere l'impegno della compagnia a restituire all'assicurato il premio inizialmente versato maggiorato di una quota legata all'andamento di un indice azionario o di un paniere di indici. Nelle **polizze unit linked** l'ammontare del capitale assicurato risulta legato all'andamento di fondi comuni d'investimento.

La **Banca d'Italia** nata, si può dire, insieme al Regno d'Italia, è competente primariamente per gli aspetti di **stabilità** del sistema e degli intermediari che vi operano. La **Consob** è preposta alla vigilanza sulla **trasparenza e correttezza** del mercato finanziario e dei soggetti che vi operano. L'**Antitrust**, nata 16 anni dopo la **Consob**, nel 1990, è preposta alla **tutela della concorrenza** in tutti i settori del sistema economico<sup>5</sup>.

In ragione di alcune specificità, inoltre, alcuni settori rilevanti dell'intermediazione del risparmio, sono stati oggetti di una legislazione speciale che ha attribuito la vigilanza ad organismi settoriali. Si tratta delle assicurazioni, ordinamento a cui è preposto l'**Isvap**, e dei fondi pensione, settore al quale è stata preposta la **Covip**, commissione di vigilanza ad hoc istituita nel 1993.

Il complessivo assetto della vigilanza sul mercato finanziario, che prevede che le competenze siano sostanzialmente 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 il più possibile 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

---

<sup>5</sup> L'eccezione originaria che attribuiva alla banca centrale la competenza primaria sulla tutela della concorrenza nel sistema bancario è stata superata – anche in conseguenza delle vicende connesse alla scalata Antonveneta del 2005 – dall'art. 19 comma 11 della legge sul risparmio, che ha trasferito tale competenza all'Antitrust. Si è così posto fine ad un'anomalia storica del sistema italiano.

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 istituito il **Comitato per la Salvaguardia della Stabilità Finanziaria**, volto ad assicurare la cooperazione tra Autorità in materia di stabilità finanziaria, prevenzione e gestione delle crisi finanziarie di natura sistemica.

Il **Comitato**, presieduto dal **Ministro dell'Economia** e composto dal Direttore Generale del Tesoro, dal Governatore della **Banca d'Italia** e dai Presidenti di **Consob** e **Isvap**, si è riunito più volte in questo tumultuoso periodo, dimostrandosi valido strumento di coordinamento. Ciascuna Autorità, nell'ambito delle proprie competenze, apporta in esso tempestivi contributi di conoscenza e valutazione. Il confronto aperto tra le Istituzioni sull'evoluzione delle situazioni in atto e sulle misure per fronteggiare le crisi consente di valorizzare gli interessi generali che ciascuna Autorità persegue (stabilità e trasparenza) e ai quali l'ordinamento riconosce pari dignità ai fini della tutela del risparmio. La connessione tra le diverse forme di impiego del risparmio richiede una forte protezione sia dei depositanti sia degli investitori in strumenti finanziari. Si tratta di un'istanza che deriva direttamente dalla Costituzione laddove si prescrive la tutela del risparmio in tutte le sue forme (art. 47).

\* \* \*

I poteri della Consob

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. Tali poteri sono stati successivamente estesi anche al settore dell'intermediazione, grazie al recepimento della direttiva MiFID (*Market in Financial Instruments Directive* - 2004/39/CE).

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, incluse audizioni personali, ispezioni e perquisizioni, sequestro di beni.

La Consob può anche avvalersi della collaborazione delle pubbliche amministrazioni; accedere al sistema dell'anagrafe tributaria; chiedere l'acquisizione dei dati relativi al traffico

telefonico; richiedere la comunicazione di dati personali; avvalersi dei dati contenuti nell'anagrafe dei conti e nell'archivio antiriciclaggio; accedere 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 opera con i poteri di indagine ad essa attribuiti ai fini dell'accertamento dell'imposta sul valore aggiunto e delle imposte sui redditi. Tutte le notizie, le informazioni e i dati acquisiti dalla Guardia di finanza sono coperti da segreto d'ufficio e sono, senza indugio, comunicati esclusivamente alla Consob.

Le modalità operative di tale collaborazione sono disciplinate da un'apposita Convenzione sottoscritta il 19 maggio 2006.

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.

\* \* \*

### *I rapporti con l'Autorità Giudiziaria*

Lo svolgimento dell'attività di vigilanza della Consob comporta frequenti e intensi rapporti di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria, con la quale si condividono impegno e spazi sempre più ampi di informazione.

L'evoluzione legislativa ha rafforzato l'intensità ed esteso l'ambito di applicazione della collaborazione tra Consob e Autorità Giudiziaria, in particolare nella vigilanza sugli abusi di mercato.

Il ruolo dell'Autorità amministrativa si è affiancato a quello dell'Autorità Giudiziaria, non solo per la repressione delle fattispecie penali, ma anche per l'accertamento delle violazioni di natura amministrativa, ora autonomamente sanzionabili dalla

Consob. Nell'ambito di tale attività di collaborazione vengono svolte indagini che impegnano gli uffici della Commissione in un'intensa attività di cooperazione e di scambio di informazioni e documenti con le Procure competenti.

La struttura organizzativa e finanziaria della Consob

Passando ad esaminare la disciplina dell'organizzazione e del funzionamento della Consob, deve innanzi tutto rilevarsi che alla Commissione è riconosciuta piena autonomia, nei limiti stabiliti dalla legge.

Tale autonomia si manifesta sia sotto l'aspetto strutturale, sia sotto l'aspetto funzionale.

Dal punto di vista funzionale, l'autonomia della Consob implica che il Governo non abbia potere di impartire direttive all'Autorità e che quest'ultima sia titolare di ampia discrezionalità nell'esercizio dei poteri attribuiti.

Il rapporto tra la Commissione e il Governo ha carattere informativo ed è disciplinato dall'art. 1, commi 12-13 della legge istitutiva (L. 216/1974), in base al quale il Presidente della Commissione tiene informato il Ministro dell'Economia e delle Finanze sugli atti e sugli eventi di maggior rilievo e gli trasmette notizie e dati di volta in volta richiesti; il Ministro può formulare alla Commissione le proprie valutazioni al riguardo, informandone il Parlamento.



È poi previsto che, entro il 31 marzo di ciascun anno, la Commissione trasmetta al Ministro dell'Economia e delle Finanze una relazione sull'attività svolta, sulle questioni in corso e sugli indirizzi e le linee programmatiche che intende seguire. Entro il 31 maggio successivo, il Ministro trasmette tale relazione al Parlamento, con proprie valutazioni.

Va rilevato che tali disposizioni non comportano che il Ministro dell'Economia costituisca un tramite necessario perché il Parlamento possa essere informato sull'operato della Commissione. È infatti frequente che il Parlamento solleciti direttamente informazioni, attraverso audizioni, interpellanze e interrogazioni su materie di competenza Consob. In particolare, a partire dall'audizione del gennaio 2004 presso la Camera e il Senato in seduta comune sulle vicende Cirio e Parmalat, la Consob ha svolto 18 interventi in Parlamento sulle materie di competenza. Da ultimo il Presidente è intervenuto lo scorso ottobre - al Senato e successivamente alla Camera - sulla crisi in corso e proprio ieri vi è stata una impegnativa audizione in materia di prodotti derivati.

Dal punto di vista strutturale, l'**autonomia** riconosciuta dalla legge si manifesta come autonomia finanziaria, contabile, di bilancio e organizzativa.

Quanto all'**autonomia finanziaria**, la legge istitutiva prevede (art. 1, comma 7, della L. 216/1974) che la Commissione provveda all'autonoma gestione delle spese per il proprio funzionamento, nei limiti del fondo stanziato a tale scopo nel bilancio dello Stato e

iscritto, con unico capitolo, nello stato di previsione della spesa del Ministero del Tesoro.

Tale norma di principio è stata integrata dall'art. 40 della L. 724/1994, che ha delineato per la Consob un sistema di finanziamento misto, in parte a carico dello Stato, in parte a carico dei soggetti sottoposti alla sua attività di vigilanza. Il finanziamento a carico del mercato è caratteristica comune alle principali Autorità di vigilanza estere; in particolare, la statunitense SEC, la francese AMF e la britannica FSA sono interamente finanziate dagli operatori.

Entro il 31 luglio di ciascun anno la Consob è tenuta a segnalare al Ministro dell'Economia il proprio fabbisogno finanziario per l'esercizio successivo, nonché ad esporre una previsione delle entrate realizzabili per effetto dell'applicazione delle contribuzioni dovute dai soggetti vigilati. Tali contribuzioni sono determinate dalla Consob stessa - con atti sottoposti a visto di legittimità del Presidente del Consiglio dei Ministri - sulla base di parametri che tengano conto dei costi derivanti dal complesso delle attività svolte relativamente a ciascuna categoria di soggetti vigilati.

La coerenza del sistema di finanziamento implica la permanenza di una quota a carico del Bilancio dello Stato correlata alla rilevanza delle funzioni pubbliche affidate all'Istituto, la cui utilità si riflette sull'intera collettività.

**L'autonomia contabile e di bilancio** si sostanzia nel potere della Consob di stabilire, con proprio regolamento, sia il contenuto e

la struttura del bilancio di previsione, sia le modalità della gestione, anche in deroga alle disposizioni sulla contabilità generale dello Stato.

All'approvazione del consuntivo, che deve avvenire entro il 30 aprile, fa seguito la sua trasmissione alla Corte dei Conti, per il controllo di competenza.

\* \* \*

*Autotutela e eterotutela contro i provvedimenti Consob*

Per quanto attiene alla tutela giurisdizionale nei confronti degli atti della Consob, va osservato che anche su questo punto è intervenuta la L. 262/2005, la quale, all'art. 24, comma 5, ha previsto che contro gli atti adottati dalla Consob – come pure dalle altre Autorità di vigilanza sul sistema finanziario – può essere proposto ricorso giurisdizionale dinanzi al Tribunale Amministrativo Regionale del Lazio.

Una deroga a tale competenza generale è prevista per i provvedimenti che applicano sanzioni amministrative; ai sensi dell'art. 195, comma 4 del TUF, contro di essi deve infatti essere proposta opposizione alla Corte d'Appello del luogo in cui ha la sede o, nel caso di persone fisiche, il domicilio l'autore della violazione ovvero, nei casi in cui tale criterio non sia applicabile, del luogo in cui la violazione è stata commessa.

La crisi dei mercati finanziari

Come anticipato, la crisi che stiamo attraversando affonda le sue radici in anni ormai lontani, ma è soltanto nel 2007 che essa inizia a manifestare i primi segni della sua gravità.

Nei primi mesi di tale anno, infatti, negli Stati Uniti, numerosi intermediari specializzati nella concessione di mutui *subprime* vengono travolti dalle insolvenze dei debitori e la banca HSBC – uno dei maggiori istituti di credito a livello mondiale – dichiara di aver subito gravi perdite nel settore.

L'attenzione degli analisti si sposta quindi sul successivo anello della catena, rappresentato dai prodotti finanziari strutturati che inglobano mutui *subprime* e da organismi fuori-bilancio costituiti di regola dalle banche e specializzati nell'investimento in tali prodotti.

Nel mese di luglio 2007 l'iniziale ottimismo delle agenzie di *rating* cede il passo a valutazioni sempre più allarmanti: il giudizio relativo a migliaia di prodotti finanziari strutturati passa rapidamente da positivo a negativo, con immediate ripercussioni sui detentori di tali strumenti.

Ad agosto dello stesso anno, iniziano i primi problemi anche nel settore dei fondi speculativi (*hedge funds*) che utilizzano ampiamente la leva finanziaria e che sono stati penalizzati sia dalla crisi di liquidità che ha indotto le banche a non concedere credito sia dalla rapida discesa dei corsi di borsa che ha ridotto sensibilmente il

valore dei titoli in portafoglio. Per fare fronte alle richieste di rimborso gli *hedge funds* (ma anche gli altri investitori istituzionali) si sono trovati a dover liquidare i propri investimenti sui mercati contribuendo all'avvitarsi della crisi e alla caduta delle borse mondiali.

In questo periodo la banca d'affari statunitense Bear Sterns vede praticamente azzerato il patrimonio di due suoi fondi speculativi. Anche istituti di credito europei iniziano ad affrontare le prime situazioni di difficoltà (Deutsche Bank è costretta a tagliare linee di credito e BNP Paribas deve sospendere i riscatti dei titoli emessi da tre suoi fondi).

La situazione di crescente incertezza spinge a un forte rialzo i tassi interbancari sia negli Stati Uniti che in Europa e tra il 9 e il 10 agosto 2007 la BCE e la FED devono procedere a ingenti immissioni di liquidità, rispettivamente per 156 miliardi di euro e 62 miliardi di dollari.

Nelle settimane successive, il progressivo aggravarsi della crisi dei *subprime* - cui sono esposte anche primarie banche d'investimento internazionali come Goldman Sachs e Barclays - induce la FED ad ulteriori iniezioni di liquidità.

Emblematico è quanto avviene il 14 settembre 2007, quando la banca britannica Northern Rock chiede aiuto al Governo per fronteggiare una temporanea crisi di liquidità: la notizia genera una "corsa agli sportelli" d'antica e triste memoria, che si conclude solo quando il Governo britannico garantisce ufficialmente la liquidità e l'integrità dei depositi.

A gennaio 2008, all'elenco dei colossi bancari coinvolti dalla crisi si aggiunge Citigroup. Negli Stati Uniti e nel mondo iniziano a diffondersi i primi timori che la crisi si estenda dal settore finanziario all'economia reale.

Durante il primo semestre del 2008 la crisi continua ad espandersi, ma è nel mese di settembre che si innesca una spirale di eventi drammatici ancora in corso.

Il giorno 7, il Tesoro degli Stati Uniti assume il controllo di "Fannie Mae" e "Freddie Mac", i due istituti finanziari specializzati nella cartolarizzazione di mutui ipotecari che nel corso dell'anno avevano accumulato perdite per circa 14 miliardi di dollari.

Pochi giorni dopo il Governo statunitense decide di non intervenire per salvare la banca d'affari Lehman Brothers, che il 15 settembre presenta domanda di ammissione al cd. "Chapter 11", dichiarando sostanzialmente "fallimento". È il più grande fallimento bancario della storia degli Stati Uniti, che produrrà immediatamente gravissime conseguenze a livello mondiale, come vedremo meglio tra poco.

Sempre il 15 settembre 2008 un'altra grande banca d'affari, Merrill Lynch, viene acquistata da Bank of America, mentre il giorno successivo (16 settembre) il colosso statunitense delle assicurazioni AIG - *American International Group* viene di fatto nazionalizzato, mediante acquisto del 79,9% del suo capitale da parte della FED e del Governo.

Mentre negli Stati Uniti si studia un piano complessivo di salvataggio degli istituti di credito in crisi, che verrà infine

approvato all'inizio di ottobre, in Europa si susseguono iniziative di sostegno alle banche: i Governi del Benelux nazionalizzano parzialmente il gruppo bancario-assicurativo Fortis, i Governi di Francia, Belgio e Lussemburgo intervengono per ricapitalizzare il gruppo Dexia, la Gran Bretagna nazionalizza la banca Bradford & Bingley; stessa sorte subirà il 28 novembre la Royal Bank of Scotland.

Le dimensioni della crisi sono ormai tali da richiedere una risposta coordinata a livello globale; a tal fine, il 15 novembre 2008, si riunisce a Washington un vertice straordinario del G20, il gruppo che riunisce i venti Paesi più industrializzati del mondo. In tale occasione vengono fissati principi in materia di regolamentazione, sorveglianza e trasparenza dei mercati che gli Stati membri si impegnano ad applicare entro il 31 marzo 2009. La verifica dell'attuazione degli obiettivi prefissati avverrà nel corso di un nuovo vertice straordinario del G20, fissato per il 2 aprile prossimo a Londra.

\* \* \*

Dovendo tirare le somme di questa elencazione di eventi succedutisi negli ultimi due anni, si può affermare che 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 come detto il 15 settembre 2008, 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 inaspettata 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*), che non poteva far prevedere la drastica decisione assunta.

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>6</sup>. Le quotazioni dei CDS sugli

---

<sup>6</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.



emittenti europei e italiani esprimono ormai forti segnali di deterioramento della qualità del credito per gli emittenti quotati, sia nel settore bancario che per gli emittenti non finanziari.

Alcuni mercati finanziari hanno avuto temporanei andamenti positivi grazie agli interventi pubblici disposti a livello internazionale e nazionale; in particolare: all'azione congiunta delle banche Centrali; alle limitazioni introdotte in vari paesi sulle vendite allo scoperto; ai piani di sostegno annunciati da numerosi Governi.

Permangono però elementi negativi: la generale revisione al ribasso dei tassi di crescita dell'economia reale; l'estensione della crisi a paesi emergenti<sup>7</sup> e ad alcune economie minori.

I mercati finanziari stanno registrando andamenti negativi ai quali non si assisteva da moltissimi anni: l'indice Dow Jones di Wall Street dall'inizio del 2008 ad oggi ha registrato una flessione di oltre il 44%, mentre in Europa, il Dow Jones Euro Stoxx 500 ha evidenziato un ribasso di quasi il 60%, e in Italia l'indice S&P/Mib è sceso di circa il 65% e il MibTEL di oltre il 60%<sup>8</sup>.

La crisi ha avuto effetti più intensi nei settori finanziari. Dall'inizio del 2008 ad oggi l'andamento del settore bancario è risultato particolarmente negativo (- 82% USA; - 78% Europa; - 75% Italia).

Relativamente al mercato italiano, il titolo bancario più colpito dalla crisi risulta Unicredit (- 80% circa dall'inizio dell'anno) e Banco

---

<sup>7</sup> Islanda, Argentina e Ungheria denunciano i primi rilevanti squilibri, mentre sintomi di rischio provengono anche da Russia, Venezuela, Polonia, Turchia.

<sup>8</sup> Fonte: Datastream.

Popolare (- 85%), mentre Banca Monte dei Paschi e Intesa SanPaolo hanno perso rispettivamente circa il 75% e il 67%. Per quanto riguarda l'andamento del titolo Unicredit, da alcuni giorni la situazione appare in miglioramento.

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 stanno determinando restrizioni nell'offerta del credito e aspettative di ulteriore riduzione della crescita degli utili societari.

\* \* \*

### Una nuova regolamentazione globale - La IOSCO

Le notizie che rapidamente si susseguono in merito all'evoluzione della crisi testimoniano la mutevolezza dello scenario col quale la Consob e le altre Autorità devono confrontarsi e danno atto della situazione di emergenza che ha imposto ai Governi 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.

La Consob si è sempre fatta promotrice di iniziative nelle sedi internazionali, sia a livello CESR sia a livello IOSCO<sup>9</sup>, finalizzate ad evitare vuoti regolamentari, ad assicurare un adeguato livello di collaborazione tra autorità di vigilanza e, in particolare, ad assicurare l'accesso alle informazioni nei paesi *off-shore*.

Già nell'estate del 2006 la Consob, consapevole della necessità di misure più incisive in termini di trasparenza delle transazioni anche fuori mercato nonché di controlli più stringenti sul comportamento degli operatori, è stata tra i promotori della istituzione di una Task Force IOSCO sulle crisi finanziarie e della riforma del Codice sulle agenzie di rating<sup>10</sup>.

Analogamente, alla luce delle preoccupazioni relative a manovre speculative sui mercati di merci, la Consob, con altre autorità quali la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) americana, ha promosso la creazione di una Task Force sull'argomento che ha rassegnato le proprie raccomandazioni lo scorso mese di febbraio.

---

<sup>9</sup> Il *Committee of European Securities Regulators* – CESR, di cui è membro la Consob, è l'organismo europeo che accoglie le autorità di vigilanza nazionali sui mercati finanziari. IL CESR è stato istituito nel 2001, con il compito di fornire consulenza tecnica alla Commissione Europea nel corso del processo di produzione normativa di direttive e regolamenti europei (**c.d. livello 2** del procedimento Lamfalussy). Il Comitato deve inoltre assicurare, **nell'ambito del c.d. livello 3**, una coerente attuazione della legislazione comunitaria nei Paesi membri ed accrescere la cooperazione ed il coordinamento tra le autorità di vigilanza europee. In tale contesto, promuove le misure tecniche di maggior dettaglio. La IOSCO è l'organismo che **riunisce a livello mondiale le autorità di vigilanza dei mercati mobiliari di oltre 120 paesi con** l'obiettivo di elaborare standard internazionali di regolamentazione e vigilanza e di favorire la cooperazione internazionale.

<sup>10</sup> Sia la Task Force sulle crisi sia la Task Force sulle agenzie di rating hanno formulato le proprie raccomandazioni nella primavera del 2008.

Da ultimo il 24 novembre 2008, anche su iniziativa della Consob e tenuto conto dell'aggravarsi della crisi, sono state create tre Task Force in materia di: entità non regolamentate (*hedge funds*); prodotti non regolamentati e *short selling*. La Consob ha assunto, insieme con la FSA inglese, la co-presidenza della Task Force sugli *hedge fund* che ha predisposto un documento di consultazione pubblicato stamattina, nel quale si formulano raccomandazioni per una possibile regolamentazione del settore.

L'estensione della crisi e la necessità di coinvolgere nella produzione degli standard internazionali tutti i principali mercati hanno indotto il Comitato Tecnico della IOSCO a cooptare tra i propri membri Cina, India e Brasile, prima considerati Paesi emergenti, e ad avviare un processo di riforma con l'ambizioso obiettivo di fare dell'IOSCO la sede unitaria nella quale vengono elaborati principi di regolamentazione dei mercati a livello globale.

### L'Europa e il CCSR

In Europa, la crisi ha determinato una nuova consapevolezza sulla necessità di rifondare le basi del mercato interno per assicurare una vigilanza omogenea e integrata.

La gestione della crisi non ha, infatti, potuto beneficiare di un centro unitario di coordinamento nel quale elaborare e attuare misure concertate.

In tale ambito, negli ultimi anni la Consob ha fortemente contribuito al rafforzamento del CCSR, facendosi promotrice nella

primavera del 2008 di emendamenti allo statuto volti ad introdurre un sistema di voto a maggioranza qualificata nonché una maggiore vincolatività delle misure adottate dal Comitato. Il voto a maggioranza qualificata è stato poi introdotto nel settembre 2008.

L'aggravarsi della crisi e le successive iniziative, in particolare, le raccomandazioni del Comitato de Larosière, istituito dalla Commissione Europea nell'ottobre 2008, hanno confermato l'opportunità di riforme istituzionali volte anche, come più volte sostenuto dalla Consob, a potenziare la prescrittività delle regole adottate dai Comitati che riuniscono le autorità di vigilanza europee.

La trasformazione dei Comitati di livello 3 (CESR, CEBS e CEIOPS) in soggetti dotati del potere di emettere regole comuni che i membri sono tenuti ad applicare sarà, infatti, uno dei cardini della riforma dell'architettura europea nel settore dei mercati finanziari.

Nella recente riunione del 17 marzo scorso del ristretto Gruppo dei Presidenti incaricato di predisporre una risposta del CESR alle istituzioni europee sulla riforma, cui partecipa anche la Consob, è emerso un ampio consenso a favore dell'introduzione di regole comuni applicate ugualmente in tutti gli Stati membri, eliminando le opzioni nazionali che consentono agli operatori i c.d. arbitraggi regolamentari.

E' emerso, altresì, ampio consenso sull'opportunità che la vigilanza, nell'ambito di uno stretto coordinamento basato su

comuni modalità operative, rimanga attribuita alle autorità nazionali.

Il sistema prefigurato dal Gruppo de Larosière, infine, adotta il principio della **separazione della vigilanza per finalità**.

\* \* \*

### La crisi e le iniziative della Consob

Una riforma complessiva e sistematica degli assetti di vigilanza richiede inevitabilmente tempi lunghi; tuttavia, la gravità della crisi ha imposto a Governi e Istituzioni l'adozione di misure urgenti, alcune di natura temporanea, per arginare gli effetti negativi sul sistema bancario e finanziario e per tentare di ridare fiducia ai mercati.

È di ieri la notizia della presentazione di un emendamento al “decreto incentivi”<sup>11</sup> all'esame della Camera che accoglie alcune proposte formulate dal Presidente della Consob a titolo personale per sostenere le società quotate in un momento nel quale la grave depressione delle quotazioni potrebbe facilitare manovre speculative o ostili. L'emendamento prevede più ampie possibilità (dal 3% al 5%) di aumentare le partecipazioni in società quotate senza obbligo di OPA, l'incremento dal 10% al 20% del tetto per l'acquisto delle azioni proprie e la facoltà per la Consob di

---

<sup>11</sup> Disegno di legge A.C. 2187, di conversione del decreto-legge n. 5 del 2009 recante “Misure urgenti a sostegno dei settori industriali in crisi”.

abbassare temporaneamente la soglia (attualmente prevista al 2%) per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza, la Consob ha operato su più fronti per affrontare le conseguenze della crisi: il corretto funzionamento del mercato; la trasparenza dell'informativa fornita dagli emittenti e la correttezza dei comportamenti degli intermediari. Sono proseguite iniziative di vigilanza sull'osservanza della normativa di settore e verifiche sull'esposizione del sistema italiano nei confronti di prodotti quali i titoli del gruppo *Lehman* o i prodotti della galassia Madoff.

Tra le specifiche iniziative attuate dalla Consob per corrispondere, con ogni possibile tempestività, ad esigenze di tutela del sistema e dei risparmiatori che la crisi ha fortemente acuito, meritano richiamo i provvedimenti assunti in materia di vendite allo scoperto e le iniziative di trasparenza.

#### *Vendite allo scoperto*

L'obiettivo dei provvedimenti volti a limitare o a vietare la possibilità di vendere allo scoperto titoli azionari è sostanzialmente quello di mitigare brusche correzioni dei corsi e garantire un corretto e ordinato processo di formazione dei prezzi, riducendo le possibilità di abusi di mercato. Tali provvedimenti hanno, inoltre, un importante valore segnaletico che può contribuire, in un contesto

di forti turbolenze, a ripristinare un clima di maggiore fiducia sui mercati.

In situazioni di particolari tensioni, le vendite allo scoperto possono infatti esasperare *trend* ribassisti, generando fenomeni di panico, disorientando gli operatori, determinando disordine negli scambi ed eccessi di reazione.

I provvedimenti adottati dopo il *default* Lehman hanno contribuito a contrastare pressioni ribassiste; si tratta comunque di misure che si giustificano solo in circostanze eccezionali e non possono essere considerate risolutive.

L'esperienza maturata dimostra che provvedimenti 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 del più elevato coordinamento sul piano internazionale e di una integrale e univoca applicazione da parte di tutti.

I provvedimenti adottati dai paesi Europei non sono stati, invece, uniformi, sia per tempistica che per contenuti e portata.

La Consob ha adottato progressivamente, a partire dal 19 settembre 2008, una serie di misure in materia, modulandole in funzione dell'andamento dei mercati, fino ad arrivare all'ultimo provvedimento del 26 febbraio 2009, con scadenza 31 maggio, che richiede la proprietà e disponibilità dei titoli soltanto per la vendita di azioni di banche e assicurazioni quotate, prevedendo per tutte le



altre azioni soltanto la disponibilità dei titoli da parte del venditore<sup>12</sup>.

### Iniziative di trasparenza

È certamente necessario, per concorrere a ripristinare la fiducia dei mercati, che sia garantita grande trasparenza sulla reale situazione dei soggetti presenti sul mercato e quindi 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.

---

<sup>12</sup>Si riporta di seguito la sequenza delle delibere adottate dalla Consob:

- il 19 settembre 2008 ha richiamato gli operatori al puntuale rispetto delle norme del regolamento di borsa in materia di consegna titoli, che prevedono che i contratti di compravendita siano liquidati entro il terzo giorno di borsa aperta successivo alla stipulazione;
- in data 22 settembre (delibera n. 16622) ha disposto che le vendite di azioni emesse da banche e imprese di assicurazioni quotate dovessero essere assistite dalla disponibilità dei titoli al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione;
- in data 1° ottobre (delibera n. 16645) ha vietato le vendite di azioni emesse da banche e imprese di assicurazioni quotate non assistite dalla contestuale proprietà e disponibilità dei titoli;
- in data 10 ottobre (delibera n. 16652) tale divieto è stato esteso a tutte le azioni quotate;
- in data 29 ottobre (delibera n. 16670) il generale divieto di vendite allo scoperto è stato prorogato fino al 31 dicembre successivo;
- in data 30 dicembre (delibera n. 16765) il divieto è stato prorogato fino al 31 gennaio 2009, con alcune modifiche: la contestuale proprietà e disponibilità dei titoli continua ad essere richiesta soltanto per la vendita di azioni emesse da banche e imprese di assicurazioni quotate, mentre per tutte le altre azioni è richiesta soltanto la disponibilità dei titoli da parte del venditore;
- in data 29 gennaio (delibera n. 16781) ha prorogato le misure inerenti alle vendite allo scoperto, già in vigore dal 1° gennaio, fino al 28 febbraio 2009;
- in data 26 febbraio (delibera n. 16813) ha prorogato le misure inerenti alle vendite allo scoperto, già in vigore dal 1° febbraio, fino al 31 maggio prossimo.

L'applicazione dei principi contabili internazionali emanati dall'*International Accounting Standard Board (IASB)* – resa obbligatoria in Europa dal Regolamento n. 1606/2002 - richiede nella fase attuale particolare attenzione da parte degli amministratori, nella definizione delle scelte che presuppongono un'ampia discrezionalità tecnica, quali la stima dei dati previsionali o la valutazione degli strumenti finanziari illiquidi.

Di conseguenza, Consob, Banca d'Italia ed Isvap hanno adottato, il 6 febbraio scorso, un Documento comune (n. 2/2009)<sup>13</sup> con il quale sono state individuate le aree di bilancio che, risentendo maggiormente degli effetti della crisi, richiedono la massima attenzione nell'applicazione dei principi contabili internazionali e la più ampia e trasparente informativa sulla situazione economico-patrimoniale e finanziaria. Una appropriata trasparenza può, infatti, contribuire a ridurre l'incertezza e le sue conseguenze negative.

Il 2 marzo scorso la Consob ha inoltre approvato una Comunicazione (n. 9019104) con la quale sono state fornite 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,

---

<sup>13</sup> “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”

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.

Ricostruire la fiducia è alla base della possibilità di riavviare il ciclo economico, attraverso la ripresa del fluire del risparmio agli intermediari e la conseguente possibilità per questi ultimi di supportare le imprese e i singoli imprenditori, nonché di rifinanziare investimenti in beni durevoli, tra i quali gli immobili.

Chi lavora in istituzioni pubbliche, come ha ricordato il Generale Siazzu in occasione dell'inaugurazione dell'anno accademico, deve essere orgoglioso di operare al servizio della collettività.

Siamo tutti chiamati a dare un contributo, svolgendo con il massimo impegno il compito che ci deriva dall'appartenenza al mondo delle istituzioni, affinché il nostro paese possa superare questo difficile momento e riconquistare quella fiducia che dà uno scopo al nostro comune operare e che rappresenta elemento essenziale per concorrere al superamento della crisi, in comunione di intenti tra le diverse Autorità.

E' nostro dovere guardare sempre all'obiettivo ultimo della tutela del risparmiatore, troppo spesso vittima incolpevole o

comunque inconsapevole di prassi scorrette e di disegni di espansione a danno ultimo delle componenti più deboli del sistema.

Oggi si riscontra nel mondo una diffusa consapevolezza da parte dei governi e degli Organi legislativi della gravità del momento.

L'Italia è in prima fila per concorrere con proposte e iniziative di particolare valenza al perseguimento di regole certe, regole chiare e regole da tutti ugualmente applicate, atte a ricostituire - in uno con i necessari provvedimenti di emergenza - l'elemento fiducia, pilastro insostituibile di ogni libero mercato.