

## I – LA CRISI FINANZIARIA

Nel 2008 si sono ampiamente dispiegati gli effetti di una crisi finanziaria che ha avuto il suo iniziale epicentro nel settore dei mutui *subprime* americani – e dei titoli strutturati ad essi collegati – i cui sintomi erano incominciati ad emergere a metà del 2007.

Nei mesi di luglio ed agosto 2007, sin dal manifestarsi dei primi segnali della crisi, la Consob, in stretto coordinamento con la Banca d'Italia e con l'Isvap, aveva tempestivamente attivato iniziative di vigilanza volte ad avere un quadro conoscitivo il più ampio possibile dell'esposizione di imprese e famiglie ai mutui *subprime* e ai prodotti ad essi collegati.

Allora l'impatto delle crisi era apparso ancora limitato, sebbene vi fossero già segnali di potenziali gravi effetti sistemici. Fra luglio e settembre 2007 si erano evidenziati i primi episodi di crisi bancarie in Europa, che avevano sollecitato interventi pubblici di salvataggio, e nel marzo 2008 si è assistito alla crisi della banca d'affari americana Bear Stearns. A partire da luglio, inoltre, si è registrato un brusco aumento del numero di declassamenti del merito di credito (*downgrading*) di titoli strutturati da parte delle agenzie di rating, che è perdurato per tutto il 2008.

Nei mesi successivi al *default* Bear Stearns si sono susseguite ulteriori fasi di turbolenza sui mercati ma il sistema finanziario sembrava essere in grado di assorbire lo *shock* della crisi dei *subprime* e i fondamentali dell'economia apparivano ancora solidi.

L'insolvenza della banca d'affari americana Lehman Brothers, resa nota al mercato il 15 settembre 2008, ha innescato una fase di nuove intense turbolenze.

La decisione delle Autorità americane di lasciare fallire una grande istituzione finanziaria, con un'ampia e rilevante operatività al di fuori degli USA, ha scosso profondamente la fiducia degli operatori, alimentando un clima di fortissima tensione e incertezza sui mercati. Si sono verificati nuovi episodi di crisi bancarie in Europa e negli Stati Uniti.

Il *default* Lehman Brothers ha innescato preoccupazioni diffuse sulla solidità di altre banche d'affari, che hanno alimentato a loro volta timori per gli effetti dell'esposizione verso questi istituti di tutti gli altri partecipanti al mercato. Il brusco aumento del rischio di controparte percepito dagli operatori ha determinato una drastica riduzione della liquidità sul mercato dei depositi interbancari e un aumento dei tassi a breve termine, nonostante le massicce iniezioni di liquidità da parte delle Banche Centrali.

La crescente consapevolezza della natura sistemica della crisi ha causato turbolenze senza precedenti sui mercati azionari, in particolare sui titoli di società del settore finanziario.

Nel 2008 i corsi delle azioni italiane si sono dimezzati, mentre negli Usa e in Europa le flessioni sono state pari, rispettivamente, al 38 e al 44 per cento circa. I titoli del settore bancario hanno perso circa il 50 per cento negli Stati Uniti e il 63 per cento in Europa; le quotazioni dei titoli bancari italiani hanno perso, invece, circa il 57 per cento.

Nei primi mesi del 2009 si sono riaccese le tensioni sui mercati azionari in parte sopite negli ultimi due mesi del 2008. Si sono registrate nuove correzioni dei corsi che hanno interessato principalmente i titoli del settore bancario, il cui valore a metà marzo 2009 risulta diminuito (rispetto all'inizio del 2008) di circa l'80 per cento in Europa e negli Stati Uniti e del 75 per cento in Italia.

Le turbolenze che hanno caratterizzato l'andamento dei mercati finanziari, in particolare nel periodo successivo al *default* Lehman, hanno chiamato la Consob ad un impegno eccezionale sia in ambito domestico che internazionale.

Al fine di assicurare la massima protezione degli investitori, la Consob ha tempestivamente posto in essere una serie di interventi di vigilanza di diversa natura in materia di informativa societaria, integrità dei mercati e correttezza e trasparenza dei comportamenti degli intermediari.

In data 15 settembre, appresa la notizia del *default* del gruppo Lehman Brothers, in collegamento con Banca d'Italia e Isvap, è stata immediatamente avviata una ricognizione del conseguente rischio potenziale per il sistema italiano, con particolare riferimento all'esposizione degli emittenti quotati e del settore del risparmio gestito e amministrato.

Il 19 settembre, in condizioni di mercato ancora relativamente stabili, al fine di mitigare i potenziali effetti destabilizzanti di una forte concentrazione di ordini in vendita, sono stati richiamati gli operatori alla massima cura nel rispetto delle regole in materia di consegna dei titoli nell'ambito di operazioni di vendita allo scoperto.

Il successivo 22 settembre, dopo la chiusura della borsa, alla luce delle fortissime turbolenze che stavano caratterizzando l'andamento dei corsi e in linea con interventi di analoga natura adottati dalle Autorità di vigilanza dei principali paesi europei, è stato adottato un primo provvedimento attraverso il quale sono state imposte restrizioni alle operazioni di vendita allo scoperto di titoli di emittenti bancari e assicurativi.

In data 25 settembre è stato avviato un accertamento ispettivo presso la succursale italiana di Lehman Brothers International (Europe), impresa di investimento comunitaria abilitata alla prestazione di servizi di investimento in Italia che svolgeva un'attività promozionale e distributiva di prodotti e servizi di investimento resi dalla casa madre con sede a Londra.

Nelle giornate successive, caratterizzate dal persistere di una forte volatilità e di intense pressioni ribassiste sui mercati azionari, sono stati mantenuti contatti continuativi con Borsa Italiana al fine di monitorare l'andamento delle quotazioni, in particolare nelle

sedute del 29 e 30 settembre nelle quali sono stati adottati provvedimenti di temporanea sospensione delle contrattazioni tendenti a mitigare le fortissime pressioni ribassiste.

Il 30 settembre, alla luce delle evidenze sulle dinamiche dei corsi azionari e dei volumi negoziati, sono state attivate iniziative di vigilanza anche di natura ispettiva, avvalendosi della collaborazione della Guardia di Finanza, al fine di indagare sulle determinanti del crollo delle quotazioni di titoli bancari e di accertare l'effettivo rispetto del provvedimento di divieto di vendite allo scoperto.

Lo stesso giorno sono state attivate iniziative di cooperazione internazionale per avviare azioni di vigilanza nei confronti di intermediari di diritto estero operanti direttamente sui mercati gestiti da Borsa Italiana (in qualità di cosiddetti *remote member*) che erano risultati venditori di titoli di emittenti bancari e assicurativi italiani per importi significativi e che non avevano consegnato i titoli nei tempi previsti dalla disciplina sulla liquidazione dei contratti di borsa.

Il 1° ottobre sono state estese le richieste di cooperazione internazionale per gli intermediari di diritto estero maggiormente attivi sul lato delle vendite di titoli bancari anche nella seduta del 30 settembre.

Sempre in data 1° ottobre, sulla base della valutazione degli esiti preliminari degli accertamenti svolti e in considerazione dell'andamento ancora fortemente negativo del mercato, sono state adottate ulteriori misure restrittive in materia di vendite allo scoperto su azioni di società bancarie e assicurative.

Il 7 ottobre, in esito agli accertamenti svolti sul rispetto dei provvedimenti di divieto di vendite allo scoperto, è stato adottato un provvedimento d'urgenza ordinando ad un intermediario italiano di non consentire a due soggetti esteri l'accesso alle negoziazioni di titoli bancari e assicurativi trattati sul mercato italiano.

Il 10 ottobre, in una fase di estrema turbolenza che aveva iniziato a coinvolgere anche l'andamento dei titoli del settore non finanziario, è stato adottato un provvedimento di divieto generale delle vendite allo scoperto esteso a tutti i titoli azionari negoziati sul mercato italiano.

Lo stesso 10 ottobre, al fine di monitorare la situazione delle compagini azionarie delle principali società italiane e l'origine dei pesanti flussi di vendita registrati sul mercato, è stato chiesto, ai sensi dell'art. 115 del Tuf, agli azionisti rilevanti (con quote superiori al 2 per cento) delle società quotate appartenenti all'indice S&P/Mib di comunicare alla Consob le rispettive quote di possesso azionario nonché le successive variazioni superiori alla soglia dello 0,50 per cento. La richiesta ha riguardato anche la comunicazione di eventuali partecipazioni detenute a seguito della stipula di contratti derivati.

Nel corso dei mesi successivi assidua è stata la vigilanza sull'andamento dei mercati e, alla luce delle ulteriori forti turbolenze che hanno caratterizzato l'andamento dei corsi

azionari nei mesi di febbraio e marzo 2009, sono stati prorogati i provvedimenti restrittivi in materia di vendite allo scoperto fino al 31 maggio 2009.

Sono state inoltre emanate comunicazioni volte a fornire chiarimenti interpretativi delle norme e a richiamare emittenti e intermediari al rigoroso rispetto dei propri doveri in relazione a profili potenzialmente critici collegati alla crisi finanziaria.

In particolare, il 6 febbraio 2009, congiuntamente con la Banca d'Italia e l'Isvap, è stata emanata una comunicazione per richiamare gli emittenti al rispetto delle norme dettate dai principi contabili internazionali in materia di informazioni da fornire nelle relazioni finanziarie relativamente alla continuità aziendale, ai rischi finanziari, alle verifiche per riduzione di valore delle attività e alle incertezze nell'utilizzo delle stime.

Successivamente, in data 2 marzo 2009 – dopo ampio confronto con l'industria avviato sin dal maggio del 2008, con la pubblicazione di un documento di consultazione – è stata emanata una comunicazione al fine di richiamare gli intermediari al rispetto delle norme in materia di trasparenza e correttezza in sede di collocamento di prodotti finanziari illiquidi (quali obbligazioni bancarie, derivati Otc e prodotti assicurativi a prevalente contenuto finanziario).

Alle impegnative e delicate azioni di vigilanza e di *enforcement* in ambito domestico si è affiancata la partecipazione ad un'intensa attività in seno agli organismi internazionali che si sono occupati di coordinare gli interventi delle Autorità di vigilanza e di monitorare l'evoluzione dei mercati a livello internazionale.

Nell'ambito del *Committee of European Securities Regulators (Cesr)*, Comitato che riunisce le Autorità di vigilanza sui mercati finanziari dei paesi europei, a fine settembre 2008 è stata istituita una serie di gruppi *ad hoc* per assicurare il massimo coordinamento delle iniziative di vigilanza in relazione alla crisi. A fine ottobre 2008 si è tenuto, nell'ambito del Cesr-pol (il gruppo del Cesr che si occupa di cooperazione e di repressione degli abusi di mercato), un incontro della *Task Force on Short Selling* finalizzato a discutere e a coordinare i diversi provvedimenti adottati dalle Autorità europee in materia di vendite allo scoperto. Sempre a fine ottobre, si è tenuta, presso la *Financial Services Authority (Fsa)* inglese, una prima riunione di esperti per avviare i lavori di una *Task Force*, al fine di ricostruire le esatte dimensioni e le conseguenze del *default* sui diversi mercati europei in cui i titoli emessi e/o garantiti da Lehman erano stati commercializzati nonché per agevolare scambi di informazioni fra Autorità di vigilanza.

Il Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito presso il Cesr, la cui presidenza è affidata alla Consob, ha avviato un'analisi dell'impatto della crisi sul settore dei fondi comuni (e in particolare sui fondi monetari) e delle possibili linee di intervento necessarie per fronteggiare tensioni legate a crisi di liquidità indotte da forti ondate di riscatti. Il Gruppo è stato altresì impegnato nella valutazione dell'incidenza, diretta e indiretta, della vicenda

legata alle frodi connesse alla gestione dei fondi speculativi Madoff e nell'approfondimento delle connesse problematiche di vigilanza.

Nell'ambito della *International Organization of Securities Commissions* (Iosco), organizzazione che riunisce le Autorità di vigilanza sui mercati finanziari dei principali paesi avanzati, in coincidenza con la data di divulgazione della notizia del *default* Lehman, è stato avviato un primo scambio di opinioni sulla crisi dei mercati. Sempre in quell'occasione è stata istituita una *Task Force* sui mercati di merci e derivati su merci (anche sulla base di una specifica richiesta in tal senso avanzata dalla Consob nel precedente mese di luglio), con il compito di analizzare il comportamento degli operatori su tali mercati e l'incidenza di condotte di tipo speculativo, che ha presentato le proprie conclusioni il 5 marzo 2009 consentendo al Comitato Tecnico della Iosco di emanare raccomandazioni sulla vigilanza sui mercati di merci.

Successivamente, è stata decisa la creazione di una *Task Force on Short Sales* – che ha pubblicato il 23 marzo 2009 un documento di consultazione su possibili standard internazionali per una maggiore armonizzazione della disciplina in materia di vendite allo scoperto –, di una *Task Force* su Prodotti e Mercati Non Regolamentati – i cui lavori sono ancora in corso e che dovrà emanare standard di regolamentazione in materia di trasparenza sui mercati *over-the-counter* – e di una *Task Force* sulle Entità Finanziarie Non Regolamentate – con il compito di approfondire e sviluppare nuovi approcci regolamentari in materia di soggetti quali gli *hedge fund*. Quest'ultima *Task Force*, presieduta dalla Consob congiuntamente con la Fsa inglese, ha emanato un primo documento di consultazione il 19 marzo 2009 contenente raccomandazioni per una regolamentazione del settore dei fondi speculativi.

Un contributo attivo è stato fornito anche ai lavori della *Task Force on Credit Rating Agencies*, che nel mese di maggio 2008 ha pubblicato il rapporto finale sul ruolo delle agenzie di rating nei mercati di strumenti finanziari strutturati e una revisione del Codice di condotta delle agenzie di rating del 2004 finalizzata a migliorare qualità, indipendenza, trasparenza e integrità dei processi di rating. Il 12 marzo 2009 la *Task Force* ha pubblicato un rapporto sull'osservanza del nuovo Codice di Condotta ad opera delle agenzie di rating nonché una proposta per un modello di vigilanza comune, stabilendo termini e condizioni per lo scambio di informazioni e la cooperazione tra Autorità. La *Task Force*, trasformata in un Comitato Permanente del Comitato Tecnico, continuerà a dibattere l'utilizzo di collegi e altre forme di coordinamento per assicurare la vigilanza su soggetti tradizionalmente operanti su base multinazionale. L'approvazione del regolamento europeo sulle agenzie di rating attualmente in discussione, potrà ricondurre anche in Europa l'operato delle agenzie di rating nell'alveo regolamentare e potrà consentire alle Autorità europee di intervenire direttamente nelle attività di autorizzazione e vigilanza sulle agenzie di rating.

### *1. Le determinanti della crisi e le prospettive per il sistema finanziario*

Come è noto, i presupposti strutturali della crisi finanziaria sono maturati nella fase favorevole del ciclo economico che ha caratterizzato gli anni precedenti al 2007 in cui si è registrata una significativa espansione del credito alle famiglie e alle imprese. Il quadro congiunturale positivo, le attese di crescita prolungata e i bassi tassi di interesse reali hanno alimentato una forte domanda di credito da parte del settore non finanziario. L'offerta di credito da parte del sistema bancario ha assecondato la crescita della domanda anche grazie all'intenso ricorso ad operazioni di cartolarizzazione sempre più complesse che hanno permesso di trasformare i finanziamenti erogati in strumenti finanziari da collocare presso una vasta platea di investitori.

Le condizioni macroeconomiche favorevoli e l'innovazione finanziaria hanno dunque determinato l'affermazione di nuovo modello di intermediazione bancaria, noto come *originate-to-distribute*<sup>1</sup> (Otd), che ha consentito l'espansione del credito all'economia – in particolare nel settore dei mutui alle famiglie – e ha offerto alle banche opportunità di contenere il patrimonio di vigilanza a parità di esposizione ai rischi di credito<sup>2</sup>.

Il nuovo modello di intermediazione bancaria rappresenta uno dei fattori strutturali che ha contribuito a creare i presupposti della crisi finanziaria, poiché ha alimentato la crescita esponenziale del mercato dei prodotti strutturati, dando luogo alla nascita di strumenti sempre più complessi, opachi e difficili da valutare.

Le agenzie di rating hanno avuto un ruolo centrale nel favorire la crescita di tale mercato. A posteriori è emerso come i rating assegnati ai prodotti strutturati non riflettessero correttamente i relativi rischi – perché basati su modelli probabilmente non

---

<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 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. Il modello è stato poi importato nel settore privato e ha permesso alle banche di cedere i propri crediti ad una vasta platea di investitori attraverso l'emissione di titoli garantiti dai crediti stessi (cosiddette cartolarizzazioni). Le banche hanno intravisto nel nuovo modello di intermediazione uno strumento per ottimizzare la gestione dell'attivo e moltiplicare il volume di crediti erogati a parità di capitale investito.

<sup>2</sup> Eliminando dal bilancio l'esposizione verso il debitore ceduto attraverso operazioni di cartolarizzazione 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 strutturati non riflette in pieno il rischio di credito delle attività sottostanti (cfr. *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 aprile 2008, pag. 14, punti II.4 e II.5).

adeguati o su ipotesi fondate su dati troppo limitati o osservati solo nella fase positiva del ciclo economico – con ciò alimentando la domanda di tali strumenti da parte di investitori istituzionali e intermediari finanziari che hanno fatto affidamento in maniera spesso passiva e acritica sui giudizi delle agenzie.

Il cambiamento del quadro congiunturale è stato uno dei fattori scatenanti della crisi.

Lo scoppio della bolla del mercato immobiliare e l'aumento dei tassi di interesse hanno determinato una brusca impennata delle insolvenze fra i mutuatari americani<sup>3</sup>.

Questo *shock* si è trasmesso dapprima al mercato dei titoli strutturati, alimentando una crisi di fiducia nei confronti dell'affidabilità dei giudizi delle agenzie di rating, e poi all'intero sistema bancario e finanziario.

La crisi di liquidità del mercato dei titoli strutturati si è trasformata rapidamente in una crisi di solvibilità perché è apparso evidente che il modello *originate-to-distribute* non aveva portato ad una la riallocazione dei rischi al di fuori del sistema bancario, né ad una loro migliore ripartizione<sup>4</sup>.

È emerso, infatti, come le difficoltà che in un primo momento sembravano specifiche della banca d'affari Bear Stearns erano di fatto comuni a Lehman Brothers e ad altre grandi banche d'affari americane. Tutte presentavano una leva finanziaria molto elevata (mediamente superiore a quella delle banche commerciali<sup>5</sup>, probabilmente anche in virtù di una disciplina sui requisiti di capitale più permissiva<sup>6</sup>) e una forte esposizione al mercato dei prodotti strutturati.

---

<sup>3</sup> Secondo alcuni osservatori la disciplina sui requisiti di capitale dettata dagli Accordi di Basilea II non sarebbe estranea rispetto ai fattori che hanno contribuito a determinare la bolla del mercato immobiliare e lo sviluppo del mercato delle cartolarizzazioni. In particolare, gli Accordi riducono dal 50 al 35 per cento i coefficienti di assorbimento patrimoniale dei mutui ipotecari per le banche che utilizzano il metodo standard per il calcolo del patrimonio di vigilanza. Inoltre, il rischio di un determinato *asset* viene valutato indipendentemente dalla correlazione con le altre attività in bilancio, in quanto gli Accordi ipotizzano che le banche mantengano un attivo molto diversificato; non sono quindi previsti requisiti patrimoniali supplementari per una eccessiva concentrazione su impieghi il cui valore può essere molto correlato (ad esempio, mutui concessi a soggetti con profili molto simili per reddito, area di residenza, etc.). Le banche, anticipando l'entrata in vigore degli Accordi di Basilea II, avrebbero avuto incentivi ad espandere l'offerta di mutui, alimentando la crescita dei prezzi delle abitazioni (si veda, in particolare, Blundell-Wignall e P. Atkinson, "The subprime Crises: Causal Distortions and Regulatory Reform, Oecd, DAF/CMF(2008)36).

<sup>4</sup> I rischi si sono in larga misura riconcentrati all'interno del sistema bancario stesso attraverso vari canali: le banche hanno acquistato quote consistenti dei titoli strutturati più rischiosi; hanno offerto protezione dal rischio di insolvenza attraverso contratti derivati sul rischio di credito; hanno concesso garanzie, linee di credito e di liquidità alle società che emettevano tali titoli.

<sup>5</sup> La differenza era significativa sulla base della leva finanziaria "nominale" (rapporto fra patrimonio contabile e totale attivo) ma più contenuta in termini di leva finanziaria calcolata sulla base della disciplina sui requisiti patrimoniali delle banche (rapporto fra patrimonio di vigilanza e totale delle varie voci dell'attivo ponderate per i relativi coefficienti di assorbimento patrimoniale – cosiddetto *Tier 1 ratio*).

<sup>6</sup> Le prime 5 banche d'affari americane (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers e Bear Stearns) avevano aderito al programma *Consolidated Supervised Entities*, varato dalla Sec nel 2004, per cui le *holdings* delle banche di investimento venivano assoggettate alla vigilanza su base consolidata da parte

La percezione dell'incapacità del mercato – e delle stesse agenzie di rating – di valutare correttamente i prodotti di finanza strutturata alla luce del mutato contesto macroeconomico ha determinato un crollo delle quotazioni e una riduzione della liquidità sui mercati secondari di tali strumenti.

L'inadeguatezza dell'informativa contabile nel rappresentare l'esposizione diretta e indiretta dei singoli intermediari al mercato dei prodotti di finanza strutturata e dei derivati sul rischio di credito – esposizione che si realizzava spesso attraverso veicoli non consolidati in bilancio – ha poi determinato un aumento generalizzato della percezione del rischio di controparte con conseguenti tensioni sui mercati interbancari e difficoltà nel rifinanziamento della raccolta bancaria.

I tentativi di riequilibrio della struttura finanziaria da parte delle banche per fare fronte ai problemi di liquidità hanno creato ulteriori incertezze sui mercati. Gli sforzi volti a raccogliere nuovo capitale di rischio sono risultati complessi e hanno amplificato la situazione di incertezza informativa, poiché sono emersi timori dei potenziali nuovi azionisti di dovere sopportare ulteriori perdite non ancora emerse. I tentativi di liquidare i titoli strutturati hanno invece acuito le tensioni sul mercato secondario di tali strumenti, avviando un processo a spirale che ha amplificato la crisi<sup>7</sup>.

L'applicazione della valutazione al *fair value* dei titoli strutturati in assenza di mercati secondari attivi (e con prezzi che riflettono un elevato premio per il rischio di liquidità e di "valutazione" dei prodotti) ha determinato forti svalutazioni dell'attivo e la conseguente erosione del patrimonio di vigilanza, rendendo sempre più urgenti operazioni di ricapitalizzazione delle banche. Si sono quindi generalizzati i timori sulla solidità degli intermediari bancari con le conseguenti fortissime correzioni al ribasso dei relativi corsi azionari.

Il canale di trasmissione degli effetti della crisi finanziaria verso l'economia reale è connesso alla possibilità che la fragilità degli assetti patrimoniali del sistema bancario comporti una stretta creditizia che incida negativamente sulle prospettive di crescita e di redditività delle imprese non finanziarie, riducendo le possibilità di investimento e innescando un circolo vizioso con effetti ulteriormente negativi sulla crescita e sull'occupazione.

Le turbolenze finanziarie hanno inoltre determinato un forte aumento dell'avversione al rischio e il risparmio delle famiglie è confluito prevalentemente verso strumenti molto

---

dell'Autorità Usa ma allo stesso tempo veniva concessa la possibilità di calcolare i requisiti patrimoniali sulla base di modelli interni. Il 26 settembre 2008 la Sec ha annunciato il termine del *Consolidated Supervised Entities Program*.

<sup>7</sup> La possibilità di usare titoli strutturati come garanzia per le operazioni di rifinanziamento a breve con le banche centrali ha in parte attenuato questo problema, ma non ha ridato liquidità al mercato secondario. Infatti, il valore che le banche centrali assegnano ai titoli in garanzia non può essere un punto di riferimento per la normale attività di *trading*.

liquidi, quali i titoli di Stato, e con scadenze brevi. Le conseguenti difficoltà di rifinanziamento della raccolta a medio e lungo termine del sistema bancario potrebbero ulteriormente vincolare l'espansione del credito al settore produttivo.

Emergono, infatti, ulteriori segnali di irrigidimento degli standard di concessione dei prestiti sia negli Usa che in Europa e, allo stesso tempo, per le imprese risulta difficile l'accesso diretto al mercato dei capitali per la raccolta azionaria e per quella obbligazionaria.

L'elevata volatilità dei corsi azionari, le diffuse previsioni non favorevoli sul tasso di crescita degli utili societari da parte degli analisti (pari a zero per Europa e Usa e negative per l'Italia) e i valori storicamente molto bassi dei moltiplicatori "prezzo/utili" e "capitalizzazione/patrimonio netto" (quest'ultimo ormai inferiore all'unità per molte imprese quotate domestiche) rendono difficili operazioni di aumento di capitale e determinano un sostanziale azzeramento del flusso di nuove quotazioni.

Sul fronte del mercato obbligazionario, pesa negativamente il forte peggioramento della qualità del credito per gli emittenti nelle fasce più elevate di rischio. Gli *spread* sui *corporate bond* indicano che il costo della raccolta obbligazionaria (soprattutto per emittenti con rating al di sotto della soglia dell'*investment grade*) è molto elevato.

Si rafforzano i segnali di una stretta creditizia che potrebbe inasprire la crisi, mentre almeno in un'ottica di breve periodo si ritiene che le condizioni del mercato dei capitali difficilmente potranno consentire alle imprese di reperire le risorse finanziarie necessarie per bilanciare la riduzione nell'offerta di credito da parte del sistema bancario.

## **2. Le esigenze di riforma degli assetti di vigilanza**

Fino al *default* Lehman la crisi appariva circoscritta al settore finanziario e i fondamentali dell'economia rimanevano ancora solidi. Tuttavia, già in quella fase si era sviluppato un intenso dibattito sulle modalità di gestione e prevenzione di crisi globali, che però non aveva toccato, se non in maniera piuttosto timida, il tema degli assetti istituzionali e dell'architettura dei sistemi di vigilanza, puntando maggiormente su una revisione dell'assetto regolamentare e delle prassi di controllo.

L'impiego distorto del modello *originate-to-distribute* (Otd), le difficoltà nella valutazione dei prodotti strutturati, le responsabilità delle agenzie di rating e le incertezze sulla distribuzione dei rischi derivanti da veicoli fuori bilancio sono stati i principali nodi al centro del dibattito regolamentare, poiché ad essi si è imputata la creazione di asimmetrie informative che hanno agito da detonatore delle turbolenze iniziali, innescando una crisi di fiducia e una contrazione della liquidità nel sistema finanziario.

Il rapporto pubblicato dal *Financial Stability Forum* (Fsf) nell'aprile 2008 contiene una serie di raccomandazioni, in genere per principi, mirate a favorire, oltre che il

potenziamento della vigilanza prudenziale, il miglioramento della trasparenza e delle modalità di valutazione dei prodotti strutturati e il cambiamento del ruolo delle agenzie di rating, assegnando a regolatori, operatori di mercato e agli organismi che definiscono standard regolamentari (cosiddetti *standard setter*) il compito di definire adeguate misure correttive. Sotto il profilo istituzionale, il Fsf raccomanda alle Autorità di vigilanza e alle banche centrali il rafforzamento della cooperazione nella gestione delle crisi di operatori attivi a livello internazionale, auspicando un più intenso ricorso ai collegi dei supervisori (*colleges of supervisors*), introdotti al momento nell'ambito UE in attuazione di accordi fra singole Autorità di vigilanza, in modo da istituire collegi delle più importanti Autorità di controllo per ciascuno dei maggiori intermediari finanziari globali<sup>8</sup>.

Il tema del coordinamento fra le Autorità di vigilanza era da tempo all'attenzione dei Governi e delle Istituzioni internazionali. Già nel 2005 i Ministri delle Finanze dell'Unione Europea e i responsabili delle Banche Centrali avevano stipulato un accordo quadro per la cooperazione in occasione di crisi finanziarie transnazionali. Tale accordo era stato sottoposto ad aggiornamento, e approvato nel marzo 2008, sia con riferimento alla definizione di linee guida per la gestione delle crisi con impatto sistemico, sia ai fini del coinvolgimento delle Autorità responsabili per la vigilanza sui mercati di valori mobiliari e sulle assicurazioni<sup>9</sup>.

Il problema degli assetti della vigilanza su scala europea era stato peraltro affrontato nel corso del 2007 dall'*Interinstitutional Monitoring Group*, costituito dalla Commissione Europea, che aveva completato la revisione del funzionamento del sistema Lamfalussy, formulando raccomandazioni per migliorarne l'efficienza. La materia era stata trattata anche dal Consiglio Ecofin nella riunione del 7 dicembre 2007, che allora non aveva ritenuto opportuno procedere ad una revisione radicale del sistema della vigilanza sui mercati finanziari europei, valutando sufficiente un limitato rafforzamento dei meccanismi per la convergenza e la cooperazione degli attuali Comitati di terzo livello (ossia Cesr, Ceps e Ceips<sup>10</sup>). Le raccomandazioni riguardavano: l'introduzione di meccanismi

<sup>8</sup> I *colleges of supervisors* includono i rappresentanti delle autorità di controllo dei paesi in cui un'istituzione finanziaria opera con sedi secondarie e coadiuvano l'attività di vigilanza del cosiddetto *lead supervisor*, ossia dell'autorità di vigilanza del paese d'origine della sede principale. Ad esempio, il gruppo Unicredit ha un collegio di supervisori presieduto dalla Banca d'Italia al quale partecipano le Autorità della Germania e di alcuni Paesi dell'Est europeo. Lo strumento dei collegi di supervisori incontra attualmente un limite nelle diverse prassi e modalità di intervento delle Autorità a livello nazionale, che rende difficile assicurare interventi concertati in assenza di decisioni pienamente condivise.

<sup>9</sup> Il nuovo testo dell'accordo, inoltre, contempla: (i) comuni principi applicabili alla gestione di crisi con potenziale impatto transnazionale, (ii) l'impegno delle parti ad adottare a livello nazionale l'accordo quadro per la cooperazione nei casi di crisi sistemiche e (iii) specifiche linee guida di carattere pratico da osservare nell'affrontare in concreto le crisi. Un'ulteriore novità concerne la previsione di procedure volte allo scambio di informazioni rilevanti in materia di stabilità finanziaria anche in situazioni di normalità, così da favorire una reazione più solerte delle parti all'eventuale manifestarsi di una crisi.

<sup>10</sup> I comitati di coordinamento europeo sono costituiti oltre che dal *Committee of European Securities Commissions* (Cesr), dal *Committee of European Banking Supervisors* (Ceps) e dal *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* (Ceips).

decisionali a maggioranza qualificata (per il Cesr in vigore a partire dalla fine di settembre 2008); l'introduzione di un meccanismo di giustificazione pubblica (*comply or explain*) per i paesi che avessero deciso di non adottare i provvedimenti dei Comitati, pur se privi di valore legale negli Stati membri; l'attribuzione di una base legale ai collegi dei supervisor.

Dopo il *default* Lehman la crisi ha assunto connotati sistemici evidenti: la debolezza dell'infrastruttura istituzionale alla base degli assetti di vigilanza, in un contesto di mercati sempre più integrati, è emersa con chiarezza e il dibattito sul tema dall'adeguatezza delle regole si è allargato al tema dell'efficienza degli assetti istituzionali.

Il fallimento Lehman ha evidenziato con chiarezza la necessità di forme di coordinamento tempestive e strutturate fra le Autorità di vigilanza. Se il coordinamento fra le banche centrali nella gestione dei profili legati alla crisi di liquidità sui mercati interbancari è apparso tempestivo, non altrettanto può dirsi per ciò che riguarda il coordinamento e lo scambio di informazioni fra Autorità in materia di vigilanza micro-prudenziale e di trasparenza informativa, in particolare relativamente ai grandi gruppi finanziari operativi su scala internazionale.

La collaborazione spontanea tra Autorità di diversi paesi, seppure basata su accordi di cooperazione particolarmente dettagliati non ha dimostrato di essere in grado di potere attivare un'efficace gestione sovranazionale delle crisi. In ambito europeo, hanno costituito un ostacolo in tal senso le divergenze nelle modalità di recepimento e di interpretazione della normativa comunitaria e le diversità nelle prassi di vigilanza e nei regimi sanzionatori.

Gli eventi del 2008 hanno dunque messo in evidenza la necessità di una riflessione approfondita su possibili linee di riforma degli assetti di vigilanza e la Commissione Europea ha pertanto istituito un gruppo di alto livello, presieduto da Jacques de Larosière, incaricato di formulare proposte sul tema.

Le proposte del gruppo de Larosière, pubblicate il 25 febbraio 2009<sup>11</sup>, delineano una soluzione fondata su un percorso evolutivo degli assetti istituzionali, basato sulla trasformazione degli attuali Comitati di livello 3 in Autorità europee, che prevede come punto di arrivo un modello in cui le responsabilità di vigilanza sono ripartite sulla base delle finalità dei controlli, con la creazione di un'Autorità responsabile per i profili di micro-stabilità e di vigilanza prudenziale (competente sia per il settore bancario che per quello assicurativo) e di una Autorità competente per la trasparenza, le regole di condotta e i mercati mobiliari.

La *ratio* di tale proposta è quella di assicurare un'adeguata vigilanza sui gruppi conglomerati attivi sia nel settore bancario che assicurativo e su altri soggetti che possono

---

<sup>11</sup> *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière, Brussels, 25 febbraio 2009.*

porre rischi di stabilità (*hedge fund*, sistemi di *post-trading*, etc.) e di garantire un approccio di vigilanza armonizzato fra i diversi comparti del sistema finanziario.

In merito alla definizione delle responsabilità istituzionali per la vigilanza di macro-stabilità e sui rischi sistemici, il gruppo de Larosière propone la creazione di un Comitato presieduto dal Governatore della Banca Centrale Europea e composto dai presidenti delle Autorità e dai Governatori delle Banche Centrali nazionali.

Complessivamente, la proposta del gruppo de Larosière, almeno per ciò che riguarda gli assetti della vigilanza sui profili di micro-stabilità e di trasparenza e correttezza, delinea un percorso evolutivo “modulare”, da attuare per gradi, e suscettibile di portare in tempi ragionevolmente brevi (compatibilmente, naturalmente, con i tempi delle modifiche legislative necessarie a livello comunitario) ad un rafforzamento del livello di coordinamento della vigilanza su scala europea e ad una più forte armonizzazione delle modalità applicative della disciplina comunitaria e delle prassi di vigilanza.

Dalle discussioni a livello internazionale sulle proposte del gruppo de Larosière, incluse quelle avviate nell’ambito della Post-Ecofin *Task Force*, è emersa una forte convergenza verso l’adozione di regole comuni, certe e dettagliate, applicate uniformemente da tutte le Autorità, da sottoporre a verifica da parte dei Comitati di Terzo livello; a sua volta la vigilanza, con un forte coordinamento centrale, dovrebbe continuare ad essere esercitata dalle Autorità nazionali.

Peraltro per talune attività, quali quelle esercitate dalle agenzie di rating, si è valutata l’opportunità di introdurre un modello di vigilanza centralizzato, secondo un approccio che presupporrebbe, tuttavia, una modifica alla proposta di Regolamento presentata dalla Commissione Europea il 12 novembre 2008 e in discussione al Consiglio, modifica che rimane basata sul modello della vigilanza del paese di origine, prefigurando però per il Cesr un ruolo accresciuto. Infatti, il Regolamento introduce, oltre a principi ai quali le agenzie di rating dovranno attenersi nello svolgimento della propria attività, un coordinamento all’atto dell’autorizzazione prevedendo che le richieste di autorizzazione per lo stabilimento in Europa debbano essere sottoposte tramite il Cesr, che fornirà il proprio parere non vincolante, alle Autorità nazionali competenti. In tal caso il Cesr sarà chiamato a emanare linee-guida in materia di procedure di autorizzazione, vigilanza, *enforcement* e informazione al pubblico.

Al vertice dei Capi di Stato e di Governo del G20 tenutosi a Washington il 15 novembre 2008 erano state ulteriormente identificate alcune priorità per la riforma degli assetti regolamentari e di vigilanza; un quadro più definito con proposte più concrete e dettagliate potrebbe emergere dall’incontro previsto per il prossimo 2 aprile.

### ***3. I provvedimenti per fronteggiare la crisi in materia di mercati finanziari***

La gravità della crisi ha imposto a Governi e istituzioni internazionali l'adozione di misure urgenti, alcune di natura temporanea, per mitigare gli effetti della crisi stessa sul sistema finanziario e sull'economia reale.

Per ciò che riguarda in particolare gli interventi relativi ai mercati e al sistema finanziario, in ambito europeo si sono registrate iniziative volte a ricercare un approccio comune nell'individuare e implementare misure di intervento, pur in un'ottica che ha mostrato la tendenza a privilegiare innanzitutto interessi e soluzioni nazionali.

Il 12 ottobre 2008 i paesi dell'Eurogruppo hanno individuato nell'adozione di forme di garanzia pubblica delle passività bancarie e nella possibilità di interventi pubblici nel capitale delle banche in difficoltà gli strumenti più immediati ed efficaci per ridare liquidità al mercato interbancario e favorire il ritorno a condizioni di equilibrio nell'attività di intermediazione creditizia. È stata, inoltre, sollecitata l'introduzione di una maggiore flessibilità nell'utilizzo delle regole sulla contabilizzazione degli strumenti finanziari.

Inoltre, nei giorni immediatamente successivi al fallimento Lehman i principali paesi europei hanno adottato provvedimenti volti a proibire o a limitare le vendite allo scoperto sui titoli azionari di emittenti finanziari.

Tempestivo strumento di coordinamento si è dimostrato il Comitato per la Salvaguardia della Stabilità Finanziaria<sup>12</sup>, presieduto dal Ministro dell'Economia e composto dal Governatore della Banca d'Italia e dai Presidenti di Consob e Isvap, più volte riunitosi durante la crisi.

Ciascuna Autorità, nell'ambito delle proprie competenze, apporta tempestivi contributi di conoscenza e valutazione. Il confronto aperto tra le Istituzioni sull'evoluzione degli eventi 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.

Nel 2008 la Consob ha anche partecipato alle riunioni del Comitato di Sicurezza Finanziaria<sup>13</sup>, presieduto dal Direttore Generale del Tesoro, avente specifici compiti di

---

<sup>12</sup> Il Comitato è stato istituito il 7 marzo 2008 dal "Protocollo di intesa per la cooperazione in materia di stabilità finanziaria" sottoscritto, in linea con le raccomandazioni europee, dal Ministro dell'Economia, dal Governatore della Banca d'Italia, dai Presidenti di Isvap e Consob.

<sup>13</sup> Il Comitato è stato istituito con Decreto Legge 12 ottobre 2001, convertito con legge 14 dicembre 2001 n. 431, subito dopo gli attentati del 11 dicembre 2001, in ottemperanza agli obblighi internazionali assunti dall'Italia nella strategia di contrasto alle attività connesse al terrorismo internazionale. Il Comitato è presieduto dal Direttore Generale del Tesoro ed composto da rappresentanti del Ministero dell'Economia e delle Finanze, del Ministero degli Affari Esteri, del Ministero della Giustizia, del Ministero dell'Interno, della

prevenzione, contrasto e repressione del finanziamento del terrorismo e dell'attività dei paesi che minacciano la pace e la sicurezza internazionale nonché dell'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio.

#### *Garanzie pubbliche sulle passività bancarie e ricapitalizzazione delle banche*

L'introduzione di garanzie pubbliche sulle passività bancarie e l'ingresso dello Stato nel capitale delle banche possono avere importanti riflessi in tema di trasparenza e corretta informativa agli azionisti.

La possibilità che lo Stato garantisca le emissioni di obbligazioni bancarie richiede una piena trasparenza verso il mercato sull'intenzione delle banche di usufruire della garanzia e sulle commissioni pagate per ottenerla. Né può determinare tensione fra istanze di trasparenza e di stabilità, poiché l'intenzione di usufruire della garanzia pubblica non può essere interpretata come un segnale di gravi difficoltà e rappresentare quindi un disincentivo all'utilizzo di tale possibilità, ma deve essere uno strumento di impegno per sostenere il credito alle imprese.

Allo stesso modo, la possibilità che lo Stato sottoscriva azioni o altri strumenti ibridi di capitale al fine di rafforzare il patrimonio di vigilanza richiede una piena informativa al mercato per dare trasparenza all'impatto dell'operazione sui principali *ratios* patrimoniali. Profili di trasparenza simili si pongono in relazione ad approcci differenti di intervento, basati ad esempio sul riacquisto di (o garanzie su) titoli illiquidi detenuti dalle banche da parte di soggetti o fondi a capitale pubblico.

I due approcci – ricapitalizzazione o riacquisto di titoli illiquidi – si pongono come alternativi nella misura in cui le difficoltà che le banche incontrano nel raccogliere risorse da soggetti privati sul mercato dei capitali dipendono dal persistere di incertezze da parte dei potenziali nuovi investitori sull'emersione di nuove perdite e dalla percezione di una insufficiente trasparenza nella valorizzazione in bilancio di *asset* e titoli illiquidi.

Si pone poi un profilo di compatibilità di questi interventi con la disciplina comunitaria sugli aiuti di Stato e la necessità dell'attivazione di misure di coordinamento a livello comunitario che assicurino un *level playing field*, evitando che le banche di alcuni Stati membri possano essere avvantaggiate rispetto a quelle residenti in altri Stati<sup>14</sup>.

---

Consob, della Banca d'Italia, dell'Unità di Informazione Finanziaria, dell'Isvap, della Guardia di Finanza, dell'Arma dei Carabinieri, della Direzione Nazionale Antimafia e della Direzione Investigativa Antimafia.

<sup>14</sup> La Commissione Europea, in una comunicazione del 25 febbraio 2009, ha affrontato il tema con riferimento ai programmi di riacquisto dei cosiddetti titoli "tossici".

*Modifiche dei principi contabili internazionali*

L'applicazione della valutazione al *fair value* di strumenti finanziari senza mercati secondari attivi<sup>15</sup> (e con prezzi che riflettono un elevato premio per il rischio di liquidità e di "valutazione" dei prodotti) ha determinato forti svalutazioni dell'attivo degli intermediari più esposti al mercato dei prodotti strutturati causando una riduzione del patrimonio di vigilanza. Questa dinamica ha amplificato i timori di ripercussioni sistemiche della crisi e ha reso urgenti operazioni di rafforzamento patrimoniale per il sistema bancario proprio in una fase caratterizzata dalla scarsa propensione degli investitori privati a sottoscrivere aumenti di capitale.

In questo scenario, la Sec e il *Financial Accounting Standard Board* (Fasb), l'organo indipendente preposto all'emanazione dei principi contabili negli Usa, hanno fornito specifiche linee guida per la corretta applicazione del principio del *fair value* in presenza di turbolenze di mercato che determinano forte volatilità e scarsa liquidità dei mercati, chiarendo le modalità di utilizzo dei modelli interni di valutazione in luogo dei prezzi di mercato. Il 7 ottobre il Consiglio Ecofin ha sottolineato la necessità di evitare disparità di trattamento degli emittenti europei rispetto a quelli americani, sollecitando al riguardo un rapido intervento da parte della Commissione Europea.

Per questi motivi, prendendo atto degli orientamenti espressi dall'Eurogruppo e dall'Ecofin, l'*International Accounting Standard Board* (Iasb), organo indipendente preposto all'emanazione degli standard contabili in ambito europeo, il 13 ottobre 2008 ha approvato una modifica allo Ias 39 con la quale, al ricorrere di determinate circostanze, si consente alle società di riclassificare gli strumenti finanziari detenuti per la negoziazione (ad esclusione dei derivati) fra quelli detenuti fino a scadenza, permettendone quindi la valutazione al costo storico piuttosto che al *fair value*. La Commissione Europea, il 15 ottobre 2008 (quindi dopo soli 2 giorni), ha recepito la modifica nell'ordinamento europeo<sup>16</sup>.

Il problema sul quale si è ritenuto di intervenire nasce dal fatto che il calcolo del patrimonio di vigilanza per gli emittenti bancari quotati è agganciato alle risultanze contabili così come derivanti dall'applicazione dei principi contabili Ias/Ifrs e ciò dà luogo

---

<sup>15</sup> In base ai principi contabili internazionali Ias/Ifrs, applicabili a tutte le società quotate europee sin dal 2005, il *fair value* è definito come il valore al quale un'attività può essere scambiata (o una passività può essere estinta) tra parti informate, indipendenti e consapevoli. In particolare, il principio contabile Ias 39, "Strumenti finanziari: rilevazione e misurazione" fornisce alcune indicazioni sulle modalità di determinazione del *fair value* per gli strumenti finanziari in presenza di un mercato attivo, in grado di esprimere valori rappresentativi (le quotazioni di un titolo) ovvero in presenza di un mercato inattivo (in tal caso si ricorre a modelli matematici di valutazione). Il principio Ias 39 prevede la valutazione a *fair value* degli strumenti finanziari detenuti per la negoziazione e di quelli disponibili per la vendita, mentre quelli detenuti sino a scadenza sono valutati al costo.

<sup>16</sup> Sulla base delle informazioni al 3° trimestre 2008, 14 banche quotate italiane (su un totale di 27) si sono avvalse della nuova possibilità di disapplicare la valutazione a *fair value* e per due di esse gli effetti positivi sono stati consistenti (minori perdite per 856 e 141 milioni di Euro).

ad un potenziale contrasto fra norme di stabilità (fondate sulla disciplina del calcolo dei requisiti patrimoniali) e di trasparenza (alla base dei principi contabili internazionali).

L'obiettivo della disciplina contabile è quello di fornire agli operatori tutte le informazioni sulla situazione patrimoniale ed economica degli emittenti quotati necessarie per assumere consapevoli decisioni di investimento e, in quest'ottica, il principio del *fair value* rappresenta un elemento cardine del sistema. La logica alla base della disciplina sul calcolo dei requisiti patrimoniali riflette, invece, l'obiettivo di assicurare che il patrimonio delle banche rifletta correttamente la rischiosità dell'attivo, rischiosità che tuttavia è valutata sulla base di logiche e modelli diversi dalla mera registrazione di un effetto di volatilità del mercato indotto dall'applicazione del principio del *fair value*.

Si tratta, in realtà, di una questione di più ampia portata, che riguarda il tema della cosiddetta prociclicità delle regole di Basilea II sui requisiti patrimoniali, nel senso che tali regole contribuirebbero ad amplificare le fluttuazioni del ciclo economico. I requisiti patrimoniali dipendono, infatti, dalle insolvenze e dal merito di credito dei debitori, fattori che tendono a peggiorare durante una recessione determinando un aumento del fabbisogno di patrimonio di vigilanza, che, a sua volta, può generare una restrizione del credito capace di accentuare gli impulsi recessivi. Il calcolo del patrimonio di vigilanza sulla base della regola contabile del *fair value* è senza dubbio un elemento che accentua la prociclicità delle regole di Basilea II, ma gli interventi di modifica dello Ias39 non sono naturalmente, da soli, risolutivi del problema e, allo stesso tempo, hanno un elevato costo in termini di trasparenza e riduzione del contenuto informativo dei bilanci.

Il dialogo internazionale tra organismi che emanano regole di trasparenza e Autorità di vigilanza prudenziale è quindi indispensabile per valutare possibili soluzioni comuni sul tema e per giungere a posizioni concordate che possano salvaguardare la funzione di trasparenza svolta dai principi contabili internazionali.

#### *Divieto di vendite allo scoperto*

L'obiettivo dei provvedimenti volti a limitare o a vietare le vendite allo scoperto di titoli azionari è 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, valore segnaletico che può contribuire, in un contesto di forti turbolenze e almeno nel breve termine, a ripristinare un clima di maggiore fiducia sui mercati.

In situazioni di particolare tensione, le vendite allo scoperto possono esasperare *trend* ribassisti, disorientare gli operatori, determinare disordine negli scambi ed eccessi di reazione. Esse, inoltre, possono amplificare i rischi per l'integrità del mercato poiché con l'intensificarsi di tale tipologia di operatività aumenta la probabilità di *fail* nel processo di regolamento degli scambi.