Intervento del Professor Vincenzo Visco all'incontro di studio in memoria di Gustavo Minervini.

La Consob. Lezioni di diritto del mercato finanziario

Università di Roma La Sapienza, 13 gennaio 2016

Ho conosciuto Gustavo Minervini nel 1983, quando fui eletto per la prima volta in Parlamento. Facevamo parte della Sinistra Indipendente il cui Presidente era Stefano Rodotà, e lavoravamo insieme nella Commissione Finanze della Camera che si occupa di legislazione commerciale, banche, mercati finanziari, imposte, sistema fiscale; eravamo quindi perfettamente complementari, e ne derivò una collaborazione straordinaria, e un importante rapporto umano e di amicizia. Gustavo era più anziano e io avevo nei suoi confronti l'atteggiamento di rispetto dovuto da un giovane professore (avevo allora 41 anni) a un maestro riconosciuto e importante. Devo dire che Gustavo mi trattava con molta benevolenza e apprezzamento, e in verità a Gustavo Minervini devo la mia riconciliazione col diritto e con i giuristi, dal momento che pur laureato in Giurisprudenza, avevo scelto di cambiare professione.

A quei tempi il sistema finanziario italiano era assolutamente "bancocentrico", le banche erano pubbliche e quindi politicizzate, la Consob, istituita nel 1974, non era in grado di svolgere le sue funzioni in modo adeguato, la trasparenza era un concetto sconosciuto sia per le banche che per la Borsa che era gestita da agenti di cambio e procuratori , l'*insider trading* era la regola, il riciclaggio ignorato, i risparmiatori soggetti a vessazioni di tutti i tipi. Al centro del sistema la Banca d'Italia si preoccupava della stabilità del sistema e della singole banche, esercitando la sua terribile "*moral suation"* , e le banche riconoscevano la leadership e accettavano di buo grado la protezione della Banca d'Italia.

Erano maturi i tempi per un cambiamento, e con Gustavo ponemmo al centro del dibattito il problema dello sviluppo dei mercati, in particolare di quello borsistico, della tutela dei risparmiatori, contestando le pratiche opache seguite nei confronti dei depositanti e dei mutuatari, e contestando la pratica di disciminare i singoli prodotti finanziari utilizzando la leva tributaria, e sostenedo invece il principio della neutralità della tassazione, mentre per esempio Bruno Visentini, allora ministro delle Finanze, sosteneva il principio opposto di piena discrezionalità della tassazione in quanto il risparmio era "questione di ordine pubblico". La nostra quindi era una posizione "liberale", necessaria in un periodo in cui i "progammatori", o presunti tali, erano andati molto al di là dei loro compiti, abusando ampiamente del loro potere.

Nel 1985 fu approvata col nostro sostegno, la L. 81 di riforma della Consob che equiparava la Consob alla Banca d'Italia, e poneva le premesse per i cambiamenti successivi che avvennero in particolare con la L. 1/1991 che fu approvata dopo che Gustavo aveva lasciato il Parlamento. Gustavo era a favore del rafforzamento della Consob e voleva limitare il potere del sistema bancario e della Banca d'Italia. Per questo la nostra battaglia a favore di regole (e non di discrzionalità), trasparenza, e rispetto delle regole del gioco per tutti, era, in quel contesto storico, non solo giusta, ma anche coerente con la nostra posizione politica.

Oggi molte cose sono cambiate, molti risultati sono stati ottenuti. A livello di opinione pubblica e di senso comune i "mercati" vengono oggi apprezzati e incensati ben oltre i loro meriti e la loro utilità. Tuttavia

allora, 30 e più anni fa, le cose stavano in modo molto differente: una maggiore liberalizzazione rappresentava non solo un progresso, ma anche una necessità per la modernizzazione del Paese.

Tuttavia gli stessi problemi di cui ci occupavamo allora si ripropongono peridicamente anche oggi. La vicenda della crisi delle quattro piccole banche può essere l'occasione per alcune considerazioni in tema di vigilanza e di ruolo delle autorità.

In Italia sui mercati finanziari vigilano due autorità: la Banca d'Italia e la Consob. Dopo l'affermazione e la diffusione del modello della banca universale, tutti i soggetti che operano sul mercato sono sottoposti ad ambedue le autorità. E, come è noto, la legge (dlgs 58/1998) attribuisce alla Banca d'Italia la vigilanza ai fini del contenimento del rischio (globale), della stabilità patrimoniale, e della sana e prudente gestone da parte degli intermediari, mentre la Consob è demandata a controllare la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli intermediari. In altri termini la tutela del risparmio in Italia è perseguita a livello macro cercando di avere istituzioni solide, adeguatamente patrimonializzate e gestite, e questa è la responsabilità della Banca d'Italia, e a livello micro, vale a dire per quanto riguarda la tutela dei singoli risparmiatori, attraverso la trasparenza dei rischi e la correttezza dei comportamenti, affidata alla Consob.

I due obiettivi possono essere, e spesso sono, in conflitto (anche logico) tra loro. Per questo esistono due autorità. Ai fini della stabilità delle banche e degli intermediari finanziari è infatti irrilevante se essa è ottenuta a spese dei risparmiatori o dei clienti delle banche, mentre dal punto di vista della trasparenza e correttezza (tutela dei singoli risparmiatori), è irrilevante se perseguendo tale tutela si determinano difficoltà o anche il fallimento dell'intermediario o della banca.

Da un punto di vista logico l'assetto appare corretto ed equilibrato, e non sembrano giustificate proposte recenti, anche autorevoli (Zingales), volte a creare una nuova autorità par la tutela del risparmio. Tale autorità infatti già esiste, ed è, o dovrebbe essere, la Consob. La normativa, inoltre, è stata progressivamente integrata, migliorata e razionalizzata. Per esempio, dopo i casi dei bond argentini, e quelli Cirio, Parmalat, My Way di MPS, la L. 262/2005 ha esteso la responsabilità della Consob (trasparenza) anche alle obbligazioni bancarie, fino ad allora di competenza esclusiva della Banca d'Italia, ed ai prodotti finanziario-assicurativi.

Tornando alle quattro banche, se si considera che esse rappresentavano solo l'1% dei depositi complessivi, si deve riconoscere che, pur in presenza di un crollo del PIL di 9-10 punti percentuali, mai verificatosi neppure in occasione della crisi del 1929, e di una crescita impressionante delle sofferenze, il sistema finanziario italiano nel suo complesso ha retto piuttosto bene alla crisi. Non si tratta di un risultato trascurabile; se pure si dovesse aggiungere qualche altro caso di crisi bancaria, essi riguarderebbero comunque istituti minori con matrice regionale. Anche la crisi del Monte dei Paschi, la cui gestione è stata a mio avviso discutibile, sembrava avviata ad una soluzione. La stabilità del sistema è stata quindi finora garantita. E' superfluo ricordare cosa è successo in altri Paesi.

Né va dimenticato che il sistema bancario italiano nel suo complesso (ABI) si è fin dall'inizio opposto a qualsiasi intervento pubblico di sostegno per timore di ingerenze politiche. Per esempio, nel caso MPS si è cercato in tutti imodi di nascondere il fatto che la banca era fallita e che quindi andava nazionalizzata traformando i Monti bonds in azioni, per poi risanare e riprivatizzare la banca. Si è così deciso di seguire una politica autoreferenziale, facendo affidamento su ricapitalizzazioni che alla fine sono avvenute a carico dei clienti delle banche e di altri risparmiatori, spesso inconsapevoli. Ciò è avvenuto soprattutto ad opera delle banche minori con minori capacità di ricorso al mercato che hanno altresì manifestato una gestione del credito collusiva, clientelare ed inefficiente, espressione di un localismo deteriore e degli interessi di

gruppi ristretti che deve far riflettere perchè la funzione di queste banche nell'economia è di importanza fondamentale.

In questo modo si sono poste le premesse per sacrificare la trasparenza (risparmiatori) a beneficio della stabilità delle banche e del sistema che da sempre è considerato in Italia l'obiettivo più importante, anzi l'unico davvero rilevante.

Va anche detto che la situazione è stata resa più difficile dal fatto che il nostro Governo nell'agosto 2013 (Governo Letta) accettava una disposizione della Commissine europea relativa agli aiuti di Stato connessi a interventi di salvataggio delle banche che prevedeva che prima di ogni intervento pubblico era necessario il *burden sharing* e cioè la penalizzazione degli azionisti e degli obbligazionisti subordinati (azzeramento), nonchè dei depositi più elevati. Tale penalizzazione inoltre era prevista retroattivamente e non valida solo per il futuro. Trattandosi di materia per cui era necessaria l'unanimità, si è trattato evidentemente di un caso di scarsa lucidità e consapevolezza dei comportamenti seguiti in concreto dalle nostre banche le quali, peraltro, hanno continuato anche dopo l'agosto 2013 ad emettere obbligazioni subordinate da collocare al dettaglio, la cui rischiosità era dissimulata e il cui rendimento (4-5%) era di poco superiore a quello dei titoli pubblici. In questo modo il costo per la banca risultava molto inferiore a quello di un aumento di capitale sul mercato sia perchè si evitava l'ingresso di nuovi soci, sia perchè le obbligazioni subordinate, per riflettere adeguatamente il rischio effettivo avrebbero dovuto avere un rendimento del 9-10%, il doppio di quanto si riusciva a fare accettare ai risparmiatori inconsapevoli.

Chi avrebbe dovuto vigilare su questi accadimentii e comportamenti? Ovviamente la Consob. E qui si apre una questione che è tuttora oggetto di discussione sulla stampa che riguarda il mancato inserimento nei prospetti di vendita degli scenari probabilistici relativi alle singole emissioni di obbligazioni subordinate. Per esempio nel caso dell'emissione di Banca Etruria 2013-2023 sarebbe stato possibile per il risparmiatore conoscere che acquistando il titolo avrebbe avuto il 63% di probabilità di perdere il 46% del capitale investito. E' improbabile che la banca avrebbe trovato molti sottoscrittori una volta esplicitati i rischi reali.

Si è anche ricordato che nel 2009 la Consob aveva previsto che nella distribuzione alla clientela di prodotti finanziari illiquidi (come sono appunto anche le obbligazioni subordinate) si dovessero esplicitare gli scenari probabilistici sottostanti. E che in base a questa decisione erano stati sanzionati i dirigenti della Banca Popolare di Milano che avevano dissimulato nella vendita alla clientela del convertendo emesso nel 2009 il fatto che esso comportava una probabilità del 68% di perdere oltre il 40% del capitale.

La decisione Consob incontrò l'opposizione dell'ABI che ottenne nell'agosto del 2009 l'approvazione della propria interpretazione della comunicazione Consob del 2 marzo 2009 nella quale si sosteneva che alle obbligazioni subordinate non si dovessero applicare gli scenari di probabilità in quanto non si trattava di strumenti complessi. Sta di fatto però che l'ESMA (European Securities and markets Authority) l'autorità europea degli strumenti e dei mercati finanziari le considera invece uno strumento complesso, e queste indicazioni dovrebbero valere anche per le autorità nazionali. Comunque, poichè una interpetrazione ABI di una delibera della Consob non ha valore giuridico, fino al 2011, e cioè fino all'ultimo cambio della presidenza, la Consob continuò a richiedere l'inserimento degli scenari probabilistici nei prospetti degli emittenti.

L'importanza di questo strumento è tale che esso è stato al centro del dibattito in quanto la Consob ha sostenuto: a) che l'adozione degli scenari probabilistici fosse vietata dalla Commissione Europea; b) che lo strumento fosse inaffidabile.

Ambedue le affermazioni non corrispondono al vero. Infatti le direttive europee prevedono esplicitamente che le autorità nazionali possano richiedere, al momento dell'approvazione del prospetto di offerta di prodotti finanziari, informazioni supplementari a quelle previste dalla normativa europea, al fine di garantire la trasparenza dell'offerta. Inoltre gli scenari probabilistici vengono adottati in Portogallo, in Gran Bretagna dove la FCA (Financial Conduct Authority) li usa *ex post* (in una logica repressiva e di controllo) nel caso di vendita al dettaglio di prodotti strutturati, e anche in Italia la Consob li utilizza per le polizze finanziario-assicurative del ramo III: ne deriva che l'adozione dello strumento non è vietata.

Nè va dimenticato che in materia di derivati sono state emanate in Italia diverse sentenze di 1° e 2° grado e provvedimenti arbitrali che hanno stabilito che la mancata indicazione degli scenari probabilistici rende nullo il contratto sottostante.

Quanto alla presunta inaffidabilità degli scenari, si può solo dire che essi sono basati sul ricorso a strumenti statistico-matematici, scientificamente fondati ed inattaccabili, e peraltro di uso sistematico da parte delle stesse banche che su di essi fondano la loro attività di trading.

In conclusione la posizione sostenuta dalla Consob nel corso della polemica appare fragile e non confermata dai fatti, mentre è evidente che con maggiore attenzione e consapevolezza la Commissione avrebbe potuto evitare o limitare di molto le perdite subite dai risparmiatori.

Ciò che sembra essere accaduto di fatto è che in presenza di gravi difficoltà del sistema bancario, e della necessità di ricapitalizzare e consolidare le banche, queste ultime siano riuscite ad ottenere un atteggiamento tollerante e cooperativo da parte dell'autorità di vigilanza che ha fatto prevalere l'interesse dell'industria finanziaria su quello dei risparmiatori.

Cosa fare per il futuro ? Innazitutto bisogna ribadire, chiarire ed esplicitare i compiti della Consob a tutela degli interessi dei risparmiatori. Non servono divieti o nuove autorità, bensì una trasparenza il più possibile completa e comprensibile. Da questo punto di vista può essere opportuno stabilire per legge l'adozione degli scenari probabilistici da parte degli emittenti. Inoltre non sarebbe male attribuire alla Consob anche il potere di vigilare sulla trasparenza bancaria nella gestione dei mutui e dei depositi che, nonostante la lunga battaglia intrapresa tanti anni fa da Gustavo Minervini, lascia ancora molto a desiderare.