

Rimini - Milano, lì 11/08/2011

Trasmissione *on line* a mezzo SIPE

BOLOGNA

Via San Felice, 6
40122 Bologna
tel. 051 220171
fax 051 220179

Via della Grada, 15
40122 Bologna
tel. 051 266209
fax 051 266209

RIMINI

Via Ortaggi, 2
47921 Rimini
tel. 0541 53831
fax 0541 437247

ROMA

Via Tibullo, 10
00193 Roma
tel. 06 64561856
fax 06 64561856

Oggetto: osservazioni sintetiche sul documento di consultazione relativo alla “raccolta bancaria a mezzo di obbligazioni, prospetto e regole di condotta” del 13/07/2011

Le presenti sintetiche osservazioni sono state redatte dallo scrivente *network* legale, specializzato nell’assistenza giudiziale e stragiudiziale a consumatori-risparmiatori, persone giuridiche ed Enti pubblici in riferimento al contenzioso in materia di intermediazione finanziaria, unitamente al Dott. Paolo Chiaia, AD della società di consulenza finanziaria indipendente Calipso S.p.A.

1. Sulla definizione delle categorie obbligazione “semplice” / “complessa”

Si ritiene opportuno chiarire il quadro normativo applicabile a numerose strutture finanziarie assai diffuse, quali le obbligazioni *step-up*, *step down*, *callable*, a tasso misto, con *cap e floor*, che parrebbero potersi considerare una sorta di categoria “intermedia” tra “semplice” e “complesso” (in tal senso la nota a piè pagina n. 19 a pag. 10 non convince appieno, poiché pare assimilare al “semplice” prodotti in realtà strutturati, come quelli summenzionati).

Tale approfondimento appare invero preliminare poiché, ad avviso degli scriventi, l’assegnazione con eccessiva leggerezza dell’etichetta di “semplice” potrebbe ingenerare equivoci, se non vere e proprie false rappresentazioni della realtà.

2. Sulla trasparente rappresentazione dei rischi finanziari

Come correttamente riportato a pag. 10 del documento di consultazione, *“la riconduzione di un titolo di debito bancario nella categoria delle obbligazioni semplici non può e non deve in alcun modo essere interpretata come una valutazione circa la portata dei rischi finanziari connessi all’investimento nello strumento”*.

E’ peraltro evidente che una corretta informazione al risparmiatore non può prescindere da una informazione trasparente sui rischi associati all’investimento (anche laddove questo sia effettuato in strumenti finanziari a struttura non complessa).

In tale ottica, a parere di chi scrive, la percezione del rischio attraverso simulazioni “nel discreto” ed evitando l’approccio stocastico presenta forti limiti perché espone al rischio di una rappresentazione limitata dei possibili scenari.

Oltretutto, specialmente a proposito della categoria “intermedia” cui si è fatto cenno nel punto 1) di cui appena sopra, va a nostro avviso accuratamente evitato il

rischio di sottostimare le probabilità dell'evento avverso che il mercato implicitamente quota nel valore della volatilità utilizzata per il *pricing* dell'eventuale derivato inserito nel *bond*.

In altre parole occorre evitare che l'etichetta di "semplice" sia *sic et simpliciter* associata alla sicurezza del prodotto e, ad avviso di chi scrive, ai fini della rappresentazione della rischiosità potrebbe soccorrere un riferimento ad indicatori di mercato del rischio di credito quali *credit spread* su emissioni liquide e *credit default swap*.

Inoltre, in coerenza con gli orientamenti che vanno affermandosi in sede comunitaria, si ritiene opportuno addossare quantomeno una parte dell'onere di *disclosure* sui rischi all'emittente e non solo al distributore / negoziatore.

3. Sulla trasparente rappresentazione delle componenti di costo

Dal punto di vista prettamente giuridico, si ritiene oltremodo carente (e quindi non conforme al principio di trasparenza di cui all'art. 21 TUF, non a caso richiamato dall'art. 25bis TUF) l'informativa sulle componenti di costo.

Si rammenti che la giurisprudenza italiana sta mostrando sempre maggiore consapevolezza dell'impatto degli oneri commissionali (più o meno occulti) sulla convenienza degli investimenti e rinunciare a rigorosi presidi di *disclosure* sul punto appare una operazione criticabile.

Ciò a maggior ragione se l'area del "semplice" (o del presunto tale) finirà per estendersi (per naturali, ma censurabili, esigenze "commerciali") a categorie di *bond* che tali non potrebbero definirsi in quanto incorporanti un derivato (il rischio di false rappresentazioni della realtà è stato sopra lusingato): è infatti convinzione degli scriventi che in simili prodotti (presunti semplici, ma in realtà strutturati, si pensi ad ai *bond* con *cap* e *floor*) la componente di derivato consente di inserire dei costi impliciti non visibili facilmente che rendono il *funding* più favorevole rispetto alla raccolta con investitori istituzionali. Ad esempio, un *misprice* della componente volatilità (decisamente non "visibile" per il mondo *retail*) consente di realizzare margini di intermediazione che inseriti nel *bond* di fatto realizzano un abbattimento del costo del *funding*. Altro svantaggio conseguente al *misprice* della componente volatilità è di influenzare le probabilità del prodotto a *performare* positivamente rispetto al rischio assunto: in altre parole il rapporto tra *performance* attesa e rischio atteso viene squilibrato rispetto a quello prevalente sul mercato: motivo in più per adottare, con riferimento a simili prodotti, l'approccio cd. probabilistico (a proposito del quale vedasi subito sotto).

In conclusione il Documento posto in consultazione pare rappresentare agli scriventi un significativo "arretramento" rispetto ai principi ed alle logiche che ispiravano la consultazione del Luglio 2009, nella quale, a nostro avviso del tutto correttamente, si raccomandava l'adozione del metodo dei cd. "tre pilastri" su tutte le obbligazioni, oltre che sui derivati collocati da banche alla clientela *retail*.

Si potrà forse obiettare che l'adozione del metodo cd. *risk based* e la relativa valutazione in chiave probabilistica di rischio / costo / orizzonte temporale possa essere, per usare il lessico del Documento oggi posto in consultazione, "ridondante" dal punto di vista informativo, se trattasi di obbligazioni "semplici".

A tale obiezione è tuttavia possibile replicare per un verso che, come più volte evidenziato nel presente contributo, vi è il concreto rischio che non tutto ciò che si voglia definire "semplice" sia effettivamente tale e, per altro verso, che nel caso di obbligazioni (realmente) "semplici" sebbene possa essere condivisibile la scelta di non rappresentare gli scenari probabilistici (che con tutta probabilità non aggiungerebbero informazioni rilevanti), non è invece condivisibile la scelta di non riportare in prospetto informative essenziali come la tabella di *unbundling* del prezzo di emissione, parametro necessario per comprendere i costi espliciti ed impliciti dell'obbligazione e la sua componente rischiosa da quella non rischiosa, il grado di rischio e l'orizzonte temporale del titolo, elementi di fondamentale importanza per l'assunzione di consapevoli scelte di investimento.

La rinuncia a simili presidi informativi equivale, a parere di chi scrive, a comprimere in maniera inaccettabile, perché sostanzialmente contraria ai principi sottesi alla normativa di settore, i diritti e le garanzie dei risparmiatori.

Con osservanza

Axiis – Network Legale
<http://www.axiis.it/>

Dott. Paolo Chiaia – Calipso S.p.A.
<http://calipso-gbf.it/>