

Bologna, 9.8.2011

Spett. CONSOB  
Divisione Intermediari  
Via Broletto, 7  
00121 MILANO

**Osservazioni sul Documento di Consultazione CONSOB  
“Raccolta bancaria a mezzo obbligazioni, prospetto e regole di condotta”  
(13 luglio 2011)**

Illustre Commissione,  
il Documento in consultazione vuole stimolare la discussione al fine di: “elaborare soluzioni in grado di fornire agli **operatori** maggiore certezza nella lettura del quadro normativo vigente, **minimizzando** i relativi costi di applicazione e mantenendo **inalterati** i livelli di tutela **sostanziale** da **accordare** agli investitori” (evidenziazioni mie).

**1.** In punto di metodo, il testo del Documento presenta aspetti di elevata genericità e ambiguità che a mio avviso non aiutano né a fare chiarezza sugli aspetti e i termini in discussione né a rendere comprensibili e ben individuabili le proposte presenti nel testo.

Altri documenti, redatti anche di recente da Codesta Commissione, presentavano al lettore sia una più adeguata esposizione dei temi in discussione sia una più precisa focalizzazione delle proposte in campo.

In punto di contenuto, lo sforzo sembra puntato all’obiettivo, certamente condivisibile, di:

- agevolare la lettura del quadro normativo vigente (“maggiore certezza nella lettura”)
- minimizzarne i costi di applicazione per gli operatori.

Gli intermediari sono dunque i beneficiari dell’intervento che – come viene subito precisato – dovrà mantenere “inalterati i livelli di tutela sostanziale da accordare agli investitori”.

Due termini, nel passo appena citato, richiamano l'attenzione del lettore:

- “tutela sostanziale” che genera qualche preoccupazione circa lo spettro di interpretazioni che vengono così a crearsi tra forma e sostanza;
- “accordare agli investitori”, che, nel contesto citato, sembra avere l'accezione, assai censurabile, di “concedere”, là dove, al contrario, le tutele hanno da lungo tempo assunto la valenza di un diritto costituzionalmente garantito degli investitori.

Qualora si determinasse un beneficio per gli intermediari al prezzo di minori tutele (nella forma e nella sostanza) “accordate” agli investitori si otterrebbe un equilibrio di mercato che non appare compatibile con la legislazione primaria sul risparmio vigente in Italia e per di più realizzato a un livello regolamentare insufficiente rispetto ai principi e alle salvaguardie sottoposte a innovazione.

2. La soluzione proposta dal Documento è quella di definire le “obbligazioni bancarie semplici” a valere sia in sede di emissione e offerta al pubblico (disciplina di trasparenza) sia in sede di distribuzione e prestazione di servizi (disciplina di appropriatezza/adequatezza), con l'intento di:

- “proporzionare” il contenuto del relativo prospetto
- “agevolare il superamento” dei vincoli di appropriatezza/adequatezza.

La delicatezza del tema si riscontra in un duplice fenomeno: elevate dimensioni assolute e relative del *funding* obbligazionario delle banche presso la clientela *retail* e contenuta redditività (anche 100 punti base) rispetto alle medesime obbligazioni collocate presso la clientela istituzionale.

La presenza di un non trascurabile problema di *mispricing* è di tutta evidenza e non può non rappresentare un aspetto **primario e prioritario** di intervento per l'Autorità: sul punto, oltre al Quaderno di Finanza CONSOB n. 67/2010, si vedano i commenti della stampa specializzata (per tutti L. Guiso, “Obbligazioni rischio a perdere”, Il Sole 24 Ore, 6 maggio 2011).

3. La definizione proposta individua le “obbligazioni bancarie semplici” nei titoli di debito:

- a) in euro
- b) non subordinati
- c) emessi da banche UE sottoposte a vigilanza prudenziale
- d) con rimborso del capitale a scadenza
- e) “senza qualsiasi collegamento con strumenti finanziari derivati”
- f) con cedole fisse o a indicizzazione elementare ai tassi “di riferimento”
- g) “con elevata liquidità/liquidabilità”
- h) con durata non superiore a 5 anni
- i) “fatte salve eccezionali circostanze” in tema di rischio-paese o rischio-emittente.

Al riguardo si commenta quanto segue:

Sub d): il “rimborso del capitale” andrebbe meglio qualificato come “rimborso del valore facciale” o valore nominale. In particolare andrebbe esclusa la possibilità che il capitale di rimborso sia confuso col capitale investito o sia legato a forme di indicizzazione, a scapito della “semplicità”.

Sub e): l’emissione di un titolo soggetto a rischio di default costituisce, di per sé, un “collegamento” con uno strumento finanziario derivato. La nota equivalenza tra un *defaultable bond* e un titolo *default-free* meno un’opzione put sull’attivo del soggetto emittente con strike pari al valore facciale indica chiaramente che l’acquirente (*retail*) del *bond* è anche, di fatto, emittente della put, con il rischio conseguente in caso di default.

Parlare di obbligazioni “semplici” in presenza di rischio di credito contiene una duplice insidia:

- trascurare l’implicita complessità indotta dal possibile default;
- scambiare “semplicità” con “non rischio”, soprattutto sulla scorta di un “bollino” assegnato dalla stessa Autorità di Vigilanza.

Da notare che le “eccezionali circostanze” in tema di rischio-emittente (cfr sub i) si palesano solamente ex post e rappresentano una salvaguardia del tutto inefficace ex ante, come numerosi ed eclatanti episodi, dal 2008 a oggi, stanno a dimostrare.

Sub f): il riferimento a “tassi di riferimento” è ambiguo e generico. Né una lista di tassi potrebbe essere utilmente identificata in sede regolamentare.

Sub g): qui la confusione tra liquidità e liquidabilità, liquidità e credito, credito e tasso è quanto mai notevole e pericolosa.

Innanzitutto, i concetti di liquidità e di liquidabilità sono sensibilmente diversi mentre risultano erroneamente interscambiati e confusi nel Documento (pagg. 2, 9, 10) come in certa prassi di mercato.

In un classico contributo, J. Hicks (“Liquidity”, *The Economic Journal*, 1962) ha definitivamente chiarito, sulla scorta del *Treatise on Money* di Keynes (1930, vol. II) che liquidità è la proprietà di un asset che lo rende “*certainly realizable at short notice without loss*” mentre la liquidabilità (*marketability*) si riferisce solo alla prima parte della definizione (“*certainly realizable at short notice*”). Gli asset liquidi sono anche liquidabili ma non viceversa: ad esempio un’azione quotata è un asset liquidabile ma non è un asset liquido. Al contrario, gli asset non liquidabili sono anche illiquidi. L’aggregato della liquidità (M3 nell’accezione più ampia) rappresenta gli asset propriamente liquidi. Dalla Relazione del Governatore della Banca d’Italia (v. Glossario nell’Appendice) costituiscono **attività liquide**:

il circolante e i depositi in conto corrente, i depositi con durata prestabilita fino a due anni, i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi, i pronti contro termine, le

quote di fondi comuni monetari e le obbligazioni con scadenza originaria fino a due anni.

Dunque, se liquidità significa pronto smobilizzo **e** assenza di significative perdite in conto capitale, la negoziabilità su un mercato regolamentato **non** può equivalere a liquidità ma solo (e sotto condizioni) a liquidabilità (*marketability*) dello strumento.

Vi è poi un secondo livello di confusione tra liquidità, credito, impegni di riacquisto, meccanismi di pricing e garanzie di prezzo.

In primo luogo, la presenza di rischio di default (in generale, rischio di credito) interagisce con il suo grado di liquidità impedendo elevata liquidità in presenza di un significativo rischio creditizio (v. la clausola “*certainly without loss*”). Qualunque garanzia offerta dallo stesso emittente dell’obbligazione non ha la valenza di quella fornita da un soggetto terzo.

In secondo luogo, l’impegno al riacquisto, qualora espresso dallo stesso emittente, confligge con il suo grado di solidità: più stringente e generalizzato è l’impegno, più debole il suo effetto reale sul grado di liquidità dell’obbligazione.

Lo stesso Documento (p. 10), seppure in nota, ammette tale connessione e ne sottolinea i profili – qui impropri - di stabilità ma ne trascura, sorprendentemente, i profili - propri - di trasparenza.

Inoltre non si vede come possa determinarsi liquidità (ma anche liquidabilità) a fronte di impegni per “quote di riacquisto contenute”, quando la possibilità di richieste di smobilizzo per quote rilevanti è tutt’altro che remota, in funzione della congiuntura economico-finanziaria.

In terzo luogo, se “i meccanismi di pricing prefissati” non sterilizzano il rischio di credito ma semplicemente adeguano il pricing alle condizioni di mercato, non possono rappresentare presidi di liquidità ma al più elementi di liquidabilità dello strumento.

Da notare che se i “criteri di pricing coerenti con quelli adottati in sede di classamento” (Comunicazione 9010104/2009) includono le distorsioni sopra menzionate e documentate dalla stessa Consob, al danno subito dal cliente *retail* in sede di emissione si aggiunge la perdita implicita nelle condizioni di riacquisto.

Sub h): la durata massima di 5 anni per le obbligazioni bancarie semplici appare eccessiva per le considerazioni suesposte, che si aggravano al crescere dell’orizzonte temporale dell’emissione. In ogni caso, 5 anni non configurano una “contenuta durata” come suggerito dal Documento (p.10). Una durata massima di **24 mesi** risulta certamente più consona agli obiettivi della definizione, sia in ragione del concetto di attività liquide sopra richiamato sia sulla scorta di valutazioni quantitative ricavabili dai dati di credit spread e di probabilità di default delle banche italiane.

Sub i): come già osservato, la salvaguardia di “eccezionali circostanze” in tema di rischio-paese o rischio-emittente è del tutto inefficace poiché tali circostanze, nel momento in cui diventano “criteri certi ex ante” (p. 8) sono auto-evidenti e incapaci

di aggiungere (o togliere) nulla alla definizione in esame. Tale clausola, peraltro, conferma indirettamente la stretta connessione tra “semplicità” e “basso grado di rischio” ovvero tra “complessità” e “rischio di default”, a riprova dell’impossibilità logica di qualificare come “semplici” titoli *corporate*, soggetti a un non trascurabile rischio di fallimento e, più in generale, a rischio di *downgrading*.

Del resto, sulla effettiva complessità delle obbligazioni bancarie sono ben consapevoli le banche stesse nel momento in cui sviluppano modelli di *pricing* delle proprie emissioni e di quelle della concorrenza la cui accuratezza è in genere proporzionale al livello di sofisticazione.

Nonostante l’affermazione che la qualifica di obbligazione bancaria semplice “non può e non deve in alcun modo essere interpretata come una valutazione circa la portata dei rischi finanziari connessi all’investimento nello strumento” (p. 10), la medesima qualifica rappresenterà – è una facile profezia - un’occasione unica e “ufficiale” di indicazione ambigua (nei casi peggiori: di scambio intenzionale) di “semplicità” come segnale di “facilità”, “chiarezza”, “non pericolosità”.

Del resto, la stessa Autorità, prospettando un “abbassamento” (p. 10) del livello di trasparenza per le “obbligazione bancarie semplici” induce a porre in stretto collegamento semplicità e basso rischio. Difficile pensare che il segnale non sia colto anche dagli emittenti.

4. Alla luce di quanto detto sopra, la possibilità di una “standardizzazione e semplificazione” delle informazioni contenute nel prospetto può perfettamente conciliarsi con le esigenze di piena trasparenza e rivelazione (*disclosure*) dei rischi che le suddette obbligazioni contengono.

Posto che l’aggregato sopra definito delle “obbligazioni bancarie semplici” non presenta affatto connotati di semplicità per l’investitore *retail*, la standardizzazione e semplificazione delle relative informazioni si concilia con la salvaguardia dell’investitore mediante l’adozione di un **prospetto semplificato** contenente le tre informazioni-base (i “tre pilastri”) di ausilio al potenziale acquirente:

- 1) scomposizione del prezzo tra componente default-free, componente rischiosa (credito, liquidità, liquidabilità) e costi (impliciti ed espliciti);
- 2) durata e volatilità a breve termine (grado di rischio nel durante);
- 3) distribuzione di probabilità a scadenza e rischio di coda.

Si noti che tali informazioni sono note all’emittente come *by-product* del processo di *pricing* e dunque trasferibili al potenziale acquirente senza costi aggiuntivi.

Come noto, il bene pubblico della trasparenza, accresce, paretianamente, il benessere della vasta platea degli investitori senza significativo onere a carico della compagine degli altri operatori, emittenti e distributori, che anzi possono guadagnare in fiducia, concorrenzialità, efficienza.

Al riguardo stupisce la classificazione adombrata dal Documento (p. 10 e nota 20) che vede, in termini di livello di sofisticazione:

- le obbligazioni bancarie semplici (livello base)
- i prodotti *step up* e *step down*, a tasso misto (fisso-variabile), *callable*, con *cap* e *floor* (livello intermedio)
- i prodotti a particolare complessità (livello massimo)

assegnando solo a questi ultimi la raccomandazione di una “trasparenza innalzata” anche facendo uso degli scenari di probabilità, e considerando di fatto “quasi-semplici” i prodotti - invero assai complessi - del gruppo intermedio.

A parte l’incomprensibile logica sottesa a tale classificazione, si sottolinea, come argomentato sopra, che tutti e tre gli aggregati sono da considerarsi complessi, soggetti a elevati rischi di credito (titoli subordinati) e meritevoli della informativa minima (standardizzata e omogenea, di facile lettura e comparabilità) sopra menzionata e nota sia agli intermediari, sia all’Autorità (che l’ha proposta non più di 2 anni addietro) sia, in parte, agli investitori che ne stavano velocemente prendendo dimestichezza d’uso prima che un inatteso ostracismo ne mettesse in ombra i pregi e ne bloccasse la diffusione.

Del resto, il ricorso ai tre pilastri per realizzare una “trasparenza innalzata” comprova la loro capacità di mettere in luce (*disclose*) quelle che altrimenti apparirebbero come le oscurità del prodotto, senza accontentarsi di una semi-oscurità (“trasparenza abbassata” ?) che danneggia gli investitori e non rappresenta un reale vantaggio per gli emittenti.

Un tale prospetto semplificato (max 2 pagine) è pienamente compatibile con:

- le finalità di standardizzazione e semplificazione informativa perseguite dalle Autorità nazionali ed europee
- lo snellimento dell’iter istruttorio, grazie anche allo sfruttamento delle risorse informatiche reso possibile dall’impostazione quantitativa dei “tre pilastri”
- la velocizzazione (anche qui grazie all’impostazione quantitativa) delle procedure di verifica dell’adeguatezza/appropriatezza prodotto-cliente senza che tale passaggio, di grande importanza alla luce della cronaca finanziaria recente, venga “fattualmente superato” (p. 12) sulla scorta di una mal congegnata etichettazione.

A ulteriore repentaglio di una valutazione trasparente e consapevole dei rischi si aggiunge, in chiusura di Documento, la prospettazione di assenza di **rischio di concentrazione** nel caso di portafogli sotto i 30-50 mila euro (sic) investiti fino al 100% (sic) in obbligazioni bancarie semplici.

Rischio di credito, rischio di liquidità, rischio di concentrazione: tutte le fonti di crisi dell’ultimo crash mondiale si trovano presenti e sottovalutate nel nuovo aggregato delle “obbligazioni bancarie semplici”.

Che questo sia l'obiettivo dell'industria bancaria rientra, nonostante l'evidente miopia di tale visione, nel normale gioco degli interessi di parte. Che sia anche l'intendimento dell'Autorità preposta alla "tutela degli investitori, all'efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato mobiliare italiano" è un'impressione che richiede, per essere fugata, una profonda revisione del Documento in consultazione.

Alla luce di quanto esposto sopra, una definizione coerente di obbligazione bancaria semplice può considerarsi la seguente:

Si definiscono **obbligazioni bancarie semplici** i titoli di debito:

- a) in euro
- b) non subordinati
- c) emessi da banche UE sottoposte a vigilanza prudenziale
- d) con rimborso del valore facciale a scadenza
- e) senza qualsiasi collegamento contrattuale con altri valori economici o finanziari con eccezione sub f)
- f) con cedole fisse o a indicizzazione elementare al tasso Euribor o equivalente
- g) con elevata liquidabilità ottenuta mediante quotazione su un mercato regolamentato o equivalente oppure mediante impegno generalizzato di riacquisto da parte dell'emittente o dell'intermediario al *fair value*
- h) con durata non superiore a 2 anni.

Ai fini di trasparenza, per tali obbligazioni viene redatto un **prospetto semplificato** di 2 pagine, predisposto in via elettronica da Consob e compilato dall'emittente contenente:

- la descrizione dell'emittente
- la descrizione del titolo di debito
- la scomposizione del prezzo (*fair value*) nelle componenti di prezzo senza rischio di credito, opzione creditizia, costi
- la durata e il grado di rischio nel durante
- gli scenari di probabilità a scadenza (rischio a scadenza)

Ai fini di adeguatezza/appropriatezza una procedura automatica a disposizione dell'intermediario verifica la compatibilità prodotto-cliente in termini di rischio.

Ringrazio per l'attenzione riservatami e invio distinti saluti.

Riccardo Cesari