

spesso, in una posizione di forza nei confronti delle imprese a cui danno credito, impongono prodotti che alla fine risultano assolutamente non adeguati rispetto alle esigenze delle imprese stesse.

In altre parole, la posizione dominante crea le condizioni per collocare titoli che già a monte non erano adeguati. *Ex post* è facile dirlo, per carità, quindi siamo gli ultimi a parlare; tuttavia, arriva sempre un momento successivo in cui ci si accorge se certi titoli non sono adeguati. Tutto questo spesso viene pagato con commissioni altissime, che forse potremmo leggere come commissioni occulte. Anche in questo caso è necessario intervenire e riteniamo che il vostro istituto debba darci delle indicazioni in proposito.

Sul terzo punto sono, invece, moralmente certo; non lo voglio dare come dogma - me ne guarderei bene! - però ho un'esperienza diretta che motiva quanto sto dicendo. Le regole attuali sulla nomina dei revisori dei conti non sono appropriate. Il meccanismo prevede che vi sia la possibilità di fare il revisore dei conti in una società quotata in borsa; tuttavia, in questo caso, automaticamente si devono lasciare le società non quotate in Borsa. Ora, lei mi insegna che c'è un rapporto di fidelizzazione tra le società non quotate in borsa e il professionista, per cui è oggettivamente difficile che si opti per le società quotate, che oggi ci sono e domani non ci sono.

Intendo dire che, alla fine, chi fa il revisore dei conti nelle società quotate spesso è membro di un club molto ristretto; taluni parlano di gerontocrazia, ma io non mi permetterei mai di dirlo. Ampliare questo club sarebbe sinonimo di garanzia, sinonimo di trasparenza e probabilmente anche di freschezza, perché professionisti giovani, motivati, nati con le regole nuove - quelle che adesso sono molto restrittive rispetto a prima - probabilmente avranno una visione meno edulcorata, meno accondiscendente rispetto a queste imponenti strutture.

So che il decreto che regola questo aspetto è in scadenza, o è scaduto da poco; so, inoltre, che avete dato una proroga di due o tre mesi.

MAURIZIO LEO. Due mesi.

ALESSANDRO SARO ALFONSO PAGANO. Al di là del fatto che due mesi siano troppo pochi o siano un tempo giusto, vorrei sollevare un problema che esiste. Valutiamo se sia il caso - visto che stiamo mettendo mano alla materia - di aggiustare il tiro, qualora esso non sia adeguato rispetto alle esigenze dei tempi correnti.

IGNAZIO MESSINA. Anch'io ringrazio il presidente della CONSOB per l'intervento esaustivo.

Intervengo soltanto per porre alcune domande veloci. Io credo che una constatazione a cui tutti quanti siamo giunti - e non perché a posteriori sia più semplice, in quanto credo che ci si potesse giungere anche prima - è che il sistema dei controlli non ha funzionato. È inutile girarci attorno, perché altrimenti, se vi sono dei soggetti chiamati a controllare il mercato finanziario e successivamente il mercato finanziario diventa assolutamente ingestibile, questo significa che qualcosa a monte non ha funzionato.

Credo, dunque, che rivedere il sistema dei controlli sia un fatto determinante. Anche le società di *rating*, come diceva qualcuno, a poco servono, se non a creare un inganno, un'illusione - tali infatti si sono rivelate - al consumatore finale che, dietro quelle A vedeva sostanzialmente una garanzia per il proprio investimento, mentre non c'era assolutamente niente; c'era il vuoto.

Tuttavia, ovviamente qualcuno, a monte, avrebbe dovuto fare qualche controllo in più, in Italia. Da quanto ho visto, è riportato anche nell'esposizione, probabilmente da parte di Banca d'Italia e di CONSOB sono stati fatti tanti controlli, ma questo non è stato sufficiente. Credo, quindi, che proprio l'intervento legislativo che andiamo ad approntare sia fonamen-

tale, e in questo la vostra opinione e il vostro contributo possono essere determinanti.

Occorre accentuare un sistema di controllo per fare in modo che non ci si possa trovare nuovamente in una condizione di questo tipo che, alla fine, non penalizza le banche, ma il risparmiatore, il piccolo investitore, colui il quale rimane assolutamente scoperto.

Dalla relazione si evince con chiarezza che, per la necessità di stabilizzare la raccolta, le banche potranno orientarsi a collocare obbligazioni subordinate a prodotti ibridi. A questo punto la tentazione sarà non forte, ma forse fortissima. Voi stessi affermate che questo accadrebbe nonostante alcune reazioni critiche degli operatori; questo aspetto da un lato spaventa, ma dall'altro lato tranquillizza, poiché significa che il vostro intervento è positivo. Se esso preoccupa gli operatori, significa che gli operatori si muoverebbero in questa direzione non troppo in buona fede.

Credo che il vostro intervento, in fase di emanazione di queste linee guida, debba essere tempestivo, per garantire prevalentemente i piccoli e medi risparmiatori, le piccole e medie imprese, cioè coloro che, di fatto, muovono le fila dell'economia italiana e sono quelli maggiormente danneggiati.

Sulla questione dei fondi sovrani la vostra opinione è importante, perché anche questa è una valutazione. Ci si chiede infatti come fare per ridare liquidità e risollevarle le banche. Ebbene i fondi sovrani, a mio parere, devono essere regolamentati, ma se non c'è una finanza territoriale italiana che può sopperire, è importante individuare un sistema per cui sui fondi sovrani si possa intervenire attraverso i controlli e le regole. Evidentemente, dobbiamo operare un ragionamento a monte.

Infine, si è parlato spesso in questi giorni dell'ipotesi di un azionariato senza diritto di voto, ovvero un azionariato impropriamente di Stato. Credo che lo Stato in questo momento abbia notevoli fondi presso la Cassa depositi e prestiti. Si

potrebbe pensare ad un intervento a termine della Cassa, con delle azioni senza diritto di voto, ma con l'obbligo per le banche di restituire, per fare in modo che - come diceva qualcuno prima di me - non si verifichi che nel momento in cui ci sono grandi utili, i consumatori o gli investitori non li ricevano, mentre quando vi sono grandi perdite, le subiscano. Bisognerà fare modo che vi siano non aiuti di Stato finalizzati a se stessi, ma anche obblighi che devono essere onorati, e quindi delle restituzioni da fare.

La Cassa depositi e prestiti probabilmente - lo chiedo anche a voi - potrebbe essere uno strumento utile per impedire ai fondi sovrani esteri di utilizzare una risorsa nostrana per intervenire in questo senso.

PRESIDENTE. Non voglio complicare le cose, ma mi sarebbe piaciuto disporre di maggiori dati sugli effetti della norma sul divieto di vendita allo scoperto, ossia su quanto esso abbia inciso, oltre a una valutazione complessiva sullo stato dell'arte che riguarda le banche.

Nonostante i divieti di vendita allo scoperto, il mercato sta infatti penalizzando gli istituti di credito che, in qualche modo, sono visti non particolarmente solidi determinando come effetto un dato che vediamo nella Borsa italiana, dove l'incidenza delle perdite di valore azionario delle banche è molto forte.

Le chiedo, dunque, come si faccia a valutare quanto incidono le vendite allo scoperto su questi fenomeni.

Do ora la parola al presidente Cardia per la replica.

LAMBERTO CARDIA, Presidente della Consob. Signor presidente, cercherò di rispondere alle domande, peraltro tutte di attualità, che mi sono state rivolte. L'onorevole Leo ha parlato degli IAS e ha chiesto se l'applicazione degli IAS sui bilanci e le conseguenze ulteriori che si potranno produrre possano portare a un'eventuale sospensione della disciplina sul recepimento degli IAS.

Se dovessi parlare come singolo, direi che sono d'accordo; tuttavia, aggiungo che

su queste scelte dell'introduzione degli IAS hanno influito molto Banca d'Italia e ISVAP, che vedono in modo non favorevole l'applicazione dei principi contabili diversi tra bilancio individuale e bilancio consolidato. Questo è il sistema.

Se vivessimo in un mondo in cui la decisione è di un unico soggetto, se questo unico soggetto fosse la Banca d'Italia la vedrebbe in un modo, se fosse la CONSOB la vedrebbe in un altro. In un momento critico come quello attuale l'applicazione degli IAS può mettere in difficoltà la società, però è a questo che si sta facendo fronte. Lei ha parlato di meccanismo perverso; questa, secondo me, è la situazione più grave e difficile, a livello mondiale, che nella mia esperienza ho avuto modo di vivere. È stata paragonata a quella del 1929; a quella data non ero nato. Certo questa è comunque di dimensioni mondiali.

La prevista modifica degli IAS, ovvero la possibilità di applicarli con flessibilità, consentirebbe alle società di non trovarsi in una situazione di grave disagio. In futuro, vedremo che cosa verrà deciso in campo internazionale; non c'è dubbio però che non si può verificare la circostanza per cui un Paese li applica e un altro no, perché i bilanci in questo modo non sarebbero confrontabili.

L'onorevole Causi ha posto una domanda relativa alle misure di difesa contro scalate ostili attraverso la semplificazione delle norme già esistenti. Premetto e ripeto che in più occasioni mi è stato parlato dell'Opa (e, quindi, delle scalate ostili) e della possibilità di modificare la legge. Preciso che quando è stata approvata la direttiva europea sull'Opa, tutti siamo stati consapevoli del fatto che si trattava di una direttiva che poteva essere migliore, ma motivi di fretta e compromessi hanno portato a una direttiva che ha lasciato ampi margini alle modalità applicative dei singoli Paesi.

La CONSOB è stata parte attiva ed ha rappresentato più volte la necessità di mantenersi in prima fila nel libero mercato e, quindi, di trovarsi in una situazione in cui se si ha un'Opa — dato che questa

può determinare il cambio della dirigenza, il cambio del *management*, ma determina anche interessi per i piccoli azionisti che vedono valorizzare le loro azioni — si privilegino gli interessi dei piccoli azionisti e dei risparmiatori.

L'esperienza vissuta nel periodo attuale mi ha fatto personalmente cambiare parzialmente idea, ma sempre — lo ripeto — nell'ambito della direttiva Opa. A questo proposito, cito un aneddoto accaduto, che mi ha letteralmente sbalordito, per mostrare come si può operare in modo diverso.

L'anno scorso mi telefonarono, separatamente e a distanza di alcuni giorni, gli amministratori delegati dell'ENI e dell'ENEL, e mi dissero che avevano avuto una richiesta da parte dell'autorità di vigilanza francese di rispondere entro ventiquattro ore se avessero avuto l'intenzione di compiere una scalata (o anche solo di acquistare una quota azionaria) nei confronti di una società francese. Il primo che mi telefonò — mi sembra di ricordare che fosse l'amministratore dell'ENI — mi disse che era sabato e che quindi avrebbe dovuto rispondere entro la sera successiva, perché il lunedì mattina alle 8 i mercati avrebbero dovuto conoscere la risposta. Ebbene, innanzitutto, ritengo che tale domanda avrebbe dovuto essere rivolta, nell'ambito della cooperazione internazionale esistente alla CONSOB; la CONSOB avrebbe dovuto valutare se si trattasse di una domanda ammissibile. Dunque, ritengo si potesse valutare di non rispondere alla domanda dell'autorità francese. L'amministratore delegato dell'ENI mi disse però che gli era stato detto che avrebbe dovuto rispondere direttamente e nei termini.

Chiamai, dunque, pur nel fine settimana, il presidente dell'autorità francese e gli chiesi come poteva porre una domanda di questo genere, per di più senza parlarne prima alla CONSOB. Tale domanda, tra l'altro, mi pareva priva di supporto giuridico: infatti gli feci presente che una autorità estera non può chiedere a una nostra società se vuole acquistare azioni di una società avente sede legale in altro

Stato, nel caso specifico in Francia; le potrà chiedere *ex post* se ha compiuto acquisti e se ha acquisito il 2 o 5 per cento, secondo il livello definito dall'ordinamento.

Mi fu risposto che la mia considerazione sarebbe stata fondata fino a una settimana prima, perché nel frattempo la Francia aveva emanato un regolamento aggiuntivo al recepimento della direttiva dell'Opa il quale all'articolo 223-32 - lo ricordo ancora - stabilisce che quando si è in presenza di *rumors* o quando l'autorità di vigilanza lo ritiene opportuno, questa può chiedere a chiunque, quindi anche a soggetti residenti all'estero, se vi sia l'intenzione di operare nei confronti di una società francese, al fine di acquisizione di azioni. Pertanto, mi fu risposto che avevano fatto quella richiesta, in quanto il loro regolamento lo consentiva.

A quel punto replicai in modo quasi banale, facendo presente che certamente la richiesta poteva essere fatta, ma che non vedevo come una società con sede in Italia potesse essere obbligata a rispondere. Dissi, inoltre, che se invece la domanda fosse stata rivolta alla CONSOB, noi avremmo valutato e fornito le informazioni possibili. La risposta fu che effettivamente non si poteva costringere la società a rispondere, ma che il regolamento emanato in Francia prevedeva anche che se la società interrogata non avesse risposto nel tempo dovuto, non avrebbe potuto compiere operazioni nei sei mesi successivi nei confronti della società francese Target.

Non credo ci sia bisogno di ulteriore testimonianza di quanto sto affermando in questa sede: l'amministratore delegato dell'ENI fornì la sua risposta. Nella vicenda successiva avvenne lo stesso anche per l'ENEL.

Per risparmiare tempo non ripeterò in dettaglio la vicenda; comunque, il risultato fu che il primo rispose immediatamente, per evitare che gli paralizzassero l'attività in Francia, mentre il secondo riuscì ad ottenere che la richiesta fosse inviata direttamente alla CONSOB. Tuttavia la società, in un secondo momento, fornì co-

munque la risposta, poiché, sebbene la CONSOB avesse girato la domanda all'ENEL precisando che l'amministratore delegato non era tenuto a rispondere, egli sapeva che se avesse voluto compiere un'acquisizione nella società francese in questione cui poteva essere interessato - e forse questo era anche vero, ma è un'opinione personale - se non avesse risposto nei tempi indicati, non avrebbe potuto agire per sei mesi nei confronti di quella società.

Questo episodio è avvenuto l'anno scorso; l'evoluzione successiva ha portato a verificare che le azioni di società quotate italiane si sono molto deprezzate e che il peso azionario - ho consegnato al presidente un documento che descrive lo stato delle società attualizzato a ieri e a oggi - è diminuito in modo rilevante. Molte società italiane hanno perso il 50-60 per cento, qualcuna il 70 per cento del valore azionario.

Quindi se una società estera, un fondo sovrano, o un *quidam de populo* che ha disponibilità finanziarie, vuole fare oggi un'Opa nei confronti di una queste società, il cui valore si è ridotto nel caso limite del 70 per cento, (e che magari presto ritornerà a valere cento, almeno mi auguro) e le cui misure di difesa necessitano di mesi per il loro dispiegamento, probabilmente, riuscirà nell'Opa. E riuscirà, perché magari chi ha in mano quelle azioni, spaventato da quello che sta succedendo, preferisce prendere un po' di soldi subito - in quanto verrà offerto un prezzo superiore al valore azionario del momento - piuttosto che correre il rischio di perdere tutto. Quindi la mia convinzione è che la tutela degli interessi del Paese nell'ambito della direttiva Opa possa far sì che quegli interventi che prima a difesa potevano avvenire previa delibera dell'assemblea - quindi in lunghi periodi - oggi possano essere consentiti in prima battuta al consiglio d'amministrazione (salvo poi il potere dell'assemblea di deliberare diversamente), oppure riaffermando il principio che solo le assemblee possano con modifica statutaria rendersi aperte a scalate, quindi senza stabilire regole restrittive.

Vorrei concludere dicendo che la mia personale convinzione, specie in questo momento — tengo a precisare che non si tratta di una posizione della CONSOB, perché la materia non è stata oggetto di delibera; magari potrà essere oggetto di esame, certamente ne parliamo, ci possono essere anche idee diverse, come in qualche caso accade — è che non ci si può permettere di consentire che il Paese subisca perdite consistenti per il solo fatto che le difese sono molto deboli.

Mi ricollego anche alla questione dell'« 1 per cento », che peraltro — a ben pensare — è una questione abbastanza relativa. È vero, infatti, che la nostra normativa prevede che debba essere comunicato al mercato il superamento della soglia del 2 per cento di una società quotata; è vero che altri Paesi hanno anche soglie più alte; tuttavia, è anche vero che se dieci soggetti acquisiscono l'1,99 per cento di una società, in totale detengono il 19,90. Se questi, dunque, avessero in mente di fare eventualmente un'Opa, con una piccola acquisizione sul mercato, magari pagata anche molto bene, avendo già portato « in cascina molto fieno », potrebbero riuscire facilmente nel loro intento.

Quindi il vantaggio di abbassare la soglia esiste e, a mio parere, non esiste un danno. Se nei periodi di particolare difficoltà, alla CONSOB fosse consentito, con delibera, di chiedere che ad esempio da una certa data e fino al terzo mese successivo chiunque operi un'acquisizione azionaria, di una o più società o delle 40 società più importanti, debba dichiararlo al mercato, questo non procurerebbe alcun danno. Nello stesso tempo, dal mio punto di vista, questa regola consentirebbe di tutelare meglio il sistema.

Affermo — l'ho già detto e non lo ripeterò più per non stancare chi mi ascolta — che si tratta di una mia opinione personale. Formulo queste idee sulla base della mia esperienza, degli studi e della constatazione di ciò che sta accadendo. Possono esserci idee diverse anche tra colleghi di Commissione o tra gli stessi massimi dirigenti presenti che hanno un'esperienza rilevante.

PRESIDENTE. Scusi presidente, forse è una mia ignoranza, ma, parlando di reciprocità, mi chiedo se voi potreste elaborare quello stesso codicillo che ha inserito la Commissione francese.

LAMBERTO CARDIA, *Presidente della Consob*. Dovremmo fare un regolamento che stabilisca questo. Mi viene segnalata una norma del T.U.F. che così recita: « in presenza di indiscrezioni comunque diffuse tra il pubblico, in merito ad una possibile offerta pubblica di acquisto o scambio e di irregolarità nell'andamento del mercato dei titoli interessati, ai potenziali offerenti si applica l'articolo 114 », cioè si può porre la domanda cui si accennava prima. Il risultato, però, è che in questo caso un rifiuto risulterebbe senza sanzione. Invece nella normativa francese la sanzione c'è e consiste nel fatto che per sei mesi non si può operare. Sembra una differenza da nulla, ma è tutto.

Secondo me, ma anche questa è una mia opinione personale, forse la direttiva non consentirebbe quel « blocco » di sei mesi introdotto in Francia.

Non so se ho risposto a tutte le domande dell'onorevole Leo. Alla domanda dell'onorevole Causi sulle misure di difesa contro le scalate ho già risposto quando ho detto che basterebbe semplificare l'attuale disciplina.

Per quanto riguarda i fondi sovrani e il recepimento dei criteri di Santiago, del Fondo monetario, dell'OCSE, segnalo che i fondi sovrani in sé possono essere una di risorsa per tutti perché dispongono di ingenti liquidità da investire. Questi fondi sovrani non sono nati da tanto, ma sono stati costituiti in tempi relativamente recenti dai governi di alcuni Paesi per mettere a frutto l'ingente liquidità derivante, in particolare, dalla produzione di petrolio o altre materie prime. I fondi sovrani possono investire liberamente e i loro apporti di capitale e le loro acquisizioni non sono criticabili allorché si mantengano entro i limiti stabiliti dall'ordinamento in generale o in relazione a determinate categorie di soggetti come ad esem-

pio le banche; un fondo sovrano può anche promuovere un'Opa, se non ci sono dei motivi speciali che lo impediscano. Di per sé, dunque, essi rappresentano un'opportunità.

Certamente, tuttavia essi devono essere guardati con molta attenzione, infatti, ove i fondi sovrani — questo è un discorso di valutazione generale — dovessero concentrare la loro attenzione su società che io definisco proprietarie di brevetti di particolare qualità e procedere alla loro acquisizione, si determinerebbe un depauperamento sostanziale del sistema paese, ed è appunto in relazione a questo profilo che anche in campo internazionale si sta studiando una regolamentazione del fenomeno. In altre parole, grazie agli investimenti dei fondi sovrani è certamente possibile acquisire ingenti risorse, ma vi è anche il rischio che si venga a creare un vuoto nel nostro sistema produttivo, e in quello di qualsiasi altro Paese. In particolare l'inserimento in una società con una quota di partecipazione consistente può consentire a un fondo sovrano di determinare la politica della società e di prevedere, ad esempio, che gli stabilimenti debbano essere posti in una zona del Paese piuttosto che in un'altra, oppure che l'attività produttiva venga svolta in un Paese estero e che il materiale finito venga poi portato in Italia.

La questione dei fondi sovrani sulla quale la CONSOB non ha una competenza specifica, merita dunque una particolare attenzione sia da parte delle istituzioni nazionali e *in primis* del Parlamento, sia in campo internazionale, al fine di poter recepire quanto di buono essi possono offrire e al tempo stesso prevenire i pericoli che essi possono rappresentare. Questa è la mia opinione.

Quanto alla difesa degli interessi dei piccoli risparmiatori della Lehman, magari attraverso la costituzione di un organismo pubblico, un'entità pubblica che ne possa rappresentare presso gli USA gli interessi, devo dire che la costituzione di tale organismo non compete alla CONSOB.

Un fatto è certo: io ritengo che a fronte della crisi della Lehman i risparmiatori

debbero essere protetti come lo furono in occasione della crisi della Cirio e in altri casi, in una certa misura simili. Dico « in una certa misura » perché le diverse situazioni non sono del tutto comparabili. Quello relativo alla Cirio è stato infatti probabilmente il primo caso in cui il piccolo risparmiatore si è trovato ad essere esposto a situazioni di assoluta gravità. Successivamente, con il passare degli anni, i risparmiatori certamente si sono fatti più accorti e così anche gli intermediari che nel distribuire i prodotti finanziari hanno utilizzato, mediamente, modalità migliori e tali da tutelare abbastanza l'investimento e rendere edotto il risparmiatore di ciò che acquistava.

Quella relativa alla Lehman, invece, è stata una vicenda assolutamente traumatica. La crisi della Lehman è avvenuta quasi all'improvviso, perché la società aveva un *rating* particolarmente elevato, un apprezzamento nel mondo assolutamente positivo ed è soltanto forse da agosto o dai primi di settembre che si è cominciata ad intravedere una situazione non favorevole. Al riguardo occorre considerare che, come si evince da un prospetto della Lehman autorizzato dalla CONSOB nel 2008, la società, dal 2005 al 2007 compreso, grazie alla direttiva europea sul prospetto che consente di procedere in tal modo, aveva fatto tutti i suoi collocamenti in Italia passando attraverso Paesi esteri, senza che le autorità di vigilanza italiane potessero esercitare alcun controllo.

Nel 2008, la Lehman ha presentato alla CONSOB un prospetto per poter poi svolgere successivi collocamenti. La CONSOB ha approvato il prospetto e subito dopo, avendo avuto sensazione che stessero maturando eventi sfavorevoli ha chiesto ulteriori approfondimenti ed integrazioni. La Lehman non ha risposto e non ha fatto alcun collocamento. Questo è avvenuto, se mi è consentito di precisarlo, anche perché la CONSOB è stata attenta a sentire ciò che si andava mormorando e quando alla Lehman sono state poste delle domande molto stringenti, essa ha preferito non fare nulla. Infatti, non c'è stato alcun colloca-

mento. Quelli che ci sono stati in precedenza sono passati attraverso il Lussemburgo o altri Paesi esteri, grazie alla già ricordata direttiva sul prospetto, che consente di pubblicare un prospetto informativo in un paese membro dell'Unione e di procedere poi al collocamento in tutti i paesi dell'Unione senza ulteriori controlli e possibilità di intervento.

Rispondo ora alla domanda dell'onorevole Strizzolo circa la conoscenza della quantità dei derivati sottoscritti dagli enti locali. Per quanto riguarda in generale il collocamento di strumenti derivati da parte delle banche la CONSOB ha svolto delle attività ispettive nel 2007 che hanno portato a sanzioni nei confronti di alcune banche come Unicredit banca mobiliare o Unicredit banca d'impresa; tali intermediari sono stati sanzionati, rispettivamente, per 268 mila euro e 511 mila euro.

Per quanto riguarda specificamente i derivati acquistati dagli enti locali, invece, la legge più recente ha stabilito che i relativi contratti sono efficaci solo se comunicati al Ministero dell'economia e delle finanze.

Da informazioni che ho ricevuto, e che non sono documentalmente verificate, sembra che il Ministero dell'economia e delle finanze avrebbe ricevuto circa 300 segnalazioni di derivati sottoscritti dagli enti locali.

I colleghi della Corte dei conti mi hanno riferito che tra le relazioni redatte ce n'è una compilata dalla Corte dei conti della Lombardia, che è una sezione particolarmente efficiente, che avrebbe invece verificato un numero ben superiore di derivati sottoscritti da enti locali. Questo lascerebbe presumere che, se per ipotesi il numero verificato o stimato dalla Corte fosse 600 e solo 300 fossero stati segnalati al Ministero, ce ne sarebbero 300 che non rispettano le condizioni di efficacia stabilite dalla legge.

Credo che per risolvere questo problema ci sarebbe un sistema facilissimo, ovvero sottoporre al visto e alla registrazione della Corte dei Conti l'acquisto dei

derivati da parte degli enti locali. Secondo me, questa sarebbe la soluzione migliore per tutti.

ALBERTO FLUVI. Questo vale dal 2002 in poi...

LAMBERTO CARDIA, *Presidente della Consob*. Onorevole, un tempo la Corte dei conti, nel bene e nel male apponeva sugli atti sottoposti al suo esame visto e registrazione (*commenti del deputato Alberto Fluvi*). Questa è una cosa che può essere rimessa in vigore o si possono lasciare le cose come stanno.

Mi è stato chiesto anche delle obbligazioni di prossima scadenza emesse dai principali gruppi bancari: come ho ricavato dai dati Bloomberg, si tratta di 200 miliardi previsti per il 2010 di 114 miliardi entro il 2009. Personalmente, non ho nessuna apprensione sul fatto che le obbligazioni siano onorate. Non mi sogno nemmeno di pensare il contrario. Dico solo che si dovrà destinare liquidità al rimborso di tali obbligazioni. Occorrerà, però, oltre alla liquidità per finanziare i rinnovi, anche liquidità necessaria per sostenere le attività delle grandi imprese. Sarà necessario, inoltre, che le piccole e medie imprese ricevano anch'esse finanziamenti attraverso gli istituti bancari.

La mia attenzione a questo tema, dunque, non era dovuta a dubbi sulla capacità delle banche di rimborsare le obbligazioni emesse, ma alle dimensioni del fenomeno che richiedono che il sistema bancario sia supportato nei modi più adeguati e sostanziosi.

Colgo l'occasione per dire che mi è stato chiesto che cosa penso del fatto di poter utilizzare la Cassa depositi e prestiti o altri contributi per questi finanziamenti. A questo proposito esprimo un'altra mia opinione personale, che deriva dall'osservazione del mondo in cui opero. Immagino che ci possano essere istituti bancari che abbiano bisogno di liquidità e immagino che questi istituti bancari possano avere apprensione di ricevere finanziamenti dall'erario, non fidandosi del fatto che non ci siano modifiche nella *governance*, come

pure è stato dichiarato. Può darsi, infatti, che qualcuno dica che ne ha bisogno, ma che si fida poco. Sono casi soggettivi. La mia è solo una fantasia.

Aggiungo a questo che, ove il Governo e il Parlamento ritenessero di inserire il ricorso alla Cassa depositi e prestiti tra le possibili fonti di finanziamento stabilendo nettamente le condizioni, la decisione in merito a quali risorse destinare concretamente alle operazioni di sostegno alle banche competerebbe al Ministro dell'economia e delle finanze e al Presidente del Consiglio dei ministri, ai sensi delle recenti disposizioni adottate per garantire la stabilità del sistema creditizio. Ribadisco quindi che la scelta in questione spetta al Governo e al Parlamento. Certamente, in linea di principio il ricorso alla Cassa depositi e prestiti è una possibilità di finanziamento anche solido.

Poi mi viene da pensare che l'IRI è nata in questo modo, ma non lo dico in termini critici, perché io che sono stato per sette anni nel consiglio d'amministrazione dell'IRI, nella giunta esecutiva, oltre che nel collegio sindacale quale magistrato della Corte dei conti, ho visto anche tante cose belle. Poi le deformazioni sono deformazioni, ma le cose belle, le maestranze che si sono create, la dirigenza vera che si è creata attraverso l'IRI, e non solo, non è di poco rilievo. Tuttavia non compete a me esprimere opinioni di questo genere.

Onestamente non so se ho risposto a tutte le domande.

PRESIDENTE. Presidente, non ha risposto a tutto, ma abbiamo il tempo limite delle 16 da rispettare perché siamo chiamati in aula.

LAMBERTO CARDIA, Presidente della Consob. Signor presidente, avendo ancora risposte da dare, posso fornire una risposta scritta, se mi consentite un certo margine di tempo, perché sono letteralmente schiacciato dagli impegni.

PRESIDENTE. Ci farebbe cosa gradita. Ringrazio il presidente per la sua disponibilità. Aspettiamo le sue note.

LAMBERTO CARDIA, Presidente della Consob. Signor presidente, ringrazio anche io lei e tutti i presenti. Vi confermo che, pur nell'impegno che comporta un'audizione, è vivo interesse della CONSOB e di chi vi parla poter trovare occasioni di esposizione di quello che abbiamo fatto, di sottoporsi al giudizio e anche di acquisire delle specifiche richieste che per noi sono molto utili per farci sempre meglio operare.

PRESIDENTE. Dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 16.

*IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE*

DOTT. GUGLIELMO ROMANO

*Licenziato per la stampa
il 5 dicembre 2008.*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

ALLEGATI

PAGINA BIANCA

ALLEGATO 1

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)¹.

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 emergenti² 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 oggi³.

La crisi ha avuto gli effetti più intensi nei settori finanziari. Dall'inizio

¹ 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.

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

³ Fonte: Assogestioni.

dell'anno fino al 28 di ottobre l'andamento del settore bancario è risultato particolarmente negativo (-38,4% USA; -63,0% Europa; -58,4% Italia)⁴. 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.

⁴ Fonte: Datastream.

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

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

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

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

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