CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Commissioni riunite

6ª (Finanze e Tesoro) del Senato della Repubblica

VI (Finanze) della Camera dei Deputati

Audizioni sulla materia della tutela del risparmio
nel settore creditizio

Audizione del Presidente della CONSOB
Giuseppe Vegas

Roma, 19 gennaio 2017

1. Il contesto di mercato

Vorrei innanzi tutto richiamare brevemente i principali elementi del contesto in cui è intervenuto il decreto-legge di fine dicembre per il rafforzamento delle banche italiane.

Il provvedimento del governo prende le mosse da una situazione di crisi del sistema finanziario nazionale e internazionale, che ha cause molteplici e risalenti nel tempo.

Mi limito qui a citare in rapida successione alcuni dei fattori che più hanno contribuito ad innescare una lunga fase di instabilità del settore bancario, in parte tuttora perdurante: la bolla dei mutui *subprime*, scoppiata negli Stati Uniti nel 2007-2008; il conseguente fallimento, nel settembre 2008, della banca d'affari *Lehman Brothers*; il contagio che subito si è propagato nel sistema finanziario internazionale, attraverso la polverizzazione dei rischi avvenuta tramite i titoli tossici.

In Europa l'introduzione della moneta unica, nata come fattore di integrazione e di stabilità, ha portato forti tensioni legate alle divergenze macro-economiche, ampie e crescenti, che tuttora persistono per quanto riguarda la competitività dei sistemi produttivi e gli squilibri nelle finanze pubbliche. Da qui la crisi dei debiti sovrani dei primi anni Dieci con le sue ripercussioni a cascata sul sistema bancario.

L'integrazione europea ha portato con sé anche una nuova stagione di regolamentazione, in cui la stabilità patrimoniale delle banche è stata assunta come obiettivo prioritario ed esclusivo anche a costo di sottovalutare gli effetti collaterali indesiderati.

L'emergenza è stata affrontata in modo diverso da Paese a Paese. In Europa la maggior parte dei governi ha ritenuto di prendere di petto il problema, facendo da subito ricorso massiccio alla leva del denaro pubblico, per puntellare la stabilità traballante delle banche e scongiurare con ciò il rischio di fallimenti. La stessa strada era stata intrapresa senza esitazione anche negli Stati Uniti.

L'Italia, anche a causa dei vincoli di finanza pubblica, ha scelto invece di contenere al minimo l'intervento dello Stato, puntando sulla capacità del sistema di trovare al proprio interno la forza e le risorse finanziarie per superare la crisi. Questo

approccio ha contribuito a far sì che le debolezze del sistema bancario domestico, in partenza forse meno gravi di quelle riscontrate in altri Paesi, si protraessero nel tempo, finendo per imporsi all'attenzione dei mercati come un focolaio di crisi sempre acceso. Il decreto-legge intende appunto intervenire su questo focolaio con l'obiettivo di estinguerlo una volta per tutte. In questo senso l'impianto generale del provvedimento è condivisibile e dovrebbe portare sollievo a tutto il sistema.

Il quadro qui sinteticamente rappresentato ha avuto forti ricadute sull'andamento dei titoli del settore bancario in Italia. Da inizio 2016 l'indice dei corsi azionari delle banche italiane ha subito flessioni pesanti ed è risultato il peggiore in Europa (Francia +35,4 per cento, Spagna +24,9 per cento, Italia -18,4 per cento). A titolo di confronto, negli Usa i medesimi corsi azionari si sono ormai riportati al di sopra del livello pre-crisi del 2008. In Europa, invece, le quotazioni si mantengono in media al di sotto del 70 per cento circa rispetto alla fase pre-crisi.

I motivi della debolezza del settore bancario europeo sono vari. Pesano le aspettative di una bassa redditività legata ad un contesto di tassi negativi o prossimi allo zero per effetto della politica monetaria fortemente espansiva praticata dalla Banca centrale europea (Bce). Per l'Italia l'onda lunga della recessione ha determinato una crescita dei crediti deteriorati, che ne ha compresso pesantemente la redditività e ne ha eroso il patrimonio. I dati dell'Autorità bancaria europea (Eba) mostrano che a giugno 2016 l'incidenza dei crediti deteriorati lordi sul totale degli impieghi era pari al 5,5 per cento nella media degli Stati della Ue. Il dato saliva al 16,4 per cento per il sistema bancario italiano. Soltanto Grecia, Cipro e Portogallo mostravano dati peggiori.

Ad amplificare il contesto di instabilità hanno contribuito più fattori, tra i quali il recepimento della normativa di Basilea III, che ha determinato un forte inasprimento dei requisiti patrimoniali, costringendo le banche ad effettuare operazioni di aumento di capitale in condizioni di mercato avverse, e il mutamento del quadro istituzionale della vigilanza prudenziale con il passaggio al sistema unico di vigilanza europeo, o *Single Supervisory Mechanism* (Ssm).

Tra il 2014 e il 2016 le banche italiane sottoposte a vigilanza europea hanno sottoscritto aumenti di capitale per quasi 18 miliardi di euro per effetto di continui e ripetuti esercizi volti a testarne la solidità patrimoniale. Nel 2017 sono previsti, ad

oggi, altri rafforzamenti patrimoniali del comparto bancario per quasi 22 miliardi di euro.

Le misure di rafforzamento patrimoniale, annunciate e implementate in una fase di stagnazione dei corsi azionari, hanno avuto un effetto prociclico che ha finito per aggravare – se non addirittura per generare esso stesso – una situazione di incertezza e instabilità.

A gennaio 2016 la Vigilanza bancaria europea ha indicato l'area dei crediti deteriorati come una delle priorità d'azione e ha costituito una *task force* con il compito di valutare la gestione dei crediti deteriorati di un campione di banche europee, tra cui sei italiane[1]. In questo contesto la Vigilanza europea ha avviato su diverse banche italiane ispezioni, in parte tuttora in corso. Ad alcune banche italiane con più forte esposizione ai crediti deteriorati (in particolare, Banco Popolare, Mps e Carige) è stato richiesto di incrementare il livello di coperture e di accelerarne le cessioni.

Gli istituti hanno reagito, di conseguenza, annunciando fra giugno e ottobre piani di cartolarizzazione o cessione dei crediti deteriorati e operazioni di aumento di capitale. Nel luglio scorso l'Eba ha pubblicato i risultati dello *stress test* 2016, svolto su un campione di 51 banche europee, di cui 5 italiane[2]. Nel complesso le banche italiane sottoposte a *stress test* hanno subìto, nello scenario avverso, una riduzione del capitale di vigilanza di circa 4 punti percentuali. Il dato è appena superiore rispetto a quello europeo, pari a 3,8 punti percentuali. Ma se si esclude Mps, la *performance* delle banche italiane risulta migliore della media europea, registrandosi una riduzione di 3,2 punti percentuali. Mps, nello scenario avverso, ha registrato un patrimonio di vigilanza negativo (pari a -2,23 per cento) a fronte di una soglia minima regolamentare pari all'8 per cento.

1 UniCredit, Mps, Banco Popolare, BPM, BPER e Banca Carige.

2 UniCredit, Intesa Sanpaolo, Mps, Banco Popolare e UBI Banca.

2. L'introduzione della regola del *bail-in*

L'andamento dei mercati finanziari e, in particolare, del comparto bancario è stato condizionato in modo determinante dall'evoluzione del quadro normativo europeo. Nella seconda metà degli anni Duemila, ai primi segnali di crisi, la maggior parte dei governi in Europa e negli Stati Uniti ha reagito – come abbiamo visto – impostando interventi di salvataggio pubblico, fondati sul ricorso massiccio al denaro dei contribuenti. E' grazie a queste iniezioni di liquidità a carico della fiscalità generale che molti istituti sono stati messi in sicurezza. Tuttavia, la pratica di addossare indistintamente alla collettività gli oneri del salvataggio esterno (*bail-out*) per iniziativa dello Stato è finita presto nel mirino delle critiche. Nel dibattito pubblico e nell'orientamento dei regolatori europei è prevalso quindi un approccio diverso, che consiste nel coinvolgere nel salvataggio chi ha investito nella banca in crisi (compresi gli obbligazionisti ordinari) e chi ha depositato i propri risparmi presso quella banca (per gli importi sopra i 100.000 euro). Si è voluto con ciò salvaguardare le ragioni del contribuente. E' nata così la disciplina dei salvataggi interni, nota come *bail-in*.

La genesi di questo nuovo approccio di regolamentazione si rifà ad un principio condivisibile. Tuttavia l'introduzione del *bail-in*, in vigore in Italia dal primo gennaio 2016, ha creato di fatto uno *shock* normativo senza precedenti per le modalità con le quali quel principio è stato declinato in concreto. Risulta, infatti, opinabile la scelta delle autorità europee di adottare una regola che si applica in modo retroattivo anziché – come sarebbe sembrato più logico – esplicare i propri effetti per il futuro e a partire dal momento della sua entrata in vigore.

L'elemento della retroattività si è subito rivelato un fattore di instabilità per il mercato finanziario e, in particolare, per il comparto bancario. La nuova disciplina ha mutato di colpo il profilo di rischio dei titoli in portafoglio ai risparmiatori, peggiorandone la posizione rispetto al momento in cui i titoli sono stati sottoscritti o acquistati. Il risultato è che uno strumento finanziario emesso e collocato anni fa in condizioni di mercato e in un contesto del tutto diverso rispetto a quello attuale (talvolta addirittura pre-*Lehman Brothers*) può, con un tratto di penna, trasformarsi

repentinamente da prodotto finanziario a rischio basso o medio-basso a prodotto finanziario a rischio alto o medio-alto.

L'innovazione normativa ha avuto un impatto sulla disciplina nazionale ed europea in materia di prestazione dei servizi d'investimento, la cosiddetta Mifid, e ha determinato una sorta di "inadeguatezza sopravvenuta" rispetto alla propensione al rischio del risparmiatore valutata a suo tempo in fase di emissione e collocamento.

Il fenomeno della retroattività si è presentato in Italia anche prima che il *bail-in* entrasse in vigore. A novembre 2015, infatti, il governo è intervenuto con un decreto legge di salvataggio di quattro banche regionali (Banca Marche, Popolare Etruria, CariFerrara e CariChieti), che ha effettuato una sorta di anticipazione della disciplina del *bail-in,* con gli effetti a cascata appena descritti.

Peraltro, già nel luglio 2013, con una propria comunicazione, la Commissione europea aveva introdotto il principio della "condivisione degli oneri" (il cosiddetto *burden sharing)*, che prevede la conversione in azioni delle obbligazioni subordinate e dei titoli ibridi quale condizione per la concessione di aiuti di Stato alle banche in crisi.

Nel giugno 2014, è stata approvata la direttiva europea sui salvataggi interni (*Bank Recovery and Resolution Directive,* o Brrd*)*, che ha codificato il principio del *bail-in*. E' probabilmente mancata una verifica circa i reali impatti sugli interessi degli investitori.

L'impegno di Consob si è concentrato da subito sull'obiettivo di fare la massima chiarezza possibile presso il pubblico dei risparmiatori. Nel novembre 2015, nel corso di un'audizione presso questa Commissione parlamentare in sede di recepimento della Brrd, Consob sottolineò i rischi insiti nella retroattività della norma in oggetto, evidenziando anche un altro punto di debolezza: la scelta di far prevalere il principio della stabilità, a scapito della trasparenza, avrebbe generato effetti controproducenti. E' preferibile, infatti, conoscere l'identità dei soggetti a rischio, per non alimentare timori generalizzati che possono propagarsi all'intero sistema finanziario nazionale. Il Parlamento ha fatto propria questa esigenza di riequilibrio tra l'obiettivo della stabilità e quello della trasparenza, invitando il governo a rivedere in tal senso l'impostazione dei decreti legislativi di recepimento

del *bail-in*. Ciò nonostante i decreti-legislativi 180 e 181 del 16 novembre 2015, intervenuti solo sei settimane prima dell'applicazione della Brrd, non ne hanno tenuto conto.

Consob si è adoperata per informare prontamente i risparmiatori dei potenziali impatti negativi connessi alla nuova disciplina. Nei limiti dei compiti e dei poteri attribuiti, essa ha attuato una serie di interventi volti a richiamare l'attenzione del mercato sui maggiori rischi connessi all'evoluzione normativa.

Già dopo l'entrata in vigore della citata comunicazione dell'Unione europea sul *burden sharing* del luglio 2013, era stata sistematicamente richiesta l'integrazione delle avvertenze per l'investitore contenute nei prospetti informativi.

Il 24 novembre 2015, cioè pochi giorni dopo che il governo aveva approvato i decreti legislativi sul bail-in, Consob ha emanato una comunicazione, che richiede agli intermediari di informare adeguatamente i clienti sulla nuova disciplina, richiamando la necessità per gli stessi di modificare le proprie procedure interne per la valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza degli investimenti proposti ai clienti.

Questo intervento si inserisce in una serie di misure a tutela dei risparmiatori in materia di distribuzione dei prodotti finanziari a partire dalla comunicazione del marzo 2009 sui prodotti illiquidi, che trovate in allegato al testo dell'audizione.

Nell'autunno scorso è stata adottata una nuova Comunicazione, che raccomanda agli intermediari di riportare in apertura dei prospetti informativi un capitolo di "Avvertenze per l'investitore", quale strumento sintetico e comprensibile per consentire ai risparmiatori di prendere conoscenza delle caratteristiche del prodotto. E' un primo passo in attesa che in sede europea venga esteso a tutti i prodotti finanziari l'obbligo attualmente in vigore per i fondi comuni d'investimento di adottare il Kid (*Key Information Document*), cioè il documento con le informazioni-chiave, che in poche pagine descrive in modo semplice ed intellegibile i prodotti offerti sul mercato finanziario.

Insieme ad essa è stata adottata una ulteriore Comunicazione, che raccomanda agli intermediari di procedere alla distribuzione degli strumenti finanziari di propria

emissione non più attraverso il tradizionale collocamento presso gli sportelli, ma tramite un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione (Mtf), in modo da garantire prezzi di collocamento più trasparenti, meno soggetti a conflitti d'interessi e in grado di assicurare una maggiore liquidabilità degli investimenti.

In ogni caso, negli ultimi anni, il peso delle obbligazioni nel portafoglio dei risparmiatori si è quasi dimezzato, passando dal 47,5 per cento del dicembre 2010 al 25,7 per cento del dicembre 2015 ed il peso dei titoli bancari nel medesimo periodo si è ridotto di oltre il 30 per cento.

Resta il fatto che l'Europa sulla regolamentazione dei mercati finanziari si è mossa, in questi anni, a due velocità: da una parte ha accelerato l'emanazione delle normative relative alla stabilità del sistema bancario (requisiti di capitale, Brrd); dall'altra ha rallentato l'iter delle normative che riguardano la protezione degli investitori.

Si pensi, ad esempio, alla Mifid 2, la nuova disciplina sui servizi di investimento, che mira ad incrementare le tutele per gli investitori dopo la crisi finanziaria, la cui entrata in vigore è slittata di un anno, dal 1° gennaio 2017 al 1° gennaio 2018. Pertanto è stata rinviata, ad esempio, l'introduzione di un nuovo strumento che potrà rivelarsi utile ai fini della tutela dei risparmiatori, cioè il potere delle Autorità di vigilanza di vietare l'offerta e la vendita al pubblico *retail* di prodotti finanziari considerati opachi e complessi (la cosiddetta *product intervention*).

Consob si è battuta affinché questo strumento entrasse quanto prima nel suo armamentario. Nel 2013 ha chiesto al governo di anticipare a livello nazionale l'entrata in vigore di alcune parti della Mifid 2, proprio per poter disporre dei poteri di *product intervention*. La richiesta, purtroppo, non ha avuto esito positivo.

Per questo - in assenza di nuovi poteri cogenti, attribuiti per legge – si è potuto intervenire solo nel perimetro della normativa già in vigore, adottando già nel dicembre 2014 una Comunicazione per dissuadere gli intermediari dall'offrire e collocare presso il *retail* prodotti finanziari complessi.

Con il rinvio della Mifid 2 è slittata di un anno anche la normativa in materia di *product governance*, che impone all'intermediario di tenere conto delle caratteristiche dei clienti già nella fase di progettazione del prodotto.

Analogo slittamento al 2018 riguarda il Regolamento europeo sui prodotti finanziari pre-assemblati (Priips) offerti da banche e assicurazioni ai risparmiatori *retail*, che impone l'obbligo del Kid.

3. La vigilanza su Mps

La crisi del Monte dei Paschi di Siena, cui il decreto intende dare una risposta, ha radici lontane, che affondano nell'acquisizione della Banca Antonveneta, annunciata nel novembre 2007 e conclusasi il 30 maggio 2008.

Per concludere l'operazione, fu necessaria un'ingente operazione di rafforzamento patrimoniale della banca con un aumento di capitale da 5 miliardi (cui partecipò J.P. Morgan per una quota di un miliardo) e l'emissione dei due miliardi di obbligazioni subordinate avvenuta nel 2008.

Consob è intervenuta in materia. Tra il 2011 ed il 2016 l'Istituto ha avviato tredici procedimenti per violazioni del Testo Unico della Finanza. Ciò ha condotto a sanzioni pecuniarie nei confronti della banca e dei suoi esponenti aziendali - o azionisti - e di revisori, per un importo complessivo di circa sei milioni di euro. Sono attualmente in corso a Milano (dopo una prima fase a Siena) i processi volti ad accertare l'ostacolo all'attività di vigilanza e le violazioni in materia contabile e di abuso di mercato.

Non risultando sufficienti le operazioni di mercato, si è reso necessario, nel dicembre 2009, un primo intervento dello Stato attraverso la sottoscrizione di strumenti finanziari di debito convertibili in azioni per un ammontare pari a 1,9 miliardi di euro (c.d. "Tremonti Bond").

Non essendosi risolta la situazione, nel quinquennio 2011-2016 la banca ha realizzato una serie di ulteriori iniziative volte a rafforzare il patrimonio di vigilanza. Tali iniziative, hanno nuovamente visto l'impegno dello Stato attraverso la

sottoscrizione di nuovi strumenti finanziari (c.d. “Monti bond”) per un ammontare di circa 4 miliardi di euro, in parte destinati al rimborso dei “Tremonti Bond”. In particolare, nel periodo indicato sono stati effettuati tre aumenti di capitale per un ammontare complessivo pari a 10,5 miliardi di euro.

In relazione a queste operazioni Consob ha agito per realizzare condizioni di massima trasparenza sul mercato attraverso le richieste di integrazione dei prospetti informativi, delle informazioni diffuse al mercato e dei bilanci della banca.

Sotto quest’ultimo aspetto, in relazione alla contabilizzazione dei derivati Alexandria e Santorini, Consob, pur in presenza di incertezze circa le metodologie di contabilizzazione, ha richiesto a partire dal 2013 di riportare nelle rendicontazioni contabili le informazioni pro-forma in grado di far emergere l’impatto sui bilanci delle diverse modalità di contabilizzazione dei derivati. Successivamente, anche grazie alla collaborazione con l’Autorità Giudiziaria che ha fatto emergere fatti inizialmente non noti, è stato possibile accertare la non conformità dei bilanci Mps ai principi che ne disciplinano la redazione.

Venendo alle vicende più recenti, l’ultima operazione di rafforzamento patrimoniale di Mps ha preso avvio, nel giugno dello scorso anno, a seguito dell’attività di verifica svolte dalla Bce sui crediti in sofferenza e soprattutto dei risultati preliminari dello *stress test* effettuato dall’Eba che, come detto, ha evidenziato la totale erosione del patrimonio di vigilanza nello scenario avverso, (a fronte di un *ratio* patrimoniale richiesto dell’8 per cento Mps evidenziava infatti al 2018 un valore negativo pari a -2,4 per cento).

La Banca ha quindi annunciato, tra luglio e ottobre del 2016**,** una articolata soluzione di mercato volta ad affrontare il problema dei crediti deteriorati, attraverso la cessione delle sofferenze ed un aumento di capitale da 5 miliardi da realizzarsi anche attraverso un’offerta di scambio delle obbligazioni subordinate Mps. Operazione questa che non è andata a buon fine a causa della mancanza di sottoscrizioni per l’aumento di capitale ed in particolare per il venir meno di *anchor investor* disponibili a effettuare un investimento rilevante nella banca.

Da ultimo come noto, contestualmente all’adozione del decreto-legge in esame Mps ha comunicato di aver inviato alla Bce un’istanza di sostegno finanziario

straordinario e temporaneo per l'accesso alla misura della "ricapitalizzazione precauzionale".

Sulla vicende legate all'ultimo aumento di capitale Mps, Consob è stata impegnata su più fronti.

Innanzitutto ci sono stati numerosi interventi per integrare le informazioni relative alle varie fasi di svolgimento dell'operazione, con particolare riguardo al contenuto delle richieste inoltrate dalle Autorità di vigilanza prudenziale, alla reale situazione economico finanziaria della banca, alla valutazione di piani di ricapitalizzazione alternativi a quello avviato, alle motivazioni che hanno portato ad un avvicendamento dei vertici Mps.

Si è poi agito sul contenuto dei prospetti informativi, laddove, andando in qualche modo oltre al contenuto minimo richiesto dalla normativa, sono stati riportati i costi relativi all'intera operazione che prevedevano un impatto economico *pro-forma* di circa 3,7 miliardi di euro. I costi direttamente riconducibili all'aumento di capitale sarebbero stati di circa 558 milioni di euro (un importo ben superiore all'attuale capitalizzazione di Mps di circa 470 milioni di euro).

Anche con riferimento al collocamento delle nuove azioni ai risparmiatori la Banca ha adottato, su impulso Consob, presìdi più stringenti rispetto a quelli imposti dalla Mifid. Ha previsto, ad esempio, la valutazione di adeguatezza anche per il caso delle operazioni "ad iniziativa del cliente" e l'acquisizione dallo stesso cliente di dichiarazioni olografe circa la ricezione di documentazione informativa e la sua consapevolezza dei principali profili dell'operazione (conflitto di interesse, rischi, eventuale inadeguatezza) escludendo al contempo la vendita agli investitori privi di un profilo adeguato.

Da ultimo, molto intensa è stata l'attività di monitoraggio sulle negoziazioni del titolo in borsa. Sono in corso indagini, volte ad accertare eventuali ipotesi di abuso di mercato.

Inoltre, già dal 4 luglio 2016, Consob ha adottato, in stretta collaborazione con Esma, il divieto di assumere o incrementare posizioni ribassiste sul titolo Mps e ha poi disposto, il 22 dicembre 2016, la sospensione dalle negoziazioni dei titoli, considerata l'incertezza che si è venuta a creare circa le prospettive future di Mps ed il grave rischio di manovre speculative sul titolo della banca.

Sarà possibile riammettere alle negoziazioni il titolo Mps solo una volta che, a seguito dell'approvazione del piano industriale, sarà ripristinato un contesto informativo adeguato.

4. Le disposizioni del "decreto salva banche"

Il decreto-legge è volto a consentire al Ministero dell'economia e delle finanze, nel rispetto delle regole europee in materia di aiuti di Stato, l'erogazione di un sostegno finanziario pubblico alle banche italiane che abbiano esigenza di rafforzare il proprio patrimonio.

Al riguardo, è possibile formulare alcune osservazioni.

Con riguardo alle modalità di determinazione del valore delle nuove azioni che saranno sottoscritte dal Mef (ovvero da riconoscere agli obbligazionisti subordinati in relazione alla conversione "forzosa" in azioni), il decreto prevede che, se la banca non è quotata, l'emittente trasmetta al Mef e alla Banca d'Italia l'indicazione del valore delle azioni sulla base di una valutazione predisposta da un soggetto indipendente. Se, invece, la banca è quotata, il valore delle azioni viene determinato sulla base della media dei prezzi di chiusura delle azioni ordinarie dell'emittente nelle trenta sedute di borsa antecedenti la data che verrà indicata dal Mef nel decreto che stabilisce l'applicazione delle misure di ripartizione degli oneri.

A ben guardare, l'utilizzo per gli emittenti quotati del solo prezzo di quotazione potrebbe non consentire una corretta stima del valore economico e patrimoniale. L'andamento delle quotazioni nel periodo ipotizzato potrebbe, infatti, essere influenzato da fattori di natura speculativa, amplificati dalla volatilità del titolo,

alimentata da aspettative non sempre razionali e coerenti con le informazioni disponibili al mercato.

Sarebbe preferibile adottare una formulazione che tenga conto di quanto previsto dall'art. 2441, comma 6, del codice civile sia per le banche non quotate sia, in generale, per le società con azioni quotate in borsa.

La formulazione dell'art. 18, comma 4, del decreto-legge in esame potrebbe essere modificata con riferimento alle banche quotate, prevedendo che la determinazione del valore delle azioni sia effettuata attraverso una valutazione, eventualmente predisposta da un esperto indipendente, in base al valore del patrimonio netto, tenuto anche conto dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre.

Con riferimento alla previsione del decreto-legge che consente alle banche interessate dalle misure di ricapitalizzazione precauzionale di dare corso a proposte di transazione rivolte agli investitori *retail,* merita osservare che la disposizione si pone in un'ottica di prevenzione delle liti a tutela della stessa stabilità patrimoniale dell'intermediario.

L'incertezza sulla possibilità di contenziosi e sul relativo ammontare potrebbe esporre, infatti, la banca a rischi operativi rilevanti, suscettibili di significativi riflessi sul piano economico e minare conseguentemente il processo di risanamento. Le disposizioni del decreto-legge in esame hanno, del resto, valenza di carattere generale, non esprimendo alcuna concreta valutazione in ordine ai comportamenti tenuti dalle banche interessate nella distribuzione dei titoli oggetto di conversione obbligatoria.

Con riferimento agli obbligazionisti subordinati i cui titoli vengono convertiti in azioni per effetto del *burden sharing*, il decreto prevede un meccanismo di compensazione nell'ambito di procedure di transazione. Le procedure contemplano la conversione di tali azioni in obbligazioni ordinarie.

Nel caso specifico di Mps, il decreto prevede che, ad esito di queste procedure, gli obbligazionisti subordinati possano ottenere obbligazioni ordinarie per un controvalore pari al valore nominale, ad eccezione di alcune emissioni, per le quali è previsto un rimborso al 75 per cento (e, in un solo caso, al 18 per cento).

Per evitare di premiare investitori che hanno operato con ottiche meramente speculative e per contenere, allo stesso tempo, gli oneri per le finanze pubbliche si potrebbe prevedere l'attribuzione di obbligazioni ordinarie per un controvalore non superiore all'effettivo prezzo di acquisto delle obbligazioni subordinate.

Inoltre dovrebbe essere chiarito nel decreto-legge, che possono partecipare alla transazione tutti gli investitori *retail* comunque in possesso di obbligazioni subordinate Mps, anche se tali titoli sono stati sottoscritti o sono in deposito con intermediari diversi da Mps. Ciò al fine di allargare la platea dei risparmiatori tutelabili e di evitare possibili contenziosi.

Da ultimo si rileva che il pacchetto di misure contenute nel decreto-legge in esame potrebbe trovare un suo naturale completamento nella parallela approvazione di interventi legislativi - già oggi in discussione nei due rami del Parlamento - che favoriscano l'implementazione di una strategia nazionale sull'educazione finanziaria.

La Consob si è da tempo mossa, anche insieme ad altre Autorità di settore, per sensibilizzare le istituzioni pubbliche sulla necessità di unire forze, intenti e competenze al fine di fornire strumenti operativi e momenti di interazione utili ai cittadini per un migliore apprendimento e una maggiore consapevolezza in ambito finanziario.