



24 dicembre 2015

Giuseppe Vegas, presidente della Consob, ritiene che né lui né l'istituzione che presiede abbiano alcunché da rimproverarsi per la perdita integrale del capitale subita dai risparmiatori che hanno comprato obbligazioni subordinate delle quattro banche dissestate. «Non possiamo rimproverarci nulla», ha detto su Rai3 (*Ballarò* del 22 dicembre 2015), intervistato dal conduttore da Massimo Giannini, perché «abbiamo fatto tutto quello che potevamo fare». Tanto sui titoli subordinati di Banca Etruria, Banca Marche, Carichiati e Cariferrara, quanto più in generale sulla trasparenza dei prodotti finanziari venduti al pubblico, che la Consob è chiamata per legge a garantire.

L'intervento televisivo di Vegas è interessante soprattutto perché per la prima volta il capo della Consob conferma e riassume di persona quanto finora è trapelato più o meno indirettamente sulla posizione dell'autorità preposta a tutelare il risparmio.

Vale la dunque pena di esaminare una a una le argomentazioni della Consob di Vegas. E per farlo ci serviremo di una nota dell'Ansa del 17 dicembre, i cui contenuti vengono attribuiti ad "*ambienti Consob*" e che non è mai stata

smentita. Come si può agevolmente verificare, l'Ansa ha anticipato e spiegato più in dettaglio le posizioni che qualche giorno dopo Vegas ha ribadito a Ballarò.

Qui l'intervista di Vegas a Ballarò del 22 dicembre scorso. **Questa, invece, la nota Ansa del 17 dicembre 2015:**

(ANSA) – ROMA, 17 DIC – Lo strumento degli scenari probabilistici di rendimento è stato bocciato più volte in sede europea in quanto ritenuto scientificamente inaffidabile e poco efficace ai fini della tutela dei risparmiatori. Questo il richiamo che viene fatto in ambienti della Consob riguardo alle prese di posizione sugli scenari probabilistici, emerse nel dibattito pubblico degli ultimi giorni.

Lo strumento degli scenari è stato bocciato a maggioranza schiacciante dall'Esma (l'autorità europea per la regolamentazione dei mercati finanziari) e dalla Commissione Ue nel processo che ha portato alla definizione, nel 2010, del contenuto del documento sintetico (Kiid) contenente le informazioni-chiave per gli investitori retail nell'offerta dei fondi comuni d'investimento (Ucits). Gli scenari sono stati poi bocciati anche dal regolamento Ue in materia di prospetto in vigore dal 2012, che non consente ai regolatori nazionali di imporre l'inserimento di queste informazioni nei documenti d'offerta di azioni e obbligazioni.

Le valutazioni condivise in ambito Ue trovano, per altro, conferma nell'esperienza empirica di vigilanza, fatta da Consob tra il 2009 e il 2010, quando gli scenari sono stati introdotti in via sperimentale e su base facoltativa.

Sul piano normativo, fanno presente le stesse fonti, non c'è mai stato alcun obbligo di inserire gli scenari nei prospetti. Di conseguenza non c'è mai stata da parte della Consob alcuna abolizione, come erroneamente riportato in alcune ricostruzioni di stampa.

Quanto alle obbligazioni subordinate, Consob sottolinea che – contrariamente a quanto riportato – anche questo strumento finanziario rientra nell'ambito di applicazione di una recente Comunicazione, con la quale l'autorità italiana ha ribadito l'obbligo di evitare la distribuzione di prodotti non adatti ai clienti ed ha dissuaso gli intermediari dal collocare presso la clientela retail le obbligazioni subordinate.

È davvero così? Vediamo le singole affermazioni della Consob e del suo presidente una per una.

1. «Nel 2012 il Parlamento europeo... ha escluso che si potesse richiedere questo tipo di strumento, e quindi non si poteva richiederlo a nessuno» (a

Ballarò).

«Lo strumento degli scenari probabilistici di rendimento è stato bocciato più volte in sede europea in quanto ritenuto scientificamente inaffidabile e poco efficace ai fini della tutela dei risparmiatori. Questo il richiamo che viene fatto in ambienti della Consob riguardo alle prese di posizione sugli scenari probabilistici, emerse nel dibattito pubblico degli ultimi giorni» (all'Ansa).

In realtà, oltre 100 tra professori universitari, professionisti dei mercati finanziari e giuristi di tutto il mondo, sindacati e associazioni di consumatori, riuniti nel *Movement for Risk Transparency*, ritiene affidabili gli scenari probabilistici [e lo ha sostenuto in diverse consultazioni pubbliche](#). Tale approccio è spiegato in dettaglio nel [Quaderno di finanza Consob n. 63 \(Aprile 2009\)](#), elaborato dall'Ufficio analisi quantitative della stessa Consob: si tratta, peraltro, dell'unica ricerca prodotta da uffici e/o funzionari della della Consob che non riporta la consueta avvertenza secondo cui i contenuti sono strettamente personali e non rappresentano necessariamente l'opinione dell'istituzione.

Sempre sull'asserita "inaffidabilità scientifica" vanno notato i seguenti fatti.

- In Portogallo gli scenari probabilistici di rendimento sono previsti dalla regolamentazione emanata dalla locale autorità dei mercati (CMVM), come si può leggere [qui](#).
- In Gran Bretagna i suddetti scenari sono così "inaffidabili" che la *Financial Conduct Authority* (FCA) – cioè la Consob britannica – li usa per identificare i prodotti tossici di cui vietare la vendita al risparmiatore. Le prove? Si possono per esempio vedere [qui](#) un documento sulle politiche di vigilanza della FCA sui prodotti strutturati e [qui](#) i provvedimenti sanzionatori contro due operatori di una certa rilevanza
- Infine, l'industria finanziaria anglosassone, che certo non si fa insegnare come calcolare i rischi da Vegas, li adotta regolarmente nella sua attività proprietaria [come tra l'altro si evince dalla circostanza che appaiono in maniera sistematica nelle riviste di settore](#).
- Gli scenari probabilistici sono ritenuti affidabili dalla giurisprudenza che, dopo la decisione apripista della [Corte di Appello di Milano, 18 settembre 2013](#), sono ormai ritenuti elemento essenziale della causa del contratto derivato a pena di nullità dello stesso

Infine, questo strumento «scientificamente inaffidabile», dovrebbe essere previsto tuttora per i prodotti finanziario-assicurativi di ramo III, come e polizze

unit e index linked, come è in Italia sulla base del [Regolamento Emittenti Consob, Allegato 1](#) (pag.44 e ss.)?

2. «Lo strumento degli scenari è stato bocciato a maggioranza schiacciante dall'Esma (l'Autorità europea per la regolamentazione dei mercati finanziari) e dalla Commissione Ue nel processo che ha portato alla definizione, nel 2010, del contenuto del documento sintetico (Kiid) contenente le informazioni-chiave per gli investitori retail nell'offerta dei fondi comuni d'investimento (Ucits). Gli scenari sono stati poi bocciati anche dal regolamento Ue in materia di prospetto in vigore dal 2012, che non consente ai regolatori nazionali di imporre l'inserimento di queste informazioni nei documenti d'offerta di azioni e obbligazioni».

È vero che nella regolamentazione comunitaria non è passata finora, a causa dell'opposizione dell'industria finanziaria, la proposta di inserire gli scenari probabilistici fra le informazioni chiave nel documento sintetico per l'offerta di fondi. Ma se da un lato non sono previsti come obbligatori, dall'altro non sono neanche vietati. Se così fosse non potrebbero allo stato essere previsti – proprio dalla regolamentazione emanata dalla Consob – per i prodotti finanziario-assicurativi di ramo III, come per esempio le polizze unit e index linked (v. [Regolamento emittenti Consob, Allegato 1](#), pag.44 e ss.).

A proposito del documento sintetico (Kiid) dei fondi, va rilevato che nel processo di consultazione preliminare alla definizione di tale documento informativo è stato fatto un sondaggio presso i consumatori da cui [è emersa una netta preferenza per la rappresentazione dei rischi attraverso gli scenari di probabilità](#) anziché approcci alternativi.

Sempre con riguardo all'asserita bocciatura degli scenari di probabilità in sede Europea sarebbe peraltro interessante sapere cosa effettivamente è stato bocciato. Gli scenari di probabilità a fini di vigilanza e trasparenza sui rischi dei prodotti finanziari sono stati elaborati e implementati per la prima volta dall'[Ufficio Analisi Quantitative della Consob](#). Sarebbe interessante sapere da Vegas se la Consob abbia mai presentato in sede comunitaria gli scenari probabilistici e se abbia mai preso parte ai tavoli di lavoro comunitari in materia.

Nella dottrina giuridica [sono diversi gli esperti della materia che sottolineano come gli scenari non siano affatto incompatibili con la disciplina europea](#) che in sostanza si pone come limite minimo e non certo come limite massimo di trasparenza sui rischi dei prodotti.

3. «Le valutazioni condivise in ambito Ue trovano, peraltro, conferma nell'esperienza empirica di vigilanza, fatta da Consob tra il 2009 e il 2010, quando gli scenari sono stati introdotti in via sperimentale e su base facoltativa» (all'Ansa).

L'esperienza empirica della Consob mostra semmai l'opposto. È il caso del [prestito convertendo della Bpm \(2009\)](#) tramutatosi in un "bagno di sangue" per i risparmiatori. Nel 2009, per vendere il titolo la Bpm ha dovuto omettere di consegnare ai risparmiatori l'informativa sugli scenari probabilistici o rivedere al rialzo il profilo di rischio dei clienti per renderlo compatibile con l'elevata rischiosità del Convertendo (oltre il 68% di probabilità di avere indietro 59 euro su 100 investiti). Questa circostanza è tra l'altro documentata nell'ambito di un [provvedimento ingiuntivo della stessa Consob verso la Bpm](#).

Alcune schede prodotto di obbligazioni subordinate emesse nel periodo 2009-2010 ([si veda per esempio il prestito della Bcc Valdarno](#)) cioè prima che gli scenari probabilistici venissero eliminati dall'informativa per il risparmiatore, indicavano elevate (circa il 27%) probabilità di perdere oltre il 50% del capitale investito.

4. «Sul piano normativo, fanno presente le stesse fonti, non c'è mai stato alcun obbligo di inserire gli scenari nei prospetti. Di conseguenza non c'è mai stata da parte della Consob alcuna abolizione, come erroneamente riportato in alcune ricostruzioni di stampa» (all'Ansa).

«Questa formula magica, questo meccanismo era stato ammesso come facoltativo nel 2009 e poi modificato nel 2010, un anno prima rispetto a quando sono arrivato io» (a Ballarò).

Come tutte le autorità di vigilanza, la Consob può orientare in vario modo le condotte delle banche, scegliendo come calibrare il proprio intervento nel modo più opportuno: è la cosiddetta "*moral suasion*", ovvero raccomandazioni e indicazioni informali che, quanto sono univoci e provenienti da autorità credibili, sono efficaci quanto un divieto formale. È un fatto che dal 2009 al 2011 i documenti informativi contenessero gli scenari probabilistici. Era questo il risultato di un preciso orientamento di vigilanza espresso dalla Consob con la [Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009](#) (prodotti illiquidi): «È utile – si legge nel paragrafo 1.5 della Comunicazione – che l'intermediario produca al cliente anche le risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi

mediante simulazioni effettuate secondo metodologie oggettive (ossia rispettose del principio di neutralità al rischio)».

A luglio 2009 si cerca di completare il progetto regolamentare di inserire gli scenari probabilistici nella documentazione che può essere consegnata ai risparmiatori all'atto della vendita di un prodotto finanziario. Si mette infatti in [consultazione una bozza di comunicazione in cui la Consob offre la facoltà di inserire gli scenari nel prospetto adempiendo così anche agli obblighi della direttiva Mifid](#). In questa maniera si incentivava l'industria bancaria a fare trasparenza sugli scenari probabilistici che, come noto, le banche elaborano a fini interni, accorpendo due adempimenti regolamentari, quelli della direttiva Prospetto e della Mifid. Si raggiungeva peraltro il risultato di far fare gli scenari su tutti i prodotti offerti dalle banche superando la limitazione ai prodotti illiquidi sino a quel momento vigente. Ma le banche si oppongono, e la comunicazione del luglio 2009 rimarrà in bozza, anche se per qualche tempo gli scenari continuano a comparire nei prospetti di obbligazioni subordinate emesse dalle banche più piccole.

[Il 7 agosto 2009, invece, la Consob dà il suo placet \("validazione"\) delle linee guida predisposte dall'ABI](#) per le banche nelle quali alcune tipologie di titoli obbligazionari, tra cui quelli subordinati, vengono classificate come *non complesse*. In questo modo la Comunicazione di marzo 2009 che prevedeva gli scenari probabilistici viene di fatto azzoppata.

La scomparsa definitiva delle informazioni sulle probabilità da tutti i prospetti di obbligazioni coincide con l'avvio della Presidenza Vegas a fine 2010. Non a caso, proprio nell'aprile 2011, nell'ambito di un tavolo di lavoro con la Consob riguardante la raccolta bancaria tramite obbligazioni, l'ABI presenta una proposta sulle cosiddette "obbligazioni da banco" per iper-semplificare l'informativa data agli investitori e, quindi, di fatto eliminare definitivamente dai prospetti gli scenari di probabilità.

Nel luglio 2011 la Consob mette quindi in consultazione [una bozza di comunicazione sulla «raccolta bancaria a mezzo di obbligazioni»](#), funzionale a ratificare le richieste della lobby bancaria. Ma la forte reazione delle associazioni dei consumatori è violenta così come della stampa e del mondo accademico finisce per fare arenare la comunicazione in bozza. Il segnale però è chiaro, e gli scenari probabilistici scompaiono dalla documentazione per gli investitori, mentre Vegas non perde occasione per ribadire l'erroneità e l'inadeguatezza

degli scenari probabilistici, anche in sede di audizione parlamentare, e di manifestare il suo disprezzo, come ha fatto a *Ballarò*, chiamando – su suggerimento del conduttore Giannini – gli scenari probabilistici come una “formula magica”.

Questa strategia distruttiva su più fronti culmina con l’emanazione di una [Comunicazione sui prodotti complessi nel dicembre 2014](#) nella quale si sconsiglia alle banche di vendere ai piccoli risparmiatori i prodotti specificamente riportati in un elenco in quanto considerati dalla Consob ad “elevata complessità”. Si tratta di titoli di tipo *credit-linked*, prodotti cartolarizzati, prodotti che possono prevedere la conversione in azioni, alcune tipologie di derivati e un’ultima categoria residuale di prodotti strutturati. Complessità a parte, questi prodotti hanno in comune una cosa: la loro marginalità rispetto alla raccolta bancario. E va comunque notato che, ancora una volta, nella *black list* mancano le obbligazioni subordinate.

Resta un dubbio: com’è che la Consob può sconsigliare addirittura la vendita di prodotti e non può invece raccomandare di inserire informazioni che assicurino trasparenza e una precisa comprensione dei rischi, secondo un metodo (la probabilità) comprensibile alla stragrande maggioranza delle persone.

5. «Quanto alle obbligazioni subordinate, Consob sottolinea che – contrariamente a quanto riportato – anche questo strumento finanziario rientra nell’ambito di applicazione di una recente Comunicazione, con la quale l’autorità italiana ha ribadito l’obbligo di evitare la distribuzione di prodotti non adatti ai clienti ed ha dissuaso gli intermediari dal collocare presso la clientela retail le obbligazioni subordinate» (all’Ansa).

[La comunicazione sui prodotti complessi del dicembre 2014](#) non contiene alcun riferimento alle obbligazioni subordinate. Nel giugno 2015, la stessa Consob ha confermato in un proprio [documento di chiarimenti](#) dicendo che la circostanza della subordinazione non implica di per sé l’inclusione dei subordinati nella lista dei prodotti sconsigliati della Comunicazione del dicembre 2014. Questo contrasta con l’indicazione dell’Esmā, l’autorità europea dei mercati finanziari, che nel febbraio 2014 aveva sancito, attraverso una propria [opinion](#), che le obbligazioni subordinate sono prodotti “complessi”. La beffa è sentire in questi giorni Vegas che chiede il potere di vietare la vendita di prodotti subordinati, che lui stesso nel 2014 decise di non includere fra quelli complessi. Al punto in cui siamo, se le obbligazioni subordinate non saranno più vendute allo sportello è

perché i risparmiatori avranno imparato a proprio spese che la tutela loro assicurata dalla Costituzione è rimasta lettera morta.