



**SENATO DELLA REPUBBLICA**

**V° COMMISSIONE PERMANENTE (FINANZE E TESORO)**

**AUDIZIONE SUGLI SCHEMI DI DECRETO LEGISLATIVO RELATIVI  
ALL'ATTUAZIONE DELLA DIRETTIVA 2014/59/UE.**

**INTERVENTO DEL PRESIDENTE CONSOB**

**GIUSEPPE VEGAS**

**ROMA, 22 OTTOBRE 2015**

La Direttiva 2014/59/UE (c.d. *Banking Resolution and Recovery Directive*, di seguito *BRRD*), che fa parte dell'ampio complesso normativo concernente la *Banking Union*, introduce un regime armonizzato per la gestione delle crisi finalizzato a garantire che il dissesto possa essere affrontato tempestivamente e in modo da garantire la continuità delle funzioni essenziali delle banche e delle imprese d'investimento.

La Direttiva ha come obiettivo di fondo quello di spezzare il legame fra rischio bancario e rischio sovrano, prevedendo che gli Stati Membri possano rifinanziare una banca in crisi solo previa condivisione degli oneri da parte degli azionisti, degli obbligazionisti e dei depositanti oltre 100.000 euro (cosiddetto *bail-in*).

La Direttiva implica dunque una riallocazione dei rischi dal settore pubblico al settore privato. A parità di altre condizioni, potrebbe determinare una riduzione degli interessi sul debito pubblico e un aumento del costo della raccolta per le banche.

Tale disciplina si iscrive nell'ambito di un profondo ripensamento dell'assetto regolamentare del sistema finanziario, volto a orientare la vigilanza verso obiettivi macro-prudenziali di gestione del rischio sistemico.

La prospettiva micro-prudenziale, prevalente prima della crisi, ha come obiettivo la protezione dell'investitore (depositante o detentore di strumenti finanziari) e si fonda su regole attinenti ai requisiti patrimoniali e alla trasparenza e correttezza dei comportamenti. La prospettiva macro-prudenziale si pone un obiettivo sistemico molto più ampio: evitare che le crisi impattino negativamente sull'economia reale, sui conti pubblici e sui contribuenti.

E' in questo nuovo approccio che occorre inquadrare la Direttiva in esame, la quale, per ragioni di economicità ed efficienza, attribuisce poteri di vigilanza macro-prudenziale alla Banca d'Italia, quale autorità competente per l'applicazione della normativa in ambito nazionale. Tuttavia, l'ordinamento prevede che i profili di macro-stabilità, per gli aspetti legati alla trasparenza e alla correttezza dei comportamenti degli intermediari, rientrino altresì nell'area di competenza della CONSOB (art. 5 TUF).

In quest'ottica, l'art. 8, comma 1, lett. *d*) della legge di delegazione europea 2014, dopo aver previsto che il Governo designi la Banca d'Italia quale autorità competente per l'applicazione delle norme in esame, prevede che, nell'apportare le necessarie modifiche e integrazioni al TUB e al TUF, «*si provveda nel rispetto del riparto di attribuzioni tra la Banca d'Italia e la Consob previste a legislazione vigente*».

\* \* \*

Entrando nel merito dei provvedimenti in esame, si evidenzia come alcune disposizioni contenute nello schema di decreto legislativo n. 209 ( di seguito “*schema di decreto*”) di recepimento della Direttiva BRRD, con riferimento alle banche quotate, pongano profili di non perfetta coerenza con le direttive europee in materia di abusi di mercato e di trasparenza dell’informativa societaria.

La norma più critica riguarda l’obbligo di differire la diffusione al pubblico della notizia relativa alla procedura di risoluzione sino al momento della pubblicazione in Gazzetta Ufficiale, sul sito *web* della Banca d’Italia e su quello dell’ente sottoposto a risoluzione, anche ove la sussistenza dei presupposti per l’avvio della procedura sia già nota all’emittente e ai componenti dei suoi organi di amministrazione (art. 99, comma 5, dello *schema di decreto*).

Tale norma non è volta a recepire specifiche disposizioni della Direttiva BRRD, che, in proposito, si limita a raccomandare, nel considerando n. 86, la presenza di un «*efficace regime di riservatezza durante la procedura di risoluzione in capo alle autorità di risoluzione e ai loro consulenti professionali*». Inoltre, il considerando n.64 della stessa Direttiva suggerisce la possibilità di ritardare l’informazione a potenziale impatto sistemico, ma solo là dove sia rispettata la disciplina europea sugli abusi di mercato.

La norma in questione rifletterebbe dunque una scelta autonoma del legislatore nazionale, che, tuttavia, si pone in contrasto con la direttiva comunitaria sugli abusi di mercato. Quest’ultima, infatti, impone la diffusione al pubblico, senza indugio, di qualsiasi informazione *price sensitive*, al fine di garantire un corretto processo di formazione dei prezzi e di assicurare che le decisioni degli investitori e dei depositanti siano sempre correttamente orientate.

L’imposizione *ex lege* di un ritardo automatico nella diffusione al pubblico di informazioni sullo stato di crisi di un intermediario può determinare un danno per gli investitori che acquistano strumenti finanziari della banca ad un prezzo che non riflette la notizia sullo stato di dissesto della Banca o dell’impresa di investimento. Ciò può portare con sé anche il rischio di alimentare contenziosi legali e cause di risarcimento danni da parte degli investitori che sono stati pregiudicati da un quadro informativo incompleto o fuorviante.

Inoltre, rispetto al rischio di operazioni di *insider trading* in grado di generare un andamento anomalo delle contrattazioni, CONSOB non disporrebbe di tempestivi poteri di ripristino della parità informativa, in quanto l'emittente potrebbe opporre profili di riservatezza invocando la citata disposizione.

Analogamente, in caso di rottura della confidenzialità dell'informazione e di diffusione di *rumours* prima della ufficializzazione dello stato di crisi - fenomeno questo che in passato si è verificato con elevata frequenza - CONSOB non potrebbe attivare i poteri di vigilanza e di intervento di cui all'art.114, comma 5, del TUF, finalizzati ad imporre la diffusione di notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico.

Infine, la disposizione risulta disallineata rispetto a quanto prescritto dall'art. 40, comma 6, dello stesso *schema di decreto*. Tale articolo, infatti, con riferimento alla specifica ipotesi di cessione a terzi delle attività dell'intermediario in stato di crisi, fa correttamente rinvio alla disciplina europea sugli abusi di mercato, prevedendo la mera facoltà, e non l'obbligo, per l'emittente di differire la comunicazione al pubblico delle informazioni rilevanti.

Questa soluzione concilia gli obiettivi di prevenzione degli effetti sistemici di una crisi con la normativa in materia di abusi di mercato e rispecchia il regime normativo attualmente vigente in base al TUF, ai sensi del quale l'emittente può, sotto la propria responsabilità, ritardare la diffusione al pubblico di informazioni *price sensitive*.

Tale soluzione, inoltre, permette la corretta ed efficace gestione di *rumours* e indiscrezioni sulla procedura di risoluzione nel caso in cui l'emittente decida di ritardare la diffusione dell'informazione al mercato, facendo salvi tutti gli attuali poteri di intervento CONSOB a tutela degli investitori, compreso il potere di sospendere i titoli al fine di evitare che vi siano scambi in un contesto di informazione incompleta.

In definitiva, la corretta ed ordinata gestione delle procedure di risoluzione impone di contemperare due opposte esigenze, da un lato, quella del mantenimento della stabilità del sistema finanziario e, dall'altro, quello della trasparenza dei mercati e della parità di trattamento degli investitori. A tal fine, la disciplina comunitaria in materia di abusi di mercato già contempla dei presidi volti a contemperare tali opposte istanze. Il riferimento è, in particolare, alla disciplina oggi contenuta nell'art. 114, comma 3, del TUF che prevede la possibilità per un emittente di ritardare a certe condizioni la diffusione di informazioni *price sensitive*. Tale disciplina peraltro contempla un regime speciale in materia di informazioni concernenti fatti dal potenziale impatto sistemico.

Sulla base di quanto rappresentato, si ritiene pertanto opportuno riformulare il comma 5 dell'art. 99 dello *schema di decreto* riprendendo l'impostazione del citato art. 40, comma 6, facendo in tal modo ricadere la fattispecie delle crisi bancarie nell'ambito applicativo generale della vigente disciplina dettata dal TUF in tema di abusi di mercato e diffusione al pubblico di informazioni rilevanti.

Analoghi problemi di compatibilità con la disciplina comunitaria si pongono con riferimento all'art. 47, comma 6, dello *schema di decreto*. Tale norma prevede che, in caso di cessione di beni e rapporti giuridici di un intermediario in crisi, non si applichino gli obblighi di comunicazione riguardanti le partecipazioni rilevanti in società quotate, di cui all'art. 120 del TUF.

Anche tale disposizione non è volta a recepire specifiche previsioni della Direttiva BRRD ed è dunque anch'essa espressiva di una scelta autonoma del legislatore nazionale. Tuttavia, tale scelta si pone in contrasto con le previsioni della Direttiva 2004/109/CE (*Transparency*), che prevede la tempestiva diffusione al pubblico delle informazioni sui soggetti che superano determinate soglie partecipative nelle società quotate.

Inoltre, tale deroga alla disciplina comunitaria non appare strettamente necessaria rispetto al perseguimento degli obiettivi di stabilità e di contenimento dei rischi sistemici e introduce un indebito regime differenziato, nelle fasi di crisi, fra banche e altre società quotate. Si ritiene, pertanto, necessario eliminare questa previsione dal testo dell'art. 47, comma 6.

In generale, si rileva come la scelta di far prevalere la stabilità a scapito della trasparenza genera effetti controproducenti rispetto allo stesso obiettivo di mitigare gli effetti sistemici degli *shock* che colpiscono gli intermediari finanziari.

L'opacità sull'esistenza di situazioni di dissesto finanziario e sulle relative modalità di gestione aumenta la sfiducia degli investitori nel corretto funzionamento dei mercati finanziari, frena lo sviluppo del mercato dei capitali e ostacola la raccolta di risorse tramite l'emissione di azioni e obbligazioni. Ciò può determinare un impatto negativo sull'intero sistema bancario, rendendolo più vulnerabile e eccessivamente dipendente dalla raccolta a breve realizzata tramite depositi.

Vi è poi il rischio che, in assenza di un regime di riservatezza armonizzato, il risparmio possa indirizzarsi verso giurisdizioni che adottano regole più attente alla tutela dei diritti degli investitori.

Un ultimo aspetto problematico riguarda lo schema di “*decreto legislativo modificativo di TUB e TUF*” n. 208 relativamente al coinvolgimento di CONSOB nel processo di risoluzione e gestione delle crisi. Si pone infatti l’esigenza di salvaguardare il riparto di attribuzioni fra Banca d’Italia e CONSOB per dare piena attuazione al criterio di cui all’art. 8, comma 1, lett. *d*) della legge di delegazione europea 2014.

Sebbene lo schema di decreto n. 208 lasci inalterati i poteri di iniziativa di CONSOB in ordine all’amministrazione straordinaria e alla liquidazione coatta amministrativa delle SIM e introduca poteri di iniziativa in ordine alle nuove misure di intervento precoce, appare necessario assicurare una più ampia forma di coinvolgimento di CONSOB.

Ciò in quanto, da un lato, fra i presupposti per l’attivazione di talune misure di risoluzione si rinviene anche la violazione di norme alla cui vigilanza è preposta la CONSOB<sup>1</sup>; dall’altro, la Banca d’Italia, nel suo ruolo di autorità di risoluzione nazionale, può incidere sulle modalità di svolgimento dei servizi di investimento, anch’esse ricomprese nel perimetro di competenze della CONSOB<sup>2</sup>.

Il coinvolgimento di CONSOB dovrebbe essere attuato in due forme: in primo luogo, prevedendo che la stessa sia sentita, attraverso lo strumento del parere, nei procedimenti incardinati presso la Banca d’Italia, laddove vengano in rilievo profili attinenti alla prestazione dei servizi di investimento; in secondo luogo, introducendo il dovere per la Banca d’Italia di comunicare tempestivamente a CONSOB i provvedimenti finali (non pubblici) assunti in applicazione della Direttiva BRRD. Quest’ultima previsione è strettamente funzionale non solo allo svolgimento della vigilanza sugli intermediari e sulla prestazione dei servizi di investimento, ma anche all’esercizio dei poteri di prevenzione e repressione degli abusi di mercato cui si è in precedenza fatto riferimento.

---

<sup>1</sup> Cfr., a titolo esemplificativo, l’art. 69-*octiesdecies* del TUB (richiamato per le SIM dall’art. 55-*quinquies* del TUF), che individua fra i presupposti per l’applicazione delle misure di intervento precoce la violazione «*del titolo II della direttiva 2014/65/UE*» (MiFID2), che disciplinano il rilascio dell’autorizzazione alle imprese di investimento, e «*di uno degli articoli da 3 a 7, da 14 a 17, e 24, 25 e 26 del Regolamento (UE) n. 600/2014*» (MiFIR), in tema di mercati..

<sup>2</sup> Cfr., a titolo esemplificativo, l’art. 16, comma 1, lett. *e*), del “*decreto legislativo di recepimento*” (richiamato per le SIM dall’art. 60-*bis*.3 del TUF), ai sensi del quale la Banca d’Italia, al fine di rimuovere gli impedimenti alla risolvibilità di banche e gruppi, può ordinare di «*limitare, sospendere o cessare determinate attività, linee di business, vendita di prodotti, o astenersi da intraprenderne di nuovi*».

\* \* \*

La disciplina sul *bail-in*, in combinazione con le norme che limitano interventi pubblici di salvataggio, rappresenta una significativa novità nel nostro ordinamento giuridico.

CONSOB, sin dall'agosto 2013 (data in cui la Commissione Europea ha pubblicato una comunicazione in materia di aiuti di Stato al settore bancario, dove si prefigurava l'introduzione del *bail-in*, quanto meno con riferimento alle obbligazioni subordinate) ha ritenuto di fare inserire un apposito fattore di rischio nei prospetti informativi relativi alle obbligazioni subordinate.

Successivamente all'entrata in vigore della Direttiva, nel luglio 2014, CONSOB ha imposto alle banche una precisa e puntale informativa sulle implicazioni in termini di rischio per tutti gli strumenti finanziari offerti al pubblico destinati a ricadere nell'ambito applicativo del *bail-in*.

La norma di maggiore rilievo in questo ambito contenuto nello schema di decreto n. 209 è quella relativa alla cosiddetta *depositor preference*, che, in attuazione dell'art. 108 della Direttiva BRRD, richiede agli Stati membri di modificare la gerarchia dei crediti al fine di assicurare che i depositanti siano preferiti rispetto ai restanti creditori chirografari, ivi inclusi i detentori di obbligazioni non garantite.

Al riguardo, la necessità di privilegiare i depositanti oltre 100.000 euro dovrà essere attentamente valutata dal Parlamento al fine di contemperarla al meglio con l'esigenza di tutelare le altre categorie di creditori e, in particolare, i portatori di obbligazioni non garantite che hanno sottoscritto i loro titoli prima dell'entrata in vigore di questa disposizione.