

gli **STATIGENERALI**

BOND E SCENARI PROBABILISTICI: CHE SUCCEDA SE LA CASSAZIONE DÀ TORTO A VEGAS



MARCO ROSSI

6 agosto 2016

Senza rischio non esisterebbe la moderna finanza: “la finanza è rischio”. Questa banale considerazione nasconde però un’insidia, ovvero sia trovare l’accordo su cosa significhi la parola rischio. Tutti vi fanno costante riferimento senza però aver chiaro quale sia il contenuto di questo neologismo coniato in Italia nel XII-XIII secolo (dall’arabo *rizq*).

Possiamo essere assertivi affermando preliminarmente che il concetto di rischio finanziario ha a che fare con probabilità e con magnitudo di eventi finanziari (ovverosia guadagni o perdite monetarie). Se non si parla di “probabilità ed eventi monetari” non si sta facendo riferimento al rischio ma ad altro. Questa condivisibile constatazione è alla base della diatriba tra sostenitori dell’approccio *risk based* alla finanza (scenari probabilistici) e i fautori dei cosiddetti approcci

deterministici (*what if scenarios*). Per trasparenza, premetto che io sostengo con forza l'essenzialità strutturale – e non solo informativa – degli scenari.

Cosa sono gli scenari probabilistici

Si tratta di una semplice tabella in cui viene indicato il rischio dell'investimento, ovverosia le probabilità che esso possa produrre perdite o guadagni, con la contestuale indicazione di quante perdite o guadagni (mediani) si potrebbero avere. Gli scenari, in altre parole, informano sul profilo rischio/rendimento (*risk-reward profile*) di un investimento. Questo non è altro che il concetto di rischio. Se gli scenari fossero stati comunicati agli acquirenti delle obbligazioni delle banche "salvate" avrebbero indicato, per esempio, che il bond subordinato di Banca Etruria (ISIN IT004966856; emesso nel 2013 e con scadenza 2023) aveva, al momento dell'emissione, il 62,73% di probabilità di far perdere oltre 52 euro su 100 investiti e solo l'1,24% di far guadagnare in modo soddisfacente (170 euro sui 100 investiti), a fronte di una possibilità del 36,03% di produrre un risultato neutro rispetto a un investimento senza rischi (*risk free*).

Scenari di rischio/rendimento e normativa europea

Alcuni sostengono che gli scenari probabilistici sarebbero vietati dalla normativa europea. In realtà, non solo non sono vietati ma non potrebbero esserlo, come spiegherò più avanti. Che non siano mai stati vietati è documentalmente provato dal fatto che:

a. la stessa Consob li richiede attualmente (Comunicazione n. DIN/9019104 del 2/3/2009 a firma Lamberto Cardia) per la distribuzione di prodotti finanziari illiquidi, tra cui rientrano espressamente le obbligazioni bancarie. Al paragrafo 1.5 della Comunicazione si richiede espressamente che le banche forniscano al cliente le analisi di scenario di rendimento secondo metodologie oggettive, ossia rispettose del principio di neutralità al rischio, ovverosia gli scenari probabilistici. E' interessante notare che tale Comunicazione è richiamata espressamente sia dalla Comunicazione Consob n. 0097996 del 22/12/2014 (alla nota 8) sui prodotti finanziari complessi, entrata in vigore il 1 luglio 2015 sia dalla Comunicazione Consob n. 0090430 del 24/11/2015 sul bail-in (entrambe a firma dell'attuale Presidente Giuseppe Vegas);

b. la stessa Consob li richiede ancora oggi (Comunicazione n. DIN/DSE/9025454 del 24/3/2009) per i prospetti degli investimenti finanziari in OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio) e per i prodotti finanziario-assicurativi (si pensi alle polizze unit-linked e index-linked). A pagina 1 di questa Comunicazione, Consob definisce – giustamente – gli scenari probabilistici come "fondamentali per supportare il potenziale investitore

nell'assunzione di una decisione d'investimento consapevole" costituendo un "elemento d'analisi imprescindibile";

c. la CMVM portoghese (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) ha espressamente adottato gli scenari probabilistici nel Regolamento n. 2 del 2012 (Deveres Informativos Relativos a Produtos Financeiros Complexos e Comercialização de Operações e Seguros Ligados a Fundos de Investimento);

d. la stessa Autorità europea di vigilanza sui mercati finanziari (ESMA) in una Opinione del 7 febbraio 2014 (emanata in base all'articolo 29, c. 1, lettera a del Regolamento EU 1095/2010), con riferimento ai prodotti complessi (tra cui rientrano le obbligazioni subordinate) ha stabilito che le Autorità nazionali di controllo (in Italia la Consob), nella loro attività di supervisione, dovrebbero controllare che le banche, prima di consigliare ai propri clienti d'investire in prodotti complessi, valutino l'intelligibilità del profilo di rischio-rendimento (risk-reward profile).

Non esiste quindi alcun divieto. Sarebbe assurdo poiché vorrebbe dire la fine della finanza moderna. Va ricordato che il concetto di rischio è costituito proprio dalle probabilità moltiplicate per la magnitudine di perdite/guadagni e l'indicazione del rischio è un elemento fondamentale di ogni investimento finanziario, come ribadito costantemente dalla Cassazione (da ultimo Cassazione n. 11641 del 7 giugno 2016) secondo la quale l'intermediario deve comunicare al cliente il rapporto rendimento/rischio. D'altronde chi sostiene che le probabilità siano vietate dimentica di ricordare che lo stesso rating altro non esprime che la probabilità di default di un emittente (ovverosia il suo rischio di credito). Anche la giurisprudenza di merito, con riferimento ai derivati, ha più volte ribadito che tali contratti sono nulli se non indicano gli scenari di probabilità (Corte Appello Milano, 13/9/2013, n. 3459; Tribunale Milano, 13/2/2014, n. 2145; Tribunale Torino, 17/1/2014; Corte d'Appello Bologna, 11/3/2014, n. 734).

Scenari probabilistici e Consob

Sugli scenari la posizione di Consob non sembra essere sempre coerente e lineare. Di sicuro, dal 2009 al 2011, Consob è stata favorevole all'introduzione degli scenari probabilistici. Anzi, li ha ideati proprio l'Ufficio analisi quantitative di Consob (si veda il Quaderno di Finanza n. 63 dell'aprile 2009; fra l'altro in questo Quaderno non vi è il classico *disclaimer* con cui si specifica che le opinioni espresse impegnano solo i suoi autori). Come ricordato dal Presidente Giuseppe Vegas (*nella foto in alto*), in risposta a *Report*, nell'ottobre 2009 in seno a una consultazione Cesr (oggi Esma) Consob sponsorizzò l'adozione degli scenari. Le Comunicazioni predette sono la prova che Consob non è

contraria agli scenari e anzi li richiede espressamente alle banche in sede di distribuzione di alcuni prodotti finanziari, ancora oggi. Eppure, il Presidente Vegas, di recente, ha richiamato l'articolo 22, paragrafo 4 del Regolamento UE 809/2004 (come modificato dal Regolamento n. 486/2012) per giustificare l'impossibilità di obbligare le banche salvate a indicare gli scenari probabilistici. L'affermazione di Consob è davvero strana posto che dimentica colpevolmente che le informazioni sugli scenari probabilistici dovevano essere fornite dalle banche salvate in quanto erano al contempo emittenti e distributrici delle obbligazioni. Basti leggere la Comunicazione n. DIN/9019104 del 2/3/2009 di Consob sui prodotti illiquidi, tra cui, ricordo, rientrano le obbligazioni bancarie. Tale comunicazione si applica anche agli emittenti bancari quando questi sono contestualmente distributori. In sede di distribuzione delle proprie obbligazioni, le banche salvate avrebbero dovuto (in base all'articolo 25-bis, comma 1, del Tuf) rispettare gli articoli 21 e 23 del Tuf e Consob avrebbe dovuto vigilare su di esse, in base all'articolo 25-bis, comma 2 Tuf. L'articolo 21 impone agli intermediari di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e fare in modo che questi siano sempre adeguatamente informati, mentre l'articolo 23 stabilisce che nei giudizi di risarcimento del danno le banche devono dimostrare di aver agito con la specifica diligenza richiesta. Mi domando se le banche salvate possano dire di aver fatto tutto ciò, non dichiarando ai clienti i rischi reali dei loro investimenti.

Possiamo trarre due conclusioni su Consob: 1) Consob doveva vigilare affinché le banche salvate, in sede di distribuzione delle proprie obbligazioni, esponessero gli scenari probabilistici al fine di tutelare i clienti e affinché questi fossero adeguatamente informati; 2) il 20 dicembre 2013, Consob chiese a Banca Etruria di provvedere a un supplemento di prospetto per l'obbligazione subordinata IT0004966856 e per legge (articolo 95-bis comma 2 Tuf) in questo supplemento doveva essere indicata la data ultima entro cui i risparmiatori avrebbero potuto esercitare il recesso a seguito delle nuove informazioni contenute nel prospetto. Nel supplemento, però, questa data non c'è ed è inspiegabilmente sostituita, a pag. 7 del supplemento, da un cerchietto tra parentesi come questo: (°). Mi sia consentito un gioco di parole: Consob doveva vigilare anche se era la vigilia di Natale.

Quel divieto impossibile

La domanda è semplice: può l'Europa vietare gli scenari? La risposta di più: "no" per il fatto che senza la conoscenza del rischio da parte degli investitori, questi perderebbero fiducia nei mercati la cui integrità verrebbe compromessa, con buona pace dell'articolo 21 del Tuf. Non informare gli investitori degli scenari

probabilistici di rendimento sarebbe come costringerli ad acquistare una casa senza averla prima vista e senza conoscerne neppure il prezzo. Ribadisco che l'intera finanza moderna si fonda sul concetto di rischio e la più recente giurisprudenza lo ha ricordato a chiare lettere. La Cassazione, per esempio, con una recente sentenza (Cass., 15/2/2016, n. 2900) ha scritto testualmente che il rischio è «elemento connaturato a qualsiasi investimento finanziario ... La conformazione del rischio costituisce, pertanto, un profilo di primario rilievo del contenuto del regolamento d'interessi nei contratti aventi a oggetto la richiesta di acquisto ... di prodotti finanziari. La normazione primaria e regolamentare sono rivolte alla massima trasparenza informativa in ordine agli investimenti che l'intermediario si appresta a realizzare per l'investitore in modo che egli sia al corrente del margine effettivo di rischio relativo ai rendimenti possibili ed alle perdite pronosticabili». A me sembra proprio che la Cassazione qui faccia riferimento agli scenari probabilistici.

L'apparente contrasto tra Consob e Cassazione

Qualora Consob ritenesse davvero che gli scenari siano vietati allora si porrebbe un potenziale contrasto con quanto sostiene la Cassazione e tra le due, l'ultima parola, spetta ovviamente alla Cassazione, la quale potrebbe essere chiamata a vagliare lo stesso comportamento dell'Autorità di Vigilanza. Dio non voglia.