

Dir. Resp.: Roberto Napolitano

## Alla luce del Sole

di Luigi Zingales

# Le responsabilità della Consob sulle obbligazioni subordinate

**242 miliardi****Obbligazioni (fonte Consob)**

Al 30-06-2015 le obbligazioni emesse da banche italiane e detenute dalla clientela retail

**Q**uali sono le responsabilità di un'agenzia per la difesa del risparmio? Sono solo formali (un prospetto, una lista di potenziali rischi, l'esistenza di un modulo informativo) o anche sostanziali (il prospetto deve essere esaustivo, le informazioni veritiere, i clienti propriamente informati)? Queste domande sorgono spontanee dopo la crisi dei subordinati bancari venduti alla clientela al dettaglio.

A leggere il Discorso che Vegas ha pronunciato nell'annuale incontro con il mercato, la nostra autorità di vigilanza ha fatto tutto il suo dovere. "I prospetti e i supplementi informativi che accompagnavano le emissioni delle obbligazioni subordinate delle quattro banche erano stati redatti nel rispetto delle regole di trasparenza previste dalle norme sul prospetto informativo" recita il Discorso e aggiunge che "i prospetti in questione hanno dato massima evidenza a tutti i fattori di rischio connessi alla complessità degli strumenti e alla situazione in cui versavano le banche". Insomma se i pensionati dell'Etruria hanno perso i soldi - secondo il presidente della Consob - è colpa loro.

Nessun sistema di vigilanza, per quanto efficace, può ridurre a zero il rischio di frode. Non è quindi colpa della Consob se un funzionario privo di scrupolo ha rifilato dei subordinati a pensionati ignari. Spetta alla

magistratura individuare e punire questi comportamenti devianti. Il compito di un'autorità di vigilanza è di creare le condizioni affinché questo rischio diventi l'eccezione e non la norma. Su questa base è giustificata l'autoassoluzione di Vegas?

Nello stesso Discorso si legge che l'articolo 21 del Testo unico della finanza prevede che l'intermediario finanziario debba «servire al meglio l'interesse dei clienti». Per capire come la Consob abbia vigilato affinché questo avvenga basta leggere un Quaderno di finanza pubblicato dallo stesso ufficio studi della Consob nel 2010, da cui si evince che dei 288 miliardi di obbligazioni bancarie vendute alla clientela tra il luglio 2007 e il giugno 2009, 7% sono titoli subordinati, 10% strutturati, e 12% comprendono varie opzioni. Quindi più di un quarto del totale sono prodotti che non hanno alcun motivo di essere venduti alla clientela retail.

Che cosa ha fatto la Consob in materia? Ha smesso di pubblicare ricerche sull'argomento. Non c'è una versione aggiornata dello studio del 2010, ma solo alcuni dati presentati da Vegas al Senato solo un mese fa, da cui risulta che l'ammontare di subordinati nelle mani della clientela retail è aumentato del 57% il 2009 al 2015. La difesa contenuta nel Discorso è che si tratta di "titoli sottoscritti in larga parte in un contesto di mercato completamente diverso da quello attuale". Il Discorso aggiunge che "solo il 30 luglio 2013 la Commissione europea evidenziava per la prima volta la volontà di applicare il «burden sharing» che impone di ridurre il valore delle azioni e delle obbligazioni subordinate prima di

dar corso ad aiuti di Stato alle banche in crisi". A parte il fatto che l'ultima emissione destinata ai clienti al dettaglio di Banca Etruria è avvenuta nell'ottobre 2013 e quindi dopo quest'annuncio, è per lo meno ingenuo da parte del presidente Vegas ritenere che i subordinati bancari fossero adatti alla clientela retail prima di quella data. La funzione dei subordinati è proprio quella di assorbire le perdite di una banca sull'orlo del fallimento. Perché mai una banca dovrebbe emettere dei subordinati, pagando un rendimento più elevato, se questo rischio non esiste? Qualsiasi studente del primo anno di finanza sa che non esiste extra rendimento senza extra rischio.

Comunque non spiega il caso dei prodotti strutturati. Perché la Consob è intervenuta solo nel dicembre 2014 con una raccomandazione "agli intermediari di astenersi dal distribuire alla clientela retail alcune tipologie di prodotti complessi". Troppo tardi e troppo poco.

In un Paese normale il presidente di un'autorità di vigilanza che fallisce la sua missione si dimette. In Italia - dove non si dimette quasi nessuno - ci aspetteremmo almeno un mea culpa. Da Vegas non abbiamo ottenuto neppure questo.

© RIPRODUZIONE RISERVATA