



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

SENATO DELLA REPUBBLICA – CAMERA DEI DEPUTATI

**COMMISSIONE PARLAMENTARE DI INCHIESTA
SUL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO**

AUDIZIONE DEL PRESIDENTE

GIUSEPPE VEGAS

Roma, 14 dicembre 2017

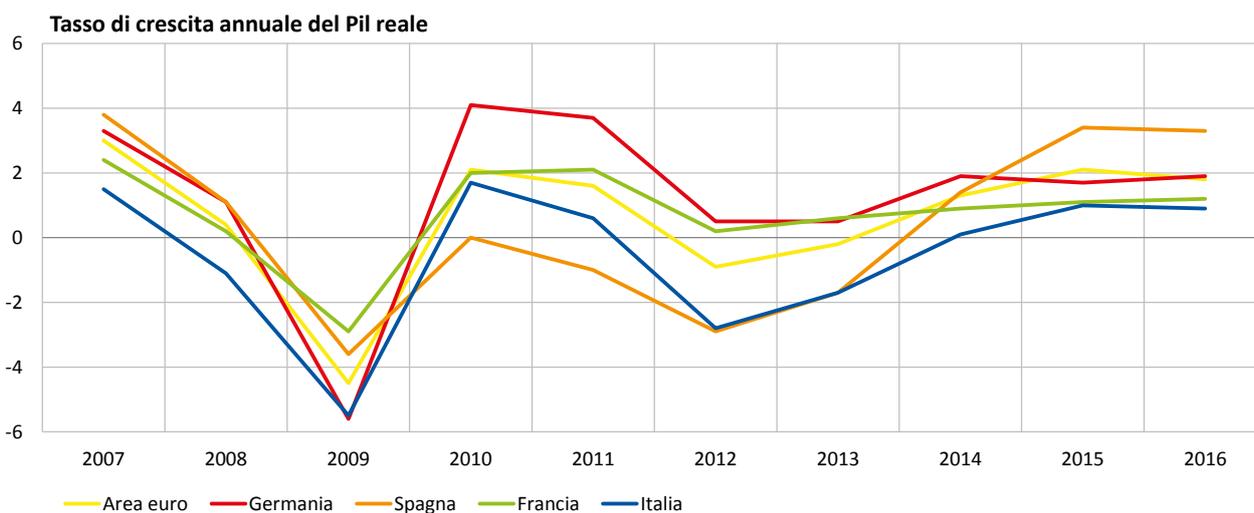
1. Il contesto macroeconomico

La crisi finanziaria iniziata dieci anni fa con il fallimento della Lehman Brothers nel settembre 2008 ci ha lasciato in eredità la peggiore recessione dal dopoguerra. La produzione industriale è calata del 20 per cento circa e il tasso di disoccupazione è raddoppiato. Abbiamo il rapporto debito/Pil più alto al mondo dopo il Giappone (il terzo in termini assoluti dopo Giappone e Stati Uniti) e siamo al sesto posto fra i paesi Ocse con la più alta pressione fiscale.

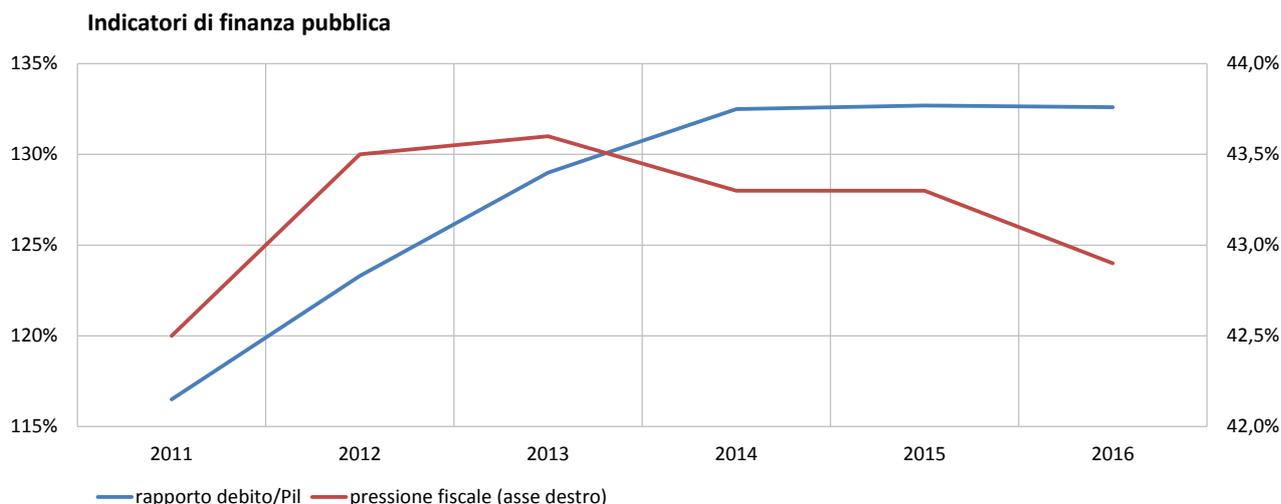
Nel 2009, quando inizia la recessione e il Pil scende di circa cinque punti percentuali in un anno, le ripercussioni sui bilanci bancari non sono ancora percepibili. Nel 2011 la crisi del debito sovrano evidenzia il problema dell'esposizione in titoli pubblici delle nostre banche. Il peso dei titoli di Stato sull'attivo passa dal 6 per cento a fine 2011 all'11 per cento nel 2015. Dopo l'avvio del Qe (*Quantitative Easing*) si riduce gradualmente, ma rimane ad oggi ancora elevato (circa 9 per cento).

L'esposizione al rischio sovrano determina una forte riduzione dei corsi azionari delle banche e numerosi abbassamenti di *rating*. I corsi azionari delle banche italiane hanno perso il 30 per cento rispetto ai livelli di inizio 2011 e l'80 per cento rispetto a quelli di inizio 2007.

La crisi del debito sovrano è fronteggiata con rilevanti manovre di finanza pubblica, basate su misure di contenimento della spesa e, soprattutto, con l'incremento del prelievo fiscale. Dopo una fase transitoria di crescita, a fine 2011 inizia una nuova recessione che dura circa quattro anni, fino al 2015. In questo periodo il rapporto debito/Pil passa dal 116,5 per cento al 132,7 per cento, mentre la pressione fiscale passa dal 42,5 per cento nel 2011 al 43,6 per cento nel 2013. I maggiori paesi dell'area euro tornano a crescere molto prima dell'Italia; già dal 2013 Germania e Francia e, dal 2014, la Spagna.



Fonte: Eurostat.



Fonte: MEF.

Nel 2012 la tassazione sulle rendite finanziarie aumenta dal 12,5 per cento al 20 per cento (rimangono esclusi i titoli di Stato), rendendo più onerosa la raccolta bancaria (depositi e obbligazioni) e, nel 2014, aumenta ulteriormente dal 20 per cento al 26 per cento. Nel 2012 viene introdotta, senza coordinamento a livello europeo, un'imposta sulle transazioni finanziarie, che dà un gettito modesto ma riduce la liquidità dei mercati finanziari. Viene (re)introdotta anche l'imposta sugli immobili (incluse le prime case), che pone un freno alla ripresa delle quotazioni delle case e riduce il valore delle garanzie ipotecarie detenute dal settore bancario.

L'insieme di tali misure ha un effetto prociclico. Durante la lunga recessione, durata dal 2011 al 2015, la situazione delle banche va progressivamente peggiorando. L'incidenza dei crediti deteriorati (sul totale dei crediti) cresce dal 12 per cento al 18 per cento. Già nel 2011 è nettamente più elevata rispetto a Germania e Francia (rispettivamente, 3 per cento e 4 per cento).

La situazione di fragilità del settore bancario risulta aggravata dai bassi livelli di patrimonializzazione, mentre già a fine 2013 le banche dei maggiori paesi europei hanno beneficiato di rilevanti interventi di sostegno pubblico. Fra il 2008 e il 2013 i governi europei hanno speso quasi 1.000 miliardi di euro per salvare o aiutare le banche (gli Usa circa 1.100 miliardi di euro). Le sole ricapitalizzazioni effettuate con risorse pubbliche sono pari a circa 500 miliardi di euro (ad esempio: 56 miliardi in Germania, 28 miliardi in Francia, 24 miliardi in Belgio, 32 miliardi in Olanda, 20 miliardi in Grecia, 73 miliardi in Spagna, 103 miliardi nel Regno Unito, 4 miliardi per l'Italia¹). Nello stesso periodo, invece, le banche italiane devono effettuare aumenti di capitale sul mercato per circa 31 miliardi di euro.

A partire dal 2014, con il passaggio alla vigilanza unica della Banca centrale europea (Bce), le autorità europee hanno chiesto ulteriori rafforzamenti patrimoniali, anche ad esito di esercizi di *stress test*, per mettere in sicurezza il sistema bancario europeo. La supervisione si è

¹ In particolare, si tratta dei c.d. "Tremonti Bond":

focalizzata prevalentemente sulle sofferenze e sui titoli di Stato, trascurando l'esposizione in derivati e titoli illiquidi delle banche dei maggiori paesi europei.

Ne è derivata l'esigenza di procedere ad ulteriori ricapitalizzazioni in un contesto di mercato sfavorevole, con l'effetto di deprimere ulteriormente i corsi azionari delle banche italiane. Sono aumentate le pressioni ad effettuare una rapida dismissione dei crediti problematici, con la conseguenza di far emergere rilevanti perdite che hanno ridotto il patrimonio di vigilanza e hanno inciso su di una già bassa redditività. I dati relativi a recenti operazioni di smobilizzo di sofferenze indicano che il prezzo di cessione è oscillato fra il 3 per cento e il 40 per cento circa del valore nominale lordo.

Non si è potuto affrontare il problema attraverso la creazione di una *bad bank* di sistema, a causa di un approccio molto rigido della Commissione europea sulla disciplina in materia di aiuti di Stato.

Ciò nonostante, dal 2015 la situazione delle banche italiane è migliorata. Il peso dei titoli di Stato è sceso dall'11 per cento al 9 per cento del totale attivo, il peso dei crediti problematici sul totale dei crediti è sceso dal 18 per cento al 12 per cento, mentre il patrimonio di vigilanza (*tier 1*) è cresciuto dal 11,7 per cento al 12,9 per cento.

Tuttavia, permangono fragilità e i problemi strutturali ereditati dalla lunga crisi. Ad essi si aggiunge la bassa redditività, dovuta in larga parte ai tassi d'interesse prossimi allo zero.

2. La nuova regolamentazione del sistema bancario

Il cambio delle regole poste a presidio della stabilità del sistema finanziario, adottato in risposta alla crisi economica, ha inasprito ulteriormente la pressione sulle banche.

L'infrastruttura di regolamentazione e vigilanza sul sistema finanziario a livello europeo ha subito una vera e propria rivoluzione.

Per ricordare solo alcuni interventi:

- nell'aprile 2009 è stato istituito il *Financial Stability Board* (Fsb), organismo internazionale con il compito di monitorare il sistema finanziario mondiale. Il Fsb è composto sia da rappresentanti delle autorità bancarie sia da rappresentanti delle autorità di mercato; tuttavia, questi ultimi non hanno diritto di voto. La *governance* di tale organizzazione evidenzia come, anche a livello mondiale, si dia prevalenza alle esigenze di stabilità del sistema;
- dal 1° gennaio 2011 è stato istituito il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (Sevif) che comprende il Comitato europeo per il rischio sistemico (Esrp), le tre autorità europee di vigilanza (Eba, Esma ed Eiopa) e le autorità di vigilanza nazionali;

- il 26 giugno 2013 è stata adottata a livello europeo la nuova disciplina sui requisiti prudenziali delle banche, costituita dalla Direttiva 2013/36/UE (CRD IV) e dal Regolamento (UE) N. 575/2013 (CRR), che hanno recepito i nuovi accordi di Basilea 3;
- il 15 maggio 2014 è stata adottata la Direttiva 2014/59/UE (*Bank Recovery and Resolution Directive - Brrd*);
- nel novembre 2014, si è dato avvio alla *Banking Union* e al relativo Meccanismo di vigilanza unico (*Single Supervisory Mechanism - Ssm*), che ha conferito alla Bce i compiti diretti di vigilanza sulle banche di maggiori dimensioni (*significant*). Viceversa, la *Capital Markets Union* (Cmu) è ancora in corso d'opera. Ciò ha determinato un'asimmetria rispetto allo sviluppo della *Banking Union*;
- nel dicembre 2014 è stato dato avvio al Meccanismo di risoluzione unico delle banche (*Single Resolution Mechanism - Srm*), istituito con il Regolamento 2014/806/UE, integrando il Meccanismo di vigilanza unico e completando, in tal modo, il c.d. “secondo pilastro” della *Banking Union*.

Il passaggio alla vigilanza unica ha comportato nuove regole di scrutinio delle sofferenze bancarie (Npl), che ha provocato un forte impatto sui bilanci delle banche italiane.

Tra il 2014 e il 2017 le banche italiane sottoposte a vigilanza europea hanno effettuato aumenti di capitale per circa 40 miliardi di euro, di cui circa 22 miliardi solo nel 2017², per effetto di continui e ripetuti esercizi volti a testarne la solidità patrimoniale. Tali esercizi hanno comportato, in alcuni casi, il ricorso dello stesso istituto a più aumenti di capitale in tempi ristretti.

Non è stato invece, ad oggi, completato il terzo pilastro della *Banking Union*, rappresentato da un sistema europeo di garanzia dei depositi.

In definitiva, i cambiamenti nelle regole e nella vigilanza, unitamente al contesto di crisi, hanno accelerato l'emersione delle criticità presenti nel sistema, anche in considerazione dell'inadeguatezza nella gestione manageriale di taluni istituti bancari che, in molti casi, ha assunto rilievo penale.

A questa produzione normativa europea, particolarmente incentrata sulla tutela della stabilità del sistema finanziario, si sono accompagnati gli interventi del legislatore nazionale.

Per gestire e arginare la crisi del sistema bancario, sono stati emanati, tra il 2008 e il 2017, ben dodici decreti-legge, riguardanti a vario titolo il sistema bancario.

² In particolare, si tratta di: Unicredit per un valore di 13 miliardi, UBI per un valore di 400 milioni, MPS per un valore di 8,3 miliardi e Carige per un valore di 558 milioni.

In particolare si ricordano:

- *decreto-legge 9 ottobre 2008, n. 155 contenente, tra le altre, disposizioni volte a consentire al Ministero dell'economia e delle finanze di sottoscrivere o garantire aumenti di capitale deliberati da banche italiane che presentano una situazione di inadeguatezza patrimoniale accertata dalla Banca d'Italia;*
- *decreto-legge 24 marzo 2012, n. 29, contenente, tra le altre, disposizioni volte ad istituire l'Osservatorio sull'erogazione del credito e sulle relative condizioni da parte delle banche alla clientela;*
- *decreto-legge 30 novembre 2013, n. 133, contenente, tra le altre, disposizioni in materia di Capitale della Banca d'Italia, in vigore dal 30 gennaio 2014;*
- *decreto-legge 14 marzo 2014, n. 25, relativo all'avvalimento dei soggetti terzi per l'esercizio dell'attività di vigilanza della Banca d'Italia;*
- *decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3, contenente, tra le altre, disposizioni relative alla riforma delle banche popolari;*
- *decreto-legge 22 novembre 2015, n. 183 contenente, tra le altre, disposizioni in merito alla risoluzione delle quattro banche;*
- *decreto-legge 14 febbraio 2016, n. 18, contenente, tra le altre, disposizioni in merito alla riforma delle banche di credito cooperativo e alla garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze;*
- *decreto-legge 3 maggio 2016, n. 59, contenente, tra le altre, disposizioni a favore degli investitori delle banche in liquidazione;*
- *decreto-legge 23 dicembre 2016, n. 237, contenente, tra le altre, disposizioni in merito all'intervento dello Stato sul Monte dei Paschi di Siena;*
- *decreto-legge 25 giugno 2017, n. 99, contenente disposizioni in merito alla Banca Popolare di Vicenza S.p.A. e di Veneto Banca S.p.A..*

3. La Bank Recovery and Resolution Directive

La nuova disciplina europea sulla gestione delle crisi bancarie, la Brrd (*Bank Recovery and Resolution Directive*), meglio nota come direttiva sul *bail-in*, è stata progettata con l'obiettivo di evitare il contagio tra banche e debiti sovrani limitando gli aiuti di Stato, e ridurre il coinvolgimento dei contribuenti nel salvataggio degli istituti in difficoltà.

La proposta originaria della Commissione europea risale al 6 giugno 2012. A seguito di un lungo negoziato durato circa due anni, in cui Consob non è stata coinvolta, la direttiva è stata definitivamente adottata nel maggio 2014.

Nello stesso periodo, alcuni Stati europei avviavano, prima della sua entrata in vigore, operazioni di rafforzamento patrimoniale delle banche con un ingente impiego di risorse pubbliche.

Come ho ricordato, in questo periodo, gli aiuti pubblici al sistema bancario europeo sono stati pari a circa mille miliardi di euro.

La novità principale del *bail-in* è quella di addebitare il costo dei salvataggi bancari agli investitori, azionisti e obbligazionisti delle banche in crisi, arrivando a coinvolgere anche i titolari di depositi superiori ai 100.000 euro.

Le modalità concrete di attuazione del *bail-in* hanno introdotto elementi fortemente distorsivi per il nostro sistema finanziario. In particolare, la normativa è stata applicata con effetto retroattivo, anziché ai soli titoli emessi dopo la sua entrata in vigore, come sarebbe stato ragionevole attendersi.

Dalla sera alla mattina è stata modificata con un tratto di penna la natura di strumenti finanziari, come le obbligazioni subordinate, emessi e collocati anni prima, in un contesto di regole e di mercato del tutto diverso, talvolta addirittura antecedente l'inizio della crisi. Prodotti a basso rischio, presenti nel portafoglio di tanti piccoli risparmiatori, si sono trasformati di colpo in prodotti rischiosi e inadeguati.

In sostanza, a livello europeo non si è tenuto nella dovuta considerazione l'impatto sui risparmiatori, determinato dalla retroattività della norma.

La direttiva prevedeva il termine del 31 dicembre 2014 per l'emanazione delle disposizioni nazionali di attuazione. Essa, inoltre, prevedeva un'applicazione differita al 1° gennaio 2016 delle disposizioni in tema di *bail-in*, in modo da dare agli operatori di mercato e ai risparmiatori almeno un anno di tempo per adattarsi al nuovo quadro normativo.

In Italia, la direttiva è stata recepita mediante delega al governo conferita in base al disegno di legge comunitaria 2014, presentato in data 5 febbraio 2015 ed approvato dal Parlamento il 9 luglio dello stesso anno.

I relativi decreti legislativi (nn. 180 e 181 del 2015) attuativi del *bail-in*, sono stati adottati il 16 novembre 2015, poche settimane prima della data di applicazione della disciplina (1° gennaio 2016), con dieci mesi e mezzo di ritardo rispetto ai termini previsti dalla direttiva.

È pertanto mancata quella fase di transizione e di adattamento pensata come necessaria dal legislatore europeo.

Inoltre, pochi giorni dopo, con il c.d. decreto "salva banche" (d.l. 22 novembre 2015, n. 183, "Disposizioni urgenti per il settore creditizio"), si è proceduto ad una sorta di preapplicazione di alcuni principi del *bail-in* alle quattro banche commissariate.

Il breve tempo intercorso tra l'approvazione dei decreti attuativi e l'applicazione di alcuni principi del *bail-in*, avvenuta con il citato decreto-legge del 22 novembre ha ridotto lo spazio concesso ai risparmiatori per comprendere il fenomeno e assumere le misure necessarie a tutelare i propri risparmi, con ciò comprimendo anche lo spazio di manovra della vigilanza preventiva.

Contemporaneamente, altri Paesi europei, come il Portogallo, sono intervenuti per salvare le banche nazionali in crisi, evitando il coinvolgimento nel salvataggio di investitori *retail*.

Il 29 dicembre 2015 le autorità portoghesi hanno obbligato il Novo Banco, nato sulle ceneri del vecchio Banco Espírito Santo ad effettuare un *bail-in* selettivo, escludendo gli investitori *retail* e coinvolgendo esclusivamente alcune serie di obbligazioni collocate originariamente presso investitori istituzionali.

L'esperienza maturata con la risoluzione delle banche in crisi ha indotto successivamente ad adottare soluzioni alternative, anche con interventi diretti a carico delle finanze pubbliche, con la conseguenza che, ad oggi, nel nostro Paese, il *bail-in* non è mai stato applicato.

Consob è intervenuta in più occasioni sul tema del *bail-in*. In particolare:

- dopo l'entrata in vigore, il 1° agosto 2013, della Comunicazione della Commissione UE in materia di aiuti di Stato alle banche, che ha esteso il principio della condivisione degli oneri (c.d. "*burden sharing*") alle obbligazioni subordinate, l'Istituto ha sistematicamente richiesto l'inserimento nelle prime pagine dei nuovi prospetti informativi di questo ulteriore fattore di rischio;
- successivamente all'entrata in vigore, nel luglio 2014, della Direttiva 2014/59/UE (*Banking Resolution and Recovery Directive – Brrd*), Consob ha richiesto l'inserimento, in tutti i prospetti di offerta relativi a strumenti finanziari, pubblicati o aggiornati da banche successivamente a tale data, di appositi fattori di rischio relativi all'applicazione del "*bail-in*" e degli altri strumenti di risoluzione previsti dalla direttiva stessa. Il contenuto dei fattori di rischio è stato aggiornato a seguito della pubblicazione dei già citati decreti legislativi con cui è stata data attuazione alla Brrd nell'ordinamento domestico;
- il 22 ottobre 2015, nel corso di un'audizione presso la 6^a Commissione permanente (Finanze e Tesoro) del Senato della Repubblica, nell'ambito del processo di attuazione della Brrd, Consob ha avvertito che la scelta di far prevalere il principio della stabilità a scapito della trasparenza, avrebbe generato effetti controproducenti. E' preferibile, infatti, conoscere l'identità degli istituti a rischio, per non alimentare timori generalizzati che potrebbero propagarsi all'intero sistema finanziario. In particolare, è stata chiesta la modifica della disposizione che prevede l'obbligo di ritardare la diffusione al pubblico della notizia relativa alla procedura di risoluzione. Il Parlamento ha fatto propria questa esigenza di riequilibrio tra l'obiettivo della stabilità e quello della trasparenza (si veda il parere condizionato espresso dalla XIV Commissione della Camera dei Deputati). Tale istanza non è stata recepita nella versione finale del decreto legislativo;
- il 24 novembre 2015, a pochi giorni di distanza dal recepimento della direttiva Brrd, Consob ha emanato una comunicazione per far sì che gli intermediari avvertissero i clienti dei rischi di perdita totale dell'investimento, anche nel caso di sottoscrizione di obbligazioni bancarie, e riconsiderassero, in fase di collocamento, l'accresciuto rischio per i piccoli risparmiatori dei prodotti sottoponibili a *bail-in*;

- il 19 gennaio 2017, in un successivo intervento al Senato, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle condizioni del sistema bancario e finanziario italiano veniva nuovamente sollevato da Consob il tema della applicazione retroattiva del *bail-in* a titoli obbligazionari emessi e sottoscritti dai risparmiatori anche molti anni prima;
- da ultimo, l'8 maggio 2017, nel corso dell'incontro annuale con il mercato finanziario, Consob ha proposto di introdurre anche per gli obbligazionisti una soglia di salvaguardia a 100.000 euro anche per gli obbligazionisti, analoga a quella prevista per i correntisti.

Va in questo senso la risoluzione sul pacchetto bancario proposto dall'Unione europea, approvata il 13 dicembre 2017 dalla 6^a Commissione permanente (Finanze e Tesoro) del Senato, che prevede, tra l'altro, l'applicazione del *bail-in* solo per gli strumenti finanziari emessi dopo il 1° gennaio 2016.

4. Altri interventi Consob

Al fine di mitigare i rischi della crisi finanziaria, Consob ha posto in essere una serie di interventi preventivi, cautelari e repressivi, volti a limitare quanto più possibile le conseguenze negative sugli investitori. Gli interventi hanno interessato molteplici ambiti di competenza dell'Istituto, dal funzionamento dei mercati, al collocamento dei titoli, alla trasparenza dei prospetti informativi.

- Già a partire da giugno 2011, per garantire l'integrità dei mercati a fronte di un contesto caratterizzato da una estrema volatilità e forti ribassi delle quotazioni dei titoli bancari Consob, in coordinamento con le autorità di altri paesi europei, ha introdotto per un prolungato periodo di tempo il divieto di mantenere posizioni nette corte sui titoli del comparto finanziario, nonché il divieto permanente di effettuare vendite allo scoperto senza la disponibilità dei relativi titoli (c.d. *naked*).
- Sempre nello stesso periodo, Consob è stata la prima tra le autorità europee a convocare esponenti di agenzie di *rating*, in occasione di una variazione particolarmente significativa dello spread, contestuale all'annuncio da parte di una agenzia del possibile *downgrade* dei titoli di Stato italiani. La circostanza, che è stata successivamente oggetto di indagini anche da parte della magistratura, ha fatto emergere carenze organizzative delle agenzie in questione. Ne è derivata una revisione della normativa europea sulle agenzie di *rating*.
- Il 2 febbraio del 2012, in un'audizione presso la 6^a Commissione permanente (Finanze e Tesoro) del Senato, Consob ha espresso valutazioni critiche circa le metodologie utilizzate dall'Eba (*European Banking Authority*) per calcolare l'incremento patrimoniale richiesto alle principali banche europee, tra cui alcuni istituti italiani, quantificato complessivamente in oltre 15 miliardi di euro.

- Consob si è attivata per sottoscrivere, il 21 maggio 2012, un ulteriore protocollo di intesa con la Banca d'Italia in materia di scambio di informazioni sulle banche che effettuano offerte al pubblico aventi ad oggetto titoli di debito.
- A fine 2013, anche ad esito del “*detailed assessment*” sul sistema italiano di supervisione del mercato finanziario, condotto nel corso di quell'anno dal Fondo Monetario Internazionale (Fmi), Consob ha segnalato al governo l'opportunità di accrescere i propri poteri di vigilanza. In particolare, è stato chiesto di:
 - anticipare a livello nazionale, sulla scorta di quanto avvenuto nel Regno Unito, l'entrata in vigore di alcune proposte contenute nel nuovo pacchetto Mifid 2 (che sarà operativo solo dal 3 gennaio 2018), proprio per poter disporre da subito di un potere di intervento per vietare o limitare la distribuzione di specifici prodotti finanziari, ritenuti nocivi per gli investitori o dannosi per l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati o la stabilità del sistema (*product intervention*);
 - estendere “*nei confronti di chiunque possa essere informato su fatti oggetto di specifici procedimenti di vigilanza di propria competenza*” i poteri della Consob previsti dall'art. 187-*octies* del Tuf³;
 - prevedere la possibilità per Consob di sanzionare, in caso di violazione della disciplina sulle operazioni con parti correlate, non solo gli organi di controllo interno, ma anche gli amministratori delle società quotate.

Alcune di tali proposte erano poi confluite in un disegno di legge (Atto Senato n. 958 del 23 luglio 2013, “Misure di semplificazione degli adempimenti per i cittadini e le imprese e di riordino normativo”), che si è poi arenato.

- In assenza di uno specifico potere di *product intervention*, nel maggio del 2014 Consob ha avviato una consultazione sulla distribuzione di prodotti complessi alla clientela *retail*. Ne è derivata una comunicazione, definitivamente adottata nel dicembre di quell'anno, volta a dissuadere gli intermediari dal collocare prodotti complessi alla clientela al dettaglio. Anche a seguito di questi interventi, il peso delle obbligazioni nei portafogli dei clienti *retail* si è pressoché dimezzato.⁴
- A partire dal 2014, per rendere pubblici i risultati dell' *Asset Quality Review* (Aqr) della Banca centrale europea, Consob ha sistematicamente chiesto alle banche quotate *significant*, di comunicare al pubblico gli esiti di tali esercizi e, in particolare, l'entità delle ripatrimonializzazioni richieste.
- Il 4 maggio 2016 Consob ha istituito l'Arbitro per le controversie finanziarie (Acf), operativo da gennaio 2017. L'Acf è uno strumento di risoluzione delle controversie tra investitori *retail* e intermediari, imparziale e indipendente, per la violazione degli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza che gli intermediari devono rispettare

³ In particolare, si tratta dei poteri di indagine in tema di “*market abuse*”.

⁴ Il peso delle obbligazioni bancarie nei portafogli degli investitori italiani *retail* è passato dal 47,55 per cento nel 2010, al 23,58 per cento nel 2016. Contemporaneamente, il peso dei fondi comuni di investimento è passato dal 18,73 per cento nel 2010, al 45,08 per cento nel 2016.

quando prestano servizi di investimento o il servizio di gestione collettiva del risparmio. Il ricorso all'Acf è gratuito per i risparmiatori. Da maggio 2017 ad oggi, l'Acf ha già assunto 263 decisioni, di cui circa il 70 per cento a favore dei risparmiatori⁵.

Nell'ottobre del 2016 Consob ha adottato tre ulteriori provvedimenti:

- il primo, del 5 ottobre, per contrastare l'elevata volatilità dei corsi azionari in occasione di aumenti di capitale iperdiluitivi, la Commissione ha adottato una soluzione tecnica denominata 'modello *rolling*'. Essa prevede la possibilità di esercitare "anticipatamente" i diritti di opzione, ricevendo subito le azioni di nuova emissione (diversamente dal modello "standard", che prevede la consegna delle azioni solo alla fine dell'operazione). Ciò è quanto avvenuto, ad esempio, nel recente aumento di capitale Carige;
- con il secondo, del 18 ottobre, si è chiesto agli intermediari di distribuire i loro titoli attraverso un mercato regolamentato o un Mtf, in luogo del tradizionale collocamento allo sportello;
- con il terzo, del 28 ottobre, sono state emanate linee-guida sulle "Avvertenze per l'Investitore", contenute nei prospetti informativi, con l'obiettivo di fornire nelle prime pagine e in piena evidenza grafica una rappresentazione sintetica ed efficace dei profili di rischio più rilevanti ed innalzare con ciò il grado di consapevolezza dei risparmiatori.

* * *

Con riferimento alle crisi bancarie, di cui si occupa la Commissione parlamentare di inchiesta, Consob è intervenuta su più fronti, anche in conseguenza dello stato di tensione sui titoli bancari, determinatosi dopo la risoluzione delle quattro banche.

Dopo la risoluzione delle quattro banche, sono stati elevati i livelli di tutela degli investitori in occasione degli aumenti di capitale. In particolare, Consob ha chiesto ai consigli di amministrazione di deliberare l'adozione di immediate e idonee cautele volte a consentire il corretto svolgimento delle operazioni, ivi incluso il collocamento dei titoli alla clientela *retail*.

Ad esempio, i consigli di amministrazione delle due banche venete, hanno deliberato una serie di misure, tra cui ricordo quella di utilizzare un apposito modulo di adesione all'offerta, con il quale, in ipotesi di riscontrata non adeguatezza dell'operazione, i soci sottoscrittori avrebbero dovuto produrre una dichiarazione olografa circa la volontà di aderire all'offerta, nonostante il contrario avviso della banca.

Consob, anche attraverso ispezioni nelle filiali delle banche venete durante il periodo di offerta, ha attentamente monitorato l'applicazione di queste misure. L'operazione di offerta al pubblico di azioni e di quotazione delle due predette banche non si è perfezionata in ragione

⁵ Per un controvalore pari a circa tre milioni di euro.

del ridotto numero di adesioni, anche dovuto all’attuazione dei descritti presidi posti a tutela dei risparmiatori.

Analoghi presidi sono stati posti in essere con riguardo all’operazione di aumento di capitale promossa da MPS, anch’essa non andata a buon fine.

Nel caso del recente aumento di capitale della Cassa di Risparmio di Genova (Carige), Consob ha chiesto alla banca di riportare nelle “Avvertenze all’investitore” della documentazione di offerta, il seguente avviso preliminare: *“Si evidenzia che l’investimento in azioni Banca Carige è altamente rischioso e che l’investitore rischia di vedere azzerato il valore del proprio investimento in caso di mancato buon esito dell’Aumento di Capitale per un ammontare minimo di Euro 500 milioni.”*

Sul piano della repressione, Consob ha accertato numerosi illeciti di banche e intermediari in sede di vendita di prodotti finanziari ai clienti. Le violazioni riguardano la prestazione dei servizi d’investimento, la normativa sui prospetti, la disciplina *market abuse*. Le sanzioni alle sole banche, come riportato nella tabella seguente, dal 2011 ad oggi ammontano ad oltre 32 milioni, e sono state irrogate ad un totale di 715 esponenti aziendali, di cui 366 nel corso del 2017.

PROVVEDIMENTI SANZIONATORI ADOTTATI NEI CONFRONTI DI BANCHE ED ESPONENTI
AZIENDALI
PERIODO 1° GENNAIO 2011 – 30 NOVEMBRE 2017

ANNO	PROVVEDIMENTI ADOTTATI	ESPONENTI AZIENDALI SANZIONATI	IMPORTO SANZIONI IN MIGLIAIA DI EURO
2011	9	16	878
2012	5	5	735
2013	9	32	1.348
2014	12	82	6.170
2015	18	173	3.607
2016	5	41	316
2017 (01/01/2017 – 30/11/2017)	28	366	19.460
TOTALI	86	715	32.514

5. Il sistema della vigilanza sul settore bancario

Il sistema dei controlli pubblici sugli istituti di credito è divenuto, anche a seguito della continua evoluzione normativa di matrice europea, un sistema molto articolato e complesso, che prevede il coinvolgimento di più autorità dislocate a livello mondiale, europeo e nazionale, con diverse conformazioni, a seconda delle dimensioni della banca e della presenza o meno di titoli quotati.

A livello mondiale, un ruolo fondamentale nella regolamentazione delle banche è svolto dal Comitato di Basilea, istituito presso la Banca dei regolamenti internazionali (Bri), cui partecipano le banche centrali dei dieci paesi industrializzati e di altre 18 giurisdizioni.

Sempre a livello mondiale opera il *Financial Stability Board* (Fsb), nel quale sono rappresentati tutti i paesi del G20, che ha il compito di monitorare il sistema finanziario globale, perseguendo la stabilità.

A livello europeo la supervisione sul sistema finanziario è attribuita al già menzionato Sistema europeo di vigilanza sul sistema finanziario (Sevif), oltre che alla Bce ed al Comitato di risoluzione. Un ruolo fondamentale è poi svolto dalla Commissione europea in materia di tutela della concorrenza ed aiuti di Stato.

A livello nazionale⁶, in estrema sintesi, Consob vigila sulla trasparenza e correttezza nella prestazione dei servizi di investimento, autorizza la pubblicazione dei documenti relativi

⁶ Di seguito si riporta, a titolo di esempio per quanto concerne i servizi di investimento, il testo dell'art. 5 del D.lgs. 58/1998 (TUF), rubricato "*Finalità e destinatari della vigilanza*":

1. La vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per obiettivi:
 - a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario;
 - b) la tutela degli investitori;
 - c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario;
 - d) la competitività del sistema finanziario;
 - e) l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria.
2. Per il perseguimento degli obiettivi di cui al comma 1, la Banca d'Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari.
3. Per il perseguimento degli obiettivi di cui al comma 1, la Consob è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti.
4. La Banca d'Italia e la Consob esercitano i poteri di vigilanza nei confronti dei soggetti abilitati; ciascuna vigila sull'osservanza delle disposizioni legislative e regolamentari secondo le competenze definite dai commi 2 e 3.
5. La Banca d'Italia e la Consob operano in modo coordinato anche al fine di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti abilitati e si danno reciproca comunicazione dei provvedimenti assunti e delle irregolarità rilevate nell'esercizio dell'attività di vigilanza.
- 5-bis. La Banca d'Italia e la Consob, al fine di coordinare l'esercizio delle proprie funzioni di vigilanza e di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti abilitati, stipulano un protocollo d'intesa, avente ad oggetto:
 - a) i compiti di ciascuna e le modalità del loro svolgimento, secondo il criterio della prevalenza delle funzioni di cui ai commi 2 e 3;
 - b) lo scambio di informazioni, anche con riferimento alle irregolarità rilevate e ai provvedimenti assunti nell'esercizio dell'attività di vigilanza.
- 5-ter. Il protocollo d'intesa di cui al comma 5-bis è reso pubblico dalla Banca d'Italia e dalla Consob con le modalità da esse stabilite.

all'offerta di prodotti finanziari, vigila sull'informativa anche contabile resa al pubblico dalle banche quotate o le cui azioni sono diffuse tra il pubblico in misura rilevante, disciplina i mercati regolamentati e le *trading venues* e persegue gli abusi di mercato.

La Banca d'Italia persegue la sana e prudente gestione degli intermediari, la stabilità complessiva e l'efficienza del sistema finanziario, ed è l'autorità nazionale competente nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico (Ssm), laddove la Banca centrale europea focalizza la propria azione sui gruppi bancari italiani "significativi", mentre la vigilanza sulle banche e i gruppi bancari "meno significativi" è esercitata direttamente dalla Banca d'Italia. Essa è anche, sulla base della direttiva Bce, "Autorità nazionale di risoluzione delle crisi", svolgendo compiti di istruttoria e operativi nell'ambito del Meccanismo di risoluzione unico europeo delle banche in crisi. E' in capo alla Banca d'Italia anche la vigilanza sulla trasparenza e correttezza con riferimento alle operazioni e ai servizi bancari.

Il Ministero dell'economia e delle finanze (Mef) svolge, inoltre, ulteriori funzioni di vigilanza sul sistema bancario e finanziario; ivi inclusa la vigilanza sulle fondazioni bancarie

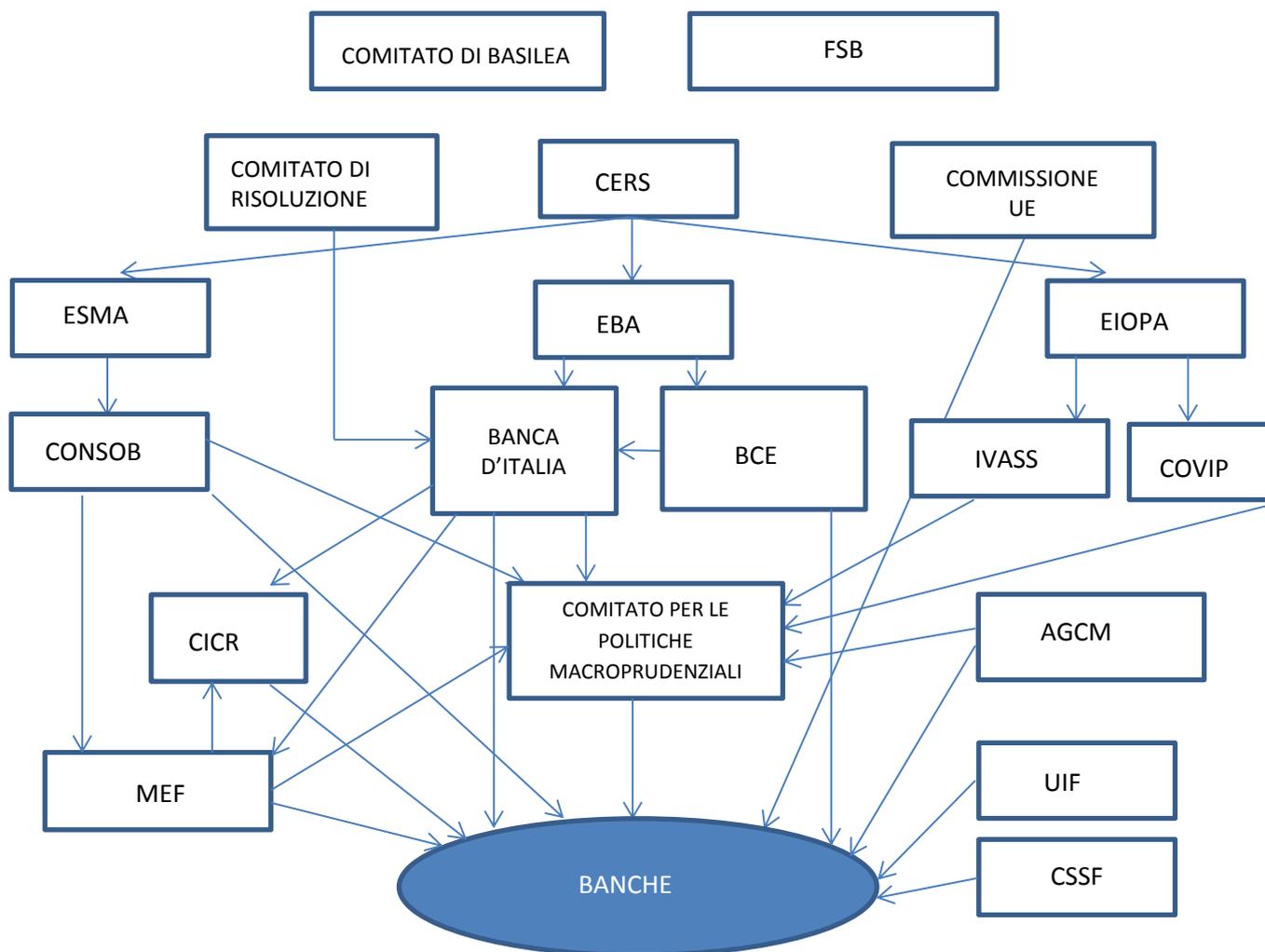
L'alta vigilanza in materia di credito e di tutela del risparmio è conferita dal Testo unico bancario al Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio (Cicr), presieduto dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, cui partecipano alcuni Ministri⁷ e la Banca d'Italia, senza diritto di voto, mentre Consob partecipa solo su invito. Il comitato delibera, su proposta della Banca d'Italia, principi e criteri per l'esercizio della vigilanza, mentre le deliberazioni in tema di trasparenza delle condizioni contrattuali concernenti le operazioni e i servizi bancari e finanziari sono assunte su proposta della Banca d'Italia d'intesa con la Consob.

Un'altra sede di confronto tra autorità è rappresentato dal Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria (Cssf), incardinato presso il Ministero dell'economia e delle finanze. Tale comitato, istituito nel 2008 dall'allora ministro dell'Economia, Padoa Schioppa, è stato convocato una sola volta negli ultimi anni, per discutere delle conseguenze della Brexit.

La legge 12 agosto 2016, n. 170, ha inoltre delegato il governo ad istituire il Comitato per le politiche macroprudenziali (che dovrebbe costituire il referente nazionale del Comitato europeo per il rischio sistemico) composto oltre che da Banca d'Italia e Consob, anche da Ivass e Covip alle cui riunioni assistono il Mef e l'Agcm. Tale comitato, che rappresenta la sede naturale per contemperare le esigenze di stabilità e trasparenza, non è tuttavia oggi operativo, in quanto la delega al governo per la sua costituzione è scaduta.

Da questa disamina emerge come vi siano 19 soggetti di natura pubblica che si occupano a vario titolo della vigilanza e della regolamentazione del settore bancario, senza che esista una vera e propria sede di compensazione di alto livello tra le esigenze di stabilità e quelle di trasparenza

⁷ Si tratta del: Ministro delle Politiche Agricole, Alimentari e Forestali, del Ministro dello Sviluppo Economico, del Ministro delle Infrastrutture e dei Trasporti e del Ministro per le Politiche Europee



Il tema del rapporto tra stabilità e trasparenza non è certo nuovo, ma è tornato di attualità nelle recenti crisi bancarie. Nei mesi scorsi è stato messo a fuoco dall'ultima indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano, condotta dalla 6^a Commissione permanente (Finanze e Tesoro) del Senato. Nelle conclusioni dell'indagine il giusto bilanciamento tra stabilità e trasparenza compare in cima alle priorità.

Ciò detto, occorre constatare che il sistema legislativo italiano oggi vigente, malgrado le richieste di modifica avanzate da Consob, resta orientato a privilegiare l'obiettivo della stabilità.

La nuova normativa europea - e lo stesso assetto delle autorità europee - conferma questo approccio a livello sovranazionale. Basti considerare il sistema di supervisione definito da Bce e Ssm, che fanno della *Banking Union* un vero e proprio baluardo della stabilità. D'altronde, si tratta di uno strumento che ha consentito, nei fatti, di disinnescare a livello europeo i focolai di crisi e di rendere più solido l'intero sistema delle banche europee.

Questo vale anche nel caso in cui tale obiettivo si declini in quello della stabilità di un singolo istituto di credito e malgrado il fatto che la mancata trasparenza sulle sue condizioni potrebbe provocare conseguenze a danno della generalità degli investitori.

Pur trattandosi di una scelta comprensibile, essa comporta conseguenze di cui non possiamo non tenere conto:

- per le banche *significant* le decisioni vengono prese a livello europeo. Con la conseguenza che, in questo caso, il rapporto tra autorità prudenziale e autorità di trasparenza è sottratto al diritto domestico;
- per quelle di minori dimensioni, le autorità nazionali devono conformarsi ai principi definiti in sede europea; il tema della trasparenza risulta posto in secondo piano rispetto a quello della stabilità; tant'è che le autorità nazionali preposte alla trasparenza, come si è visto, non trovano in una organizzazione europea un referente dotato di poteri analoghi a quelli attribuiti con la *Banking Union* alla Bce.

Ne discende che le stesse autorità potrebbero trovare maggiori difficoltà ad ottenere risposte a richieste di informazioni qualora queste, a giudizio delle autorità bancarie, possano portare pregiudizio al perseguimento dell'obiettivo della stabilità.

Non a caso, il *Memorandum of Understanding* (MoU) in tema di cooperazione tra Bce e Consob (prima tra le autorità nazionali di vigilanza sui mercati a stipularlo) contiene una clausola che espressamente prevede la possibilità di negare la cooperazione in alcuni casi specificati, come ad esempio nel caso in cui ciò possa pregiudicare il perseguimento degli obiettivi di stabilità.

6. Modelli alternativi di coordinamento tra Autorità di vigilanza

Tale essendo il quadro normativo vigente, occorre domandarsi se vi possano essere prospettive di modifica.

Consob ha già sostenuto in molteplici sedi la necessità di riequilibrare il sistema complessivo, dando maggior rilievo alla trasparenza in un'ottica di maggior tutela dei risparmiatori. A questo fine, occorre tener presente che ben si può intervenire a livello nazionale, ma meglio si dovrebbe agire a livello europeo per riequilibrare il sistema nel suo complesso, rendendolo come esso è oggi nella forma, ma non nella sostanza, un vero e proprio sistema *twin peaks*. Tale sistema, per sua natura, deve essere basato su due pilastri di analoga struttura e robustezza. Ne consegue che il progetto di *Capital Markets Union* dovrebbe essere corroborato, al fine di dotare l'autorità dei mercati finanziari europei di poteri analoghi a quelli di Bce.

Ovviamente, poiché i mercati finanziari sono assai più differenziati di quelli bancari, il sistema dovrebbe avere caratteristiche quasi “federali” al fine di salvaguardare l’autonomia delle singole autorità nazionali.

Se questo obiettivo fosse colto - ed è in corso attualmente la consultazione sulla riforma delle autorità europee di sorveglianza sul sistema finanziario (ESAs) – occorrerebbe anche valutare se sia il caso di riformare di conseguenza struttura e competenze delle autorità nazionali.

A tal fine, di seguito si rappresentano alcuni esempi di architettura della vigilanza tratti dalle esperienze di Francia, Germania e Regno Unito.

a) Francia

la Francia ha modificato il proprio assetto di vigilanza finanziaria all’indomani della crisi finanziaria del 2008.

L’*Autorité des Marchés Financiers* (Amf) è responsabile per la trasparenza dei mercati e la correttezza dei comportamenti degli attori che vi operano.

L’*Autorité de contrôle prudentiel et de Résolution* (Acpr), è un’Autorità amministrativa indipendente che vigila sull’attività delle banche, delle imprese assicurative e degli istituti di pagamento. Unitamente al compito principale di preservare la stabilità del sistema finanziario – ed anzi, per il più efficace esercizio dei poteri di vigilanza prudenziale riconosciutigli – l’Acpr vanta competenze anche in materia di protezione dei clienti prima non espressamente attribuite alle Istituzioni dalle quali è derivata (cfr. nota 1).

I poteri di controllo e di sanzione della “Autorità di controllo dei mercati finanziari” (Amf) sono stati rafforzati e ad essa sono stati attribuiti poteri speciali per permetterne l’intervento in caso di urgenza.

Coordinamento: In Francia le due Autorità hanno istituito una *Joint Unit*⁸, coordinata da un Presidente nominato dai Presidenti di Amf e Acpr, volta a coordinare le diverse finalità. Il personale in forza alla *Joint Unit* proviene da entrambe le autorità. Inoltre è previsto che il presidente dell’Amf partecipi (senza diritto di voto) all’organo direttivo dell’Acpr.

b) Germania.

Le modifiche apportate in Germania a seguito alla crisi del 2008 hanno modificato gli equilibri esistenti tra la BaFin (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) (*single regulator*) e la Bundesbank (banca centrale) attribuendo a quest’ultima il coordinamento della vigilanza macroprudenziale.

I compiti di vigilanza microprudenziale sono invece rimasti condivisi tra la BaFin (cui spetta la gran parte dei compiti di regolazione e vigilanza informativa) e la Bundesbank

⁸ In particolare, la *Joint Unit*: (a) conduce ispezioni congiunte ed indirizza gli esiti in base alle competenze; (b) riceve gli esposti e li indirizza in base alle competenze; (c) regola gli scambi informativi tra Autorità; (d) si occupa di pratiche commerciali scorrette.

(responsabile della vigilanza ispettiva, con particolare riferimento ai modelli interni di gestione del rischio). Tutte le competenze in materia di trasparenza e correttezza sono assegnate in via esclusiva alla BaFin.

La suddivisione dei compiti tra BaFin e Bundesbank prevede che quest'ultima svolga la funzione di supervisione corrente e prudenziale, che comprende in particolare l'analisi dei documenti inoltrati dagli istituti vigilati e l'effettuazione di ispezioni incentrate sull'operatività bancaria, volte a fornire un giudizio sull'adeguatezza della dotazione di capitale proprio e delle procedure di gestione dei rischi degli enti vigilati. La Bundesbank può partecipare anche alle riunioni del Consiglio di amministrazione della BaFin con un proprio rappresentante, ma senza diritto di voto. Nel 2008 la Bundesbank e la BaFin hanno firmato un protocollo d'intesa per il coordinamento delle rispettive attività.

L'attività di vigilanza della BaFin si fonda sull'opera di tre macrostrutture, secondo un modello di regolamentazione di tipo soggettivo e di tre dipartimenti, che adottano invece un'impostazione per finalità, prescindendo dalla qualificazione soggettiva degli intermediari vigilati.

In particolare, le tre macrostrutture si occupano, rispettivamente, del sistema creditizio, delle imprese di assicurazione e dei mercati dei valori mobiliari.

c) Regno Unito.

Le modifiche apportate nel 2013 al modello di vigilanza UK, passando dal modello del *single regulator* ad un modello *twin peaks*, hanno portato alla sostituzione della FSA con due nuove autorità: la *Prudential Regulation Authority* (Pra) e la *Financial Conduct Authority* (Fca), accompagnate dal *Financial Policy Committee*.

La Pra è responsabile della vigilanza prudenziale di: (i) banche, (ii) imprese assicurative (*life insurers, general insurers, wholesale insurers, commercial insurers & reinsurers, Lloyd's & Lloyd's Agents*), e (iii) alcune primarie *investment banks*.

Il *Board* della Pra include il Governatore e Vicegovernatore della *Bank of England* (rispettivamente in qualità di presidente e Ceo), nonché il presidente della Fca.

La Fca è responsabile: (i) della vigilanza sul rispetto delle regole di condotta nei mercati finanziari *retail* e *wholesale* da parte di tutti gli operatori, ivi inclusi gli intermediari sottoposti sotto il profilo prudenziale alla vigilanza della Pra; (ii) della vigilanza sulle infrastrutture di negoziazione (mentre le infrastrutture di *clearing* e *settlement* sono vigilate dalla *Bank of England*); (iii) della vigilanza prudenziale delle società che non ricadono nella vigilanza della Pra.

Coordinamento: Nel Regno Unito è stata istituita un'ulteriore autorità, inquadrata nella *Bank of England* e denominata *Financial Policy Committee* ("Fpc"), o all'identificazione, monitoraggio e contenimento dei rischi sistemici (essendo invece, come detto, la vigilanza microprudenziale affidata alla Pra). Il Fpc è dotato di poteri di *direction* e raccomandazioni nei confronti della Pra e della Fca in relazione alla stabilità finanziaria.