

# Tu rischi io taccio

*Nel 2009 la Consob aveva reso obbligatorio rivelare le probabilità di perdita ai clienti. Poi ci ha ripensato. Facendo così il gioco dei banchieri*

di **Luca Piana**

**E** HI TU, CLIENTE DI BANCA MARCHE, vuoi davvero perdere metà dei tuoi quattrini? Lo sai che la probabilità che accada è superiore al 35 per cento per cento? E tu, cliente della Popolare dell'Etruria, credi di essere messo meglio? Non è così, anzi, per te la situazione è ancora più grave. Perché è probabile che se compri quel bond tu perda persino di più. Ebbene sì, possiamo essere molto precisi: nel 47,73 per cento dei casi investendo 100 euro ti ritroverai, dopo cinque anni, con 28,34 euro. Vuoi veramente correre il rischio? Ne sei sicuro sicuro, sicuro, sicuro?

Può sembrare uno scherzo eppure qualche anno fa, nel 2009, c'è stata una breve stagione in cui la Consob aveva iniziato a scrivere avvertenze di questo genere nei prospetti informativi che accompagnavano la vendita delle obbligazioni. Chiaramente il tono era professionale, molto diverso da questo. Il succo però era identico. C'è un caso che ha fatto scuola, anche se non è stato l'unico. Anno 2009, la Banca Popolare di Milano era guidata da Massimo Ponzellini, un banchiere planato sulla poltrona che fu di gente del calibro di Filippo Meda e Cesare Merzagora grazie ai buoni rapporti con la Lega Nord, uno dei partiti che ora cavalcano la protesta contro il piano di salvataggio del governo per Popolare Etruria, Banca Marche, CariFerrara e CariChieti.

All'epoca la Milano non stava benissimo, come emergerà con chiarezza più tardi. Lanciò un prestito obbligazionario chiamato "convertendo", e la Consob la obbligò a consegnare ai clienti interessati una "scheda prodotto" di quattro pagine. L'ultima era urticante: c'era una tabellina, molto simile a quelle pubblicate qui a destra, dove si diceva che la probabilità di rendimento negativo era mostruosa, pari al 68,5 per cento. E che in questo scenario la perdita per i clienti sarebbe stata in media superiore al 40 per cento dei soldi investiti. Chiunque avesse letto la tabella, facile da comprendere anche per un pubblico senza nozioni di finanza, ne poteva trarre una lezione sola: il "convertendo" era

roba per cuori forti, certamente non per vedove e orfani, come usano dire gli americani dei titoli più sicuri.

La cronaca racconta che la banca non seguì la raccomandazione della Consob di vendere quel titolo solo a clienti dovutamente informati dei rischi. Forse perché, se l'avesse fatto, non sarebbe riuscita a raccogliere i quattrini di cui aveva bisogno per aggiustare il bilancio. Quanti sono, infatti, i risparmiatori pronti a rischiare così tanto? La Popolare ne pagò però le conseguenze: i vertici furono sanzionati dalla Consob, subirono un'indagine giudiziaria e, alla fine, l'istituto dovette fare un accordo con le associazioni di consumatori per rimborsare i clienti. Avrebbe potuto essere un trionfo per un'istituzione che, come la Consob, ha precisamente l'obiettivo di difendere i risparmiatori. Non fu così: negli stessi mesi in cui portava avanti la battaglia con la Popolare Milano perché i rischi del suo prestito "convertendo" - ovvero rimborsabile con azioni della Popolare stessa - fossero resi noti in maniera così efficace, la commissione aveva iniziato una silenziosa marcia indietro per limitare la pubblicazione di questo genere d'informazioni solo ai prodotti più rischiosi.

Le banche avevano infatti intrapreso con successo una strate-

gia di lobby che aveva l'obiettivo, fra l'altro, di evitare che la tabella con i rischi utilizzata nel caso dell'istituto milanese venisse pubblicata per i prestiti subordinati, quelli che ora sono nell'occhio del ciclone in seguito al piano di salvataggio di Banca Etruria & C. Per qualche tempo, per le banche più piccole, la Consob continuò a imporre la pubblicazione della tabella con quelli che vengono chiamati "scenari di rendimento", che figurano nei documenti informativi dei prestiti subordinati emessi tra il 2009 e il 2010 da istituti quali la Bcc di San Marzano o la Banca del Valdarno, la Cassa di Savigliano o la Bcc di Sala di Cesenatico, considerati poco "liquidi", cioè privi di mercato, e quindi per loro natura molto rischiosi.

**ERA MEGLIO COMPRARE TITOLI NESTLÉ**

Per i prestiti subordinati delle banche più grosse, invece, l'obbligo sparisce già nel 2009. Due anni più tardi, poi, sotto la guida del nuovo presidente Giuseppe Vegas, un politico scelto da Silvio Berlusconi e da Giulio Tremonti nelle file del Pdl, la Consob completa l'inversione di marcia. E le tabelline con la rischiosità dei prestiti svaniscono.

Per i manager delle banche più inguaiate fu certamente un bel momento. Il perché lo si può facilmente intuire dai conti riportati in queste pagine, effettuati per "l'Espresso" - con lo stesso metodo utilizzato dalla Consob - da Rita D'Ecclesia, una docente di Matematica finanziaria che insegna alla Birkbeck University di Londra e alla Sapienza di Roma. I risparmiatori che hanno acquistato i prestiti delle banche salvate dal governo avrebbero forse gradito sapere che gli esperti consideravano quei titoli molto rischiosi, ben prima che la nuova normativa europea sul cosiddetto "bail in" vietasse di utilizzare fondi pubblici per rimborsare i bond subordinati, in caso di fallimento della banca ("subordinati" significa proprio che in caso di liquidazione i possessori verranno rimborsati solo dopo gli altri creditori, se mai dovesse restare qualcosa). Già al momento dell'offerta al pubblico, nel

**I calcoli nascosti ai risparmiatori**

**Nel 2009 la Consob aveva chiesto la pubblicazione nei prospetti informativi degli scenari di rendimento probabile dei bond venduti ai clienti. Poi ha fatto marcia indietro. Rita D'Ecclesia, docente di Matematica finanziaria all'Università Sapienza, ha elaborato per "l'Espresso" gli stessi scenari per tre prestiti delle banche salvate dal governo, come si potevano calcolare all'emissione. Nello scenario negativo il capitale finale è inferiore a quello investito inizialmente. In quello neutrale il capitale finale è linea con quello iniziale, rivalutato per il tempo trascorso. In quello soddisfacente è superiore. Come si vede, i titoli avevano un elevato profilo di rischio**

**BANCA ETRURIA**

prestito subordinato 2013-2018

	<b>Probabilità dello scenario</b>	<b>Capitale a scadenza su 100 euro investiti</b>
Risultato negativo	<b>47,73%</b>	<b>28,34 euro</b>
Risultato neutrale	<b>48,99%</b>	<b>118,11 euro</b>
Risultato soddisfacente	<b>3,28%</b>	<b>119,29 euro</b>

**BANCA MARCHE**

prestito subordinato 2012-2018

	<b>Probabilità dello scenario</b>	<b>Capitale a scadenza su 100 euro investiti</b>
Risultato negativo	<b>35,60%</b>	<b>50,13 euro</b>
Risultato neutrale	<b>5,60%</b>	<b>108,26 euro</b>
Risultato soddisfacente	<b>58,80%</b>	<b>124,77 euro</b>

**CARICHITI**

prestito subordinato 2012-2019

	<b>Probabilità dello scenario</b>	<b>Capitale a scadenza su 100 euro investiti</b>
Risultato negativo	<b>47,15%</b>	<b>45,39 euro</b>
Risultato neutrale	<b>33,19%</b>	<b>125,03 euro</b>
Risultato soddisfacente	<b>19,66%</b>	<b>136,09 euro</b>

**IL NODO SONO I PRESTITI SUBORDINATI. CHE FIN DALL'INIZIO NON ERANO ADATTI A CLIENTI CHE NON VOLEVANO RISCHIARE I LORO SOLDI**

**ANCORA UN ANNO FA, LA COMMISSIONE  
PRESIEDUTA DA VEGAS PUBBLICAVA UNA  
COMUNICAZIONE SUI TITOLI A RISCHIO  
SENZA CITARE I PRESTITI SUBORDINATI**

dicembre 2012, il prestito obbligazionario subordinato di Banca Marche analizzato a pagina 29 presentava una probabilità di rendimento negativo del 35,6 per cento. Per non parlare dei clienti della Popolare Etruria che qualche mese più tardi, nel 2013, si sono visti offrire un bond con una probabilità di rendimento negativo pari al 47,73 per cento. Un livello in linea con il 47,15 per cento di probabilità di perderci per chi avesse acquistato, nell'estate 2012, le obbligazioni subordinate CariChieti con scadenza 2019.

La professoressa D'Ecclesia ha provato a mettere a confronto quest'ultimo titolo con delle obbligazioni emesse lo stesso anno dal colosso alimentare Nestlé, sempre con scadenza 2019. Ebbene, per il bond del gruppo svizzero, la probabilità di avere un rendimento negativo era molto più contenuta, pari al 4,95 per cento. Mentre nel 95,05 per cento dei casi lo scenario era neutrale, con un capitale che nei sette anni previsti si sarebbe rivalutato a 111,15 euro, rispetto ai 100 di un ipotetico investimento iniziale. Certo, per chi ama il rischio, il bond di CariChieti prometteva più brividi, perché c'era una probabilità del 19,66 per cento di guadagnarci parecchio, trasformando i propri 100 euro iniziali in 136,09 euro. Ma siamo sicuri che tutti i clienti della cassa abruzzese sapessero che sotto quel profumo di bigliettoni si nascondesse un'elevata probabilità di perderci? E che la parola "obbligazioni", nel caso dei titoli subordinati di un piccolo istituto, è solo lontana parente - in termini di rischio - rispetto ai Btp del Tesoro italiano, che pure sono prestiti obbligazionari?

Attorno alla decisione della Consob di sconfessare gli scenari di rendimento introdotti nel marzo 2009, in questi anni si è svolto un dibattito confinato, purtroppo, tra gli addetti ai lavori. Nel renderli obbligatori, la commissione guidata all'epoca da Lamberto Cardia aveva superato la divisione fra prodotti semplici e complessi. E cioè fra quelli così banali da non richiedere

troppe avvertenze e quelli che invece possono presentare trappole o ombre. Se un prodotto è illiquido, era il ragionamento, è come se fosse complesso. E chi lo vende deve fornire al cliente un'analisi di scenario dei rendimenti, da effettuarsi con metodi oggettivi. Già cinque mesi più tardi, il 5 agosto 2009, la Consob accolse però l'interpretazione suggerita dall'Abi, l'associazione bancaria, sul fatto che le obbligazioni subordinate devono essere esonerate dalla pubblicazione degli "scenari probabilistici". Con l'arrivo di Vegas questo orientamento si consolida al punto che, in un successivo documento del servizio studi, la Consob si spinge a ipotizzare che i metodi di calcolo utilizzati precedentemente non siano corretti. Un'impostazione che fa a pugni con quanto sostenuto da molti studiosi e, soprattutto, con la prassi di mercato, visto che sono le stesse banche a utilizzarli per definire i prezzi dei prodotti.

**MA IL METODO DI CALCOLO È AFFIDABILE**

Spiega Rita D'Ecclesia: «Il rendimento dei titoli è quantificato considerando tutti i rischi che insistono sul prodotto, incluso il rischio di un fallimento dell'emittente. Gli scenari riportati nelle tabelle sono costruiti mediante metodi oggettivi, assumendo che, come accade se le informazioni sono pubbliche e condivise tra gli operatori, il rendimento atteso di mercato sia quello di un investimento privo di rischio». Di qui le tre ipotesi - scenario negativo, neutrale, soddisfacente - riportate nelle tabelle di pagina 29 e, un tempo, nei

**Giuseppe Vegas,  
presidente della  
Consob dal 2010**

prospetti di collocamento dei bond: «I risultati sono definiti a seconda che il capitale ottenuto a scadenza sia inferiore a quello iniziale, in linea con quello iniziale - ovviamente aggiornato per il valore del tempo trascorso - oppure superiore», dice la docente, che ritiene il metodo «uno strumento efficace per far conoscere ai risparmiatori il rischio effettivo associato a un singolo investimento».

La Consob di Vegas, però, fino all'ultimo insiste nella sua impostazione. E così, il 22 dicembre 2014, pubblica una "Comunicazione sulla distribuzione dei prodotti finanziari complessi" dove non c'è traccia della trasparenza sui rischi con gli scenari probabilistici e si sconsiglia «esplicitamente agli intermediari di offrire alla clientela retail» i prodotti più rischiosi, indicati in un apposito elenco. Dove però i prestiti subordinati, che nel frattempo le banche hanno collocato ai clienti per un valore di circa 60 miliardi, sono assenti. E quindi vendibili a tutti. ■

