La trasparenza esige gli scenari probabilistici, a tutela del risparmiatore.

«Se le obbligazioni subordinate fossero state ricomprese tra i prodotti complessi e se vi fosse stato l'obbligo di collocarle assistite dagli scenari probabilistici – esattamente l'opposto di ciò che ha fatto CONSOB - prodotti con questo grado di rischio così elevato, non avrebbero potuto essere venduti ai risparmiatori retail.»

Dott. Nicola Benini
Prof.ssa Rita D'Ecclesia

Dott. Nicola Benini

Secondo la Direttiva MIFID le Banche, nel collocare i "prodotti complessi" ne devono classificare la rischiosità (ad esempio "alta", "media" e "bassa"). Per i prodotti "semplici" opera la presunzione (fino a prova contraria) che essi siano a rischio basso *(1)*.

CONSOB, **il 2 marzo del 2009**, (n. 9019104) ha emanato una Comunicazione in cui fissava delle regole di condotta che il distributore deve seguire all'atto di vendere i "*prodotti finanziari illiquidi*" *(2)*.

In altri termini Consob bypassava il tema semplici/complessi e affrontava il tema dei prodotti illiquidi e non quotati. Per la vigilanza se il prodotto è illiquido, l'intermediario deve fornire al cliente anche le risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi, mediante simulazioni effettuate secondo metodologie oggettive, conosciute come "***scenari probabilistici di rendimento***" *(3)*.

Solo dopo pochi mesi, il **5 agosto 2009**, validando l'interpretazione della Comunicazione del 2 marzo 2009 suggerita dall'Abi, la Consob decide che le obbligazioni subordinate devono essere esonerate dall'applicazione degli scenari probabilistici e sono da considerarsi presuntivamente prodotti semplici *(4)*.

Nei due anni che seguono **2010-2011** la Consob (Cardia) comunque fa inserire in diversi casi di prodotti subordinati gli scenari probabilistici (ci sono molti

esempi), peraltro facendo fare una scheda prodotto di 2 pagine, in cui le informazioni chiave erano in bella evidenza. La presenza di questa informazione condiziona i sistemi che le banche adottano per classificare i rischi.

Dal 2011, appena divenuto Presidente, Vegas fa contenta l'industria finanziaria: via definitivamente gli scenari probabilistici, cioè le probabilità di perdere o guadagnare ed in quale entità ovvero di rientrare nel proprio investimento. **Questa decisione unitamente a quella già presa nel 2009 di classificare i subordinati come semplici, apre il collocamento al grande pubblico di questi prodotti assai rischiosi.**

Non a caso, a partire dal **2011**, le Banche italiane, che hanno forti necessità di ricapitalizzarsi, danno forte impulso al collocamento di obbligazioni subordinate, raccogliendo agli sportelli circa **60** Miliardi, larga parte sul mercato "retail" non in grado di prezzare correttamente tali obbligazioni in rapporto al rischio ("misprcing"). In altre parole tali obbligazioni collocate al prezzo 100 avevano, in sottoscrizione, un "fair value" assai inferiore (92, 93...). Ci sono situazioni paradossali di bond subordinati, che all'epoca rendevano quanto un BTP o appena di più e quindi non tenevano in conto del maggiore premio al rischio. E' un vero e proprio "mis-selling," perché certamente gli operatori professionali e informati chiedevano tassi molto più elevati, ben consapevoli dei maggiori rischi di credito, liquidità, operazionali ed anche valutativi.

Dall' **agosto 2013** i bond subordinati in base alle regole UE non sono più patrimonio ma capitale di rischio e pertanto scatterebbe l'obbligo di informare gli investitori che vi è un rischio teorico di perdita fino a tutto il capitale. Non solo gli investitori andavano informati, ma anche sarebbe stato del tutto opportuno bloccarne la vendita a soggetti profilati come investitori "retail".

Il **22 dicembre 2014**, la Consob pubblica una *"Comunicazione sulla distribuzione dei prodotti finanziari complessi alla clientela retail"*, dove rafforza il rifiuto della metodologia degli scenari probabilistici e "*sconsiglia esplicitamente gli intermediari di offrire alla clientela retail i prodotti finanziari complessi indicati in un apposito elenco*" dal quale, guarda caso, mancano proprio le obbligazioni subordinate.

Questo anche se l'ESMA ritiene invece che le obbligazioni subordinate vadano incluse tra i prodotti finanziari complessi.

Un esempio di cosa avrebbero detto gli scenari per un'obbligazione subordinata di Banca Popolare dell'Etruria con scadenza a 10 anni:

Scenario: Il rendimento dell'obbligazione è **negativo**
Probabilità dello scenario: 62,73%
Capitale a scadenza su 100 euro investiti: 54 euro

Scenario: Il rendimento dell'obbligazione è **neutrale**
Probabilità dello scenario: 36,03%
Capitale a scadenza su 100 euro investiti: 113 euro

Scenario: Il rendimento dell'obbligazione è **positivo**
Probabilità dello scenario: 1,24%
Capitale a scadenza su 100 euro investiti: 171 euro

In pratica, l'investitore, prima di comprarsi questa obbligazione, avrebbe saputo che c'era oltre il 60% di probabilità di perdere circa la metà dei propri soldi, che nel 36% del casi poteva ottenere un rendimento annuo positivo ma risibile (113 euro dopo 10 anni di investimento rischioso) e meno del 2% di probabilità di avere un rendimento decente. Una vera e propria scommessa a rischio molto alto. Difficilmente qualcuno lo avrebbe comprato.

Se le obbligazioni subordinate fossero state ricomprese tra i prodotti complessi e se vi fosse stato l'obbligo di collocarle assistite dagli scenari probabilistici – esattamente l'opposto di ciò che ha fatto CONSOB - prodotti con questo grado di rischio così elevato, non avrebbero potuto essere venduti ai risparmiatori retail.

La relazione annuale per il **2015** della CONSOB (ovvero l'Authority che dovrebbe vigilare sulla tutela dei risparmi) tenuta, come da tradizione dal Presidente Giuseppe Vegas, non ha soddisfatto coloro che si attendevano risposte e soluzioni concrete, dopo i recenti gravi casi di patologia finanziaria che hanno visto coinvolti decine di migliaia di risparmiatori.

Se, secondo Vegas, da un lato i prospetti dei bond subordinati fornivano massima evidenza di tutti i fattori di rischio di quei prodotti, la protezione non avrebbe funzionato (con un chiarimento fornito tuttavia il giorno successivo **10 maggio** a mezzo Comunicato Stampa), perché le informazioni contenute nei prospetti potrebbero "non essere state correttamente trasferite dalle banche alla clientela". In tal senso l'Authority avrebbe avviato accertamenti sulla condotta degli intermediari.

Peccato che Consob decise di intervenire con una Comunicazione del **24 novembre 2015** già trascorsi **2 giorni** dal provvedimento che già aveva azzerato i titoli, per chiedere agli emittenti di mettere nei prospetti dei bond in collocamento informazioni sulla disciplina del "bail-in".

Una prima domanda sorge spontanea: per quale motivo la Consob **non** si è mossa a **giugno 2014** ovvero quando la direttiva BRDD sul "*bail-in*" è stata pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea? Per inciso la Comunicazione della Commissione Europea sul settore bancario risale addirittura al **1° agosto 2013.**

Inoltre, come da copione perché ormai è una classica "way out", sono stati tirati in ballo i "limiti" della disciplina comunitaria in materia di prospetti. Eppure il prospetto del legislatore "comunitario" è quello definito dalle Authority dei vari Paesi Europei, quindi anche la Consob italiana. Il proporre ora ben tre consultazioni sul tema appare francamente tardivo, quanto piuttosto una mossa di immagine per dimostrare un attivismo, che potrebbe essere gradito ai soggetti che tuttavia non conoscono la storia precedente.

Come noto nei prospetti attuali già ci sono ampie sezioni sui fattori di rischio finanziario. Vero è che i prospetti sono una sorta di "testo unico dei rischi finanziari" che si somigliano e dove si trovano lunghi e complicati elenchi che fanno riferimento alla genericità degli strumenti finanziari, mentre poco si dice del rischio specifico relativo alla singola controparte e singola emissione. Ma questo limite è noto ed è stato segnalato/criticato da anni.

Che poi Consob abbia fatto inserire l'avvertenza che *"l'investitore avrebbe potuto perdere l'intero capitale investi-*

to", non solo è priva di pregio tecnico, ma non offre all'investitore alcuna indicazione sulle reali possibilità connesse ad un evento così catastrofico per le sue finanze e quindi rimane priva di deterrente. Un po' come "il fumo nuoce gravemente alla salute": non impedisce la vendita delle sigarette.

Nel secondo documento messo in consultazione dalla Consob si raccomanda di fornire agli investitori delle informazioni-chiave sul prodotto mediante "scheda-prodotto", "da consegnare alla clientela prima della conclusione dell'operazione di acquisto, con acquisizione dell'attestazione di avvenuta consegna".

Anche questa non è una novità.

CONSOB non ricorda che con una propria Comunicazione **(n. 9019104 del 2 marzo 2009)** aveva raccomandato agli intermediari-distributori di utilizzare una "scheda-prodotto", per rendere trasparenti i rischi e i rendimenti potenziali dei prodotti illiquidi, categoria che include le obbligazioni subordinate, che sono state vendute dalle 4 banche salvate lo scorso novembre.

Quella Comunicazione, pietra miliare della trasparenza che poneva l'Italia all'avanguardia in Europa (una volta tanto!), non piaceva alle banche, non piaceva all'ABI e i fatti hanno poi rapidamente dimostrato non piacesse neanche a Vegas. Infatti al paragrafo 1.5 raccomandava l'inserimento nella "scheda-prodotto" degli "scenari probabilistici", cioè di una tabellina che illustra i rischi del prodotto dicendo con quale probabilità e di quanto quell'investimento può farti guadagnare soldi o farteli perdere.

Dal suo arrivo in Consob nel **2011,** il neo-Presidente Vegas ha omesso di vigilare sulla presenza degli scenari di probabilità nelle schede-prodotto dei prodotti illiquidi, comprese le obbligazioni subordinate di Banca Marche, Banca Etruria, CariChieti e CariFerrara.

Una ritrosia la cui spiegazione è molto semplice: un investitore, leggendo questi prospetti, capirebbe facilmente quali sono i rischi del prodotto finanziario che sta acquistando: infatti avrebbe una informazione essenziale, peraltro già nota alla sua controparte, ovvero quali sono le probabilità di guadagnare o perdere. Insomma capirebbe rapidamente come stanno le cose, senza bisogno di «avvertenze» diluite in centinaia di pagine. Con Vegas, successore di Cardia, non solo gli scenari di probabilità sono scomparsi, ma anche la scheda-prodotto è stata pensionata: per le obbligazioni emesse dalle 4 banche salvate a novembre 2015 non se ne trova una.

Prof.ssa Rita D'Ecclesia

Preoccupa osservare che nel documento attualmente in consultazione sulle informazioni-chiave da rendere agli investitori tramite la scheda-prodotto, **non** c'è riferimento agli scenari di probabilità. E' così "sconveniente" affermare a chiare lettere che è necessaria una tabellina con le probabilità? Il **10 maggio** il Sole24Ore ha piazzato in prima pagina un pezzo intitolato "*Il «bugiardino» trasparente per informare chi investe*" e nella grafica di pagina 1 e pagina 7 ha messo anche gli scenari di probabilità, indicando quale fonte la Consob. Non è però quello che si legge nel documento di consultazione.

5 giugno 2016 denuncia di Milena Gabanelli a Report dove si mostra la lettera datata 3 maggio 2011,nella quale si legge: "***a prescindere da qualsiasi valutazione in merito all'opportunità, gli uffici (della Consob stessa ndr) inviteranno gli emittenti a non inserire le informazioni sugli scenari di probabilità nel prospetto e ne richiederanno le eliminazioni, nel caso in cui il prospetto dovesse comunque riportare per una autonoma iniziativa del proponente***" firmato -Caudio Salini divisione Emittenti Consob

A seguito delle prove mostrate in TV il vice ministro Zanetti e il ministro Calenda chiedono le dimissioni.

Siamo quindi ai giorni nostri e la strada verso una efficace trasparenza sui rischi dei prodotti finanziari rimane ancora molto in salita.

Dott. Nicola Benini
Prof.ssa Rita D'Ecclesia

(1) Non entriamo perora nel merito a) della scarsa o nulla efficacia di profilare il rischio in via astratta e soggettiva anziché oggettiva e quantitativa b) il grave errore di associare la semplicità a basso rischio, equazione inesistente in finanza.

(2) Consob aveva raccomandato agli intermediari-distributori di utilizzare una "scheda-prodotto" per rendere trasparenti i rischi e i rendimenti potenziali dei prodotti illiquidi, categoria che include le obbligazioni subordinate che sono state vendute dalle 4 banche salvate lo scorso novembre. In altri termini Consob bypassava il tema semplici/complessi e affrontava il tema dei prodotti illiquidi e non quotati. Per la vigilanza se il prodotto è illiquido l'intermediario deve fornire al cliente anche le risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi mediante simulazioni effettuate secondo metodologie oggettive, conosciute come "scenari probabilistici di rendimento".

(3) I bond bancari erano frequentemente poco liquidi o addirittura illiquidi (a causa delle piccole emissioni degli istituti minori ma non solo) e quindi rientravano nella raccomandazione. In ogni caso le metodologie probabilistiche permettono di stimare il "fair value" in sottoscrizione (con relativo differenziale rispetto al prezzo di collocamento ovvero il c.d. "costo implicito) e la distribuzione delle probabilità dei risultati attesi, ovvero associando risultati a probabilità. Questa modalità (utilizzata dagli stessi intermediari) consente un concreto e apprezzabile diagnostica dei rischi attesi e della modalità in cui questo si può manifestare.

(4) I consulenti indipendenti tramite le loro associazioni ben conoscendo gli strumenti si erano inutilmente opposti partecipando alla lunga e conflittuale consultazione pubblica che aveva preceduto questa comunicazione CONSOB. Da una parte indipendenti, associazioni dei consumatori e investitori a favore della massima trasparenza sui rischi, dall'altra la lobby bancaria a cercare di "semplificare" e depotenziare per favorire l'agevole collocamento dei propri prodotti.