

quotati⁵.

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

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

Provvedimenti di tale natura si giustificano in circostanze eccezionali quali quelle che i mercati stanno affrontando. Le vendite allo scoperto svolgono infatti normalmente funzioni positive tra cui: l'agevolazione del

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

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

meccanismo di formazione dei prezzi; il contenimento di bolle speculative al rialzo; l'accrescimento della liquidità disponibile.

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

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

Per questo motivo è stata fissata per oggi (29 ottobre) una riunione della “*Task Force Short Selling*” costituita dal *Committee of European Securities Regulators (CESR)* per coordinare, nei limiti consentiti dalle regole vigenti, gli interventi delle Autorità di vigilanza in materia di vendite allo scoperto, anche allo scopo di assoggettare alle misure adottate le attività transfrontaliere che potrebbero sfruttare margini di elusione.

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

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

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

all'inopportunità di cambiamenti organizzativi di notevole portata nelle attuali difficili condizioni di mercato.

Una nuova consapevolezza europea per fronteggiare la crisi

Le Istituzioni europee, che hanno perseguito in modo efficace l'integrazione e la liberalizzazione nelle fasi positive dell'economia, stanno cercando una linea comune per la gestione di una crisi che inizialmente ha privilegiato interessi e soluzioni in un'ottica nazionale⁶.

Con le determinazioni collegiali assunte domenica 12 ottobre a Parigi⁷, sembra avere avuto inizio una nuova consapevolezza europea (e mondiale) sulla necessità di un'azione unitaria e coesa per affrontare problemi di natura globale.

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

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

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

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

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

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

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

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

partecipa.

Le posizioni della Consob nel contesto europeo

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

La vigilanza della Consob

Va premesso che una sola emissione di titoli obbligazionari di società del gruppo Lehman Brothers è riferibile ad un prospetto informativo di offerta e quotazione approvato dalla Consob nel novembre 2005. Da fine 2005, entrata in vigore la Direttiva Prospetto 2003/71/CE, a fine 2007, il collocamento di obbligazioni sul mercato italiano ha beneficiato del passaporto europeo, per cui i relativi prospetti sono stati approvati dalle competenti Autorità estere. All'autorità del Paese ospitante – in questo caso la Consob – l'ordinamento comunitario non assegna poteri di controllo e vigilanza⁸.

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

Con richiesta del 15 settembre la Consob ha verificato presso un campione rappresentativo di emittenti non finanziari (40 società) un'esposizione complessiva nei confronti del gruppo *Lehman* di circa € 120 milioni per

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

derivati e di € 13,7 milioni per titoli in portafoglio. Tale esposizione non configura rischi significativi⁹.

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

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

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

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

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

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

Sempre nel mese di settembre, gli Uffici della Consob hanno selezionato i 9 gruppi finanziari e soggetti bancari che, in base agli indicatori di mercato¹⁰, presentavano il maggiore rischio di credito per valutare l'esposizione degli investitori italiani. Il controvalore dei titoli di tali soggetti presenti nei portafogli gestiti su base individuale dagli intermediari finanziari operanti in Italia è pari all'1,47% del totale delle gestioni individuali¹¹. Il controvalore dei titoli nei patrimoni dei fondi comuni

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

¹¹ Si tratta in valore assoluto di 6,02 miliardi di euro.

mobiliari aperti di diritto italiano è pari allo 0,77% del totale del patrimonio dei fondi gestiti in Italia¹².

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

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

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

Per questi motivi la Consob, a partire dal 30 settembre, ha attivato ben 21 iniziative di cooperazione internazionale, con le autorità di 5 Stati Membri (Francia, Germania, Regno Unito, Irlanda e Svezia) e di 1 paese non appartenente all'Unione Europea (Bermuda). Le richieste riguardano sia l'operatività allo scoperto sulle azioni di emittenti finanziari (Banca Monte dei Paschi di Siena, Banca Popolare di Milano, Generali, Intesa San Paolo, Mediobanca, Ubi banca, Unicredit e Unipol) sia possibili abusi di mercato su emittenti industriali.

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

¹² Si tratta in valore assoluto di 2,07 miliardi di euro.

l'accesso alle negoziazioni¹³ di titoli bancari e assicurativi negoziati sul mercato italiano.

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

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

Successivamente, il 10 ottobre, la Consob, in considerazione delle forti turbolenze sui mercati, ha formulato la stessa richiesta agli azionisti rilevanti delle 40 società dell'indice S&P/MIB, con obbligo di aggiornamento costante della partecipazione in caso di variazioni superiori allo 0,50% e di mutamenti delle posizioni in derivati. Il 13 ottobre, le richieste sono state estese ai partecipanti ai patti parasociali che possono coinvolgere partecipazioni anche inferiori al 2%. Le richieste hanno riguardato circa 130 soggetti, di cui circa la metà di nazionalità estera, la maggioranza dei quali gestori del risparmio. Da un primo esame delle risposte pervenute non emergono variazioni rilevanti nelle partecipazioni.

Il 10 ottobre è stata anche compiuta una ricognizione dell'andamento dei disinvestimenti nel settore del risparmio gestito, presso 33 SGR, che rappresentano circa i 2/3 del settore dei fondi comuni italiani, dei fondi

¹³ Attraverso il sistema delle interconnessioni

esteri riconducibili a gruppi italiani e dei fondi speculativi italiani. E' stata constatata in generale la presenza di un buon livello di liquidità nei portafogli gestiti, adeguato a fronteggiare le richieste di rimborsi. I fondi speculativi, destinati tipicamente alla clientela istituzionale, hanno peraltro registrato nel mese di settembre deflussi netti molto elevati.

Per mantenere la situazione costantemente sotto controllo, è stato disposto, in collaborazione con la Banca d'Italia, che a decorrere dal 22 ottobre le principali società di gestione¹⁴ trasmettano periodicamente alle Autorità fino a dicembre 2008 dati e informazioni sulla situazione di liquidità dei propri fondi. I primi riscontri sono attesi per la fine del mese in corso.

Le prospettive di riforma: le iniziative urgenti

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

Sostenere il mercato interbancario e la raccolta bancaria

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

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

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

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

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

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

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

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

Rivedere il principio contabile del *fair value*

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

Negli Stati Uniti la SEC e il *Financial Accounting Standard Board* (FASB)

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

hanno fornito linee-guida per una più corretta applicazione del principio del *fair value* in presenza di turbolenze di mercato e di scarsa liquidità, chiarendo le modalità di utilizzo dei modelli interni di valutazione in luogo dei prezzi di mercato.

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

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

Per gli strumenti finanziari non rientranti nelle citate modifiche e per i quali continuerà ad applicarsi il *fair value*, andranno comunque elaborate al più presto linee applicative che tengano conto delle attuali condizioni di mercato. In attesa di direttive internazionali, la Consob, in collaborazione con la Banca d'Italia e l'Isvap, è impegnata a fornire indicazioni agli emittenti.

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

Misure di trasparenza dell'azionariato

Nelle circostanze attuali, si è ritenuto opportuno segnalare ipotesi di strumenti che consentano di conoscere tempestivamente modifiche nell'azionariato delle società quotate. Potrebbero essere valutate iniziative

di carattere legislativo per affidare alla Consob il compito di stabilire, sulla base di criteri oggettivi e per un limitato periodo di tempo, le società per le quali abbassare sino all'1% la soglia di rilevanza per la comunicazione¹⁶ attualmente stabilito per legge al 2%.

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

Misure di difesa contro scalate ostili

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

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

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

Queste scelte possono essere rimediate, per agevolare eventuali difese, a fronte di tentativi di acquisizione delle principali società italiane ed allineare il nostro Paese agli orientamenti prevalenti nei principali

¹⁶ I criteri sulla base dei quali individuare le società potrebbero essere:

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

ordinamenti europei, che consentono maggiore libertà alle singole società nel definire il grado di apertura dei propri assetti proprietari.

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

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

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

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

Maggiore trasparenza sui mercati e regole per le agenzie di rating

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

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

Funzionali a tali obiettivi sono anche gli interventi in materia di agenzie di *rating*, informativa continua sugli emittenti dei prodotti strutturati, sviluppo di regole di trasparenza sui mercati di scambio di tali prodotti; regole da

rendere uniformi a livello globale e da tutti integralmente attuate.

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

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

La presentazione da parte della Commissione Europea di una proposta di direttiva o di regolamento — sui cui contenuti il Cesr ha espresso il proprio parere tecnico — è ormai imminente, essendo terminata la fase della consultazione del mercato. Si auspica che il provvedimento, sottoposto alla procedura di co-decisione del Parlamento e del Consiglio, venga adottato al più presto.

Trasparenza e correttezza

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

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

interesse, di informazione minima e di correttezza.

Il risparmio gestito e i fondi *hedge*

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

I recenti avvenimenti sollecitano una riflessione sull'opportunità di assoggettare i fondi *hedge* o “fondi speculativi” a vigilanza, considerato il peso che hanno assunto sui mercati del credito e dei titoli e i potenziali rischi sistemici che ne derivano¹⁷.

Le strategie degli *hedge funds*, spesso convergenti e “direzionali”, utilizzano ampiamente la leva finanziaria e determinano spesso pressioni sul *management* delle società partecipate per massimizzare i risultati di breve periodo.

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

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

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

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