

MARKETS & INVESTMENT BANKING CONFERENCE 2010
L'evento ABI sulla Finanza Wholesale – Capital and Liability Management
Milano, Centro Congressi Fondazione Cariplo, 7 giugno 2010

**“Gli strumenti finanziari per esigenze di capitale regolamentare delle banche:
regole di trasparenza e correttezza”**

Dott. Michele Pezzinga, Commissario Consob

Gli strumenti finanziari finalizzati a soddisfare le esigenze di capitale regolamentare delle banche rappresentano una materia complessa e ricca di spunti, sia sotto il profilo dell'attività di vigilanza, sia sotto quello dei mercati e del delicato rapporto tra emittenti ed investitori. Per quanto riguarda i contenuti tecnico-giuridici di questa tipologia di debito e le modalità legate al suo utilizzo in caso di crisi bancaria sono competenti le Autorità preposte alla salvaguardia dei profili di stabilità; le stesse autorizzano anche i rimborsi o gli eventuali richiami anticipati di alcune tipologie di debito subordinato. Il ruolo della CONSOB sulla materia è invece circoscritto agli aspetti che riguardano la trasparenza delle emissioni, nel caso siano rivolte al pubblico indistinto, e il comportamento degli intermediari (obblighi informativi e regole di condotta) nei rapporti con la propria clientela. Prima di approfondire la nostra specifica area di competenza, consentitemi però alcune considerazioni più generali sui temi dell'incontro.

Innanzitutto la questione degli eventuali richiami anticipati. E' un argomento cruciale per chi opera sui mercati, ma, a parte il richiesto via libera da parte dell'Autorità di Vigilanza, non comporta il rispetto di altri obblighi di legge. Tutto è lasciato alla valutazione dell'emittente, che deve bilanciare la convenienza economica dell'eventuale mancato richiamo con l'impatto di tale decisione sia sulla propria reputazione, sia sul costo previsto per future emissioni di questo genere. E' un caso tipico di "patto implicito" con i sottoscrittori del prestito, che in passato si riteneva rispettato attraverso l'esercizio della call alla prima scadenza utile; in tempi recenti, anche a causa degli effetti della crisi dei mercati, alcuni istituti, non solo italiani, hanno però deciso di non procedere al richiamo di alcuni prestiti (si trattava di Lower Tier 2) – dal caso iniziale del Credito Valtellinese siamo giunti all'episodio più recente e significativo di BPM - generando non poche incertezze sui tempi di un possibile ripensamento futuro dell'emittente e sul destino delle altre emissioni in circolazione. In particolare di quelle di capitale Tier 1, per le quali il richiamo assume valenza fondamentale, visto che in sua assenza rimarrebbero sul mercato titoli irredimibili. Il mio auspicio personale su questo punto è che ciascuna decisione rimanga ancora circoscritta all'ambito dei rapporti tra investitori e singolo emittente; e che quindi rappresenti una storia a sé, senza ricadute, in termini di precedenti, tali da condizionare le aspettative del mercato sulle decisioni di richiamo da parte dell'intera platea degli emittenti. In tal senso è importante che un altro primario istituto italiano abbia recentemente annunciato di non voler seguire l'esempio di BPM, procedendo invece al prossimo richiamo di un suo bond subordinato soggetto a call. Sarebbe però quanto mai opportuno che gli annunci di rimborso anticipato siano diffusi in maniera simmetrica e tempestiva a tutti i partecipanti al mercato. Spesso infatti gli investitori retail, privi di accesso a canali informativi sofisticati, rimangono all'oscuro fino all'ultimo dell'eventuale decisione dell'emittente, e ne subiscono gli effetti in termini di errato posizionamento dei propri ordini sul mercato.

Un secondo tema di grande interesse, che altri probabilmente qui tratteranno, riguarda la questione dell'utilizzo del capitale ibrido nel caso di default bancari: quali strumenti risulterebbero più efficaci per farvi fronte; che caratteristiche predefinite dovrebbero avere sin dalla loro emissione (un primo riferimento significativo potrebbe giungere dai Contingent Convertibles, i cosiddetti Co.Co. introdotti sul mercato britannico); come scatta la subordinazione; infine, come

affrontare i casi di crisi, minimizzando il costo non solo per la collettività, ma anche per gli stakeholder dell'istituto. Un sacrificio ordinato, che a partire dagli azionisti giunga a coinvolgere in una certa misura anche gli obbligazionisti, a seconda delle caratteristiche del titolo di credito da essi detenuto, può essere indispensabile per garantire la continuità aziendale ed impedire i ben noti effetti sistemici di un traumatico default bancario. Ma mentre qui in Occidente il dibattito prosegue all'infinito, senza che si intravedano nell'immediato soluzioni operative efficaci e condivise, una lezione concreta dal mondo reale ce la fornisce addirittura il Kazakhstan, dove nei giorni scorsi si è completata la ristrutturazione del debito di BTA, uno dei maggiori istituti bancari del paese, con i creditori, tra cui alcune grandi banche internazionali, che si sono rassegnati ad accettare tagli di quasi il 50% del debito quale condizione indispensabile per consentire alla banca di continuare ad operare. Si tratta di una prima verifica empirica delle ipotesi, avanzate per ora solo in via teorica, da diversi studiosi della materia, primo tra tutti il vice governatore della BOE Paul Tucker, che insistono sul ruolo chiave dei creditori subordinati sia come primari controllori di mercato per quanto riguarda la stabilità dell'emittente, sia come soggetti disposti a vedersi tramutare in azionisti nel caso di situazioni di gravi crisi di liquidità, se non addirittura di insolvenza. Un'accelerazione di queste procedure di gestione dei default sarebbe, io credo, quanto mai auspicabile, prima che si profili all'orizzonte il rischio di un nuovo caso Lehman.

Con riferimento alle questioni di più stretta competenza CONSOB, relative alle emissioni di debito subordinato, vorrei innanzitutto premettere che in concreto parliamo di debito Upper o Lower Tier2, in quanto solo all'estero, almeno in questi ultimi anni, emittenti quali Standard Chartered, Deutsche Bank o Credit Agricole si sono avventurati sul terreno delle offerte di perpetui (Tier 1) anche al pubblico indistinto. Per quanto difficile da catalogare, il convertendo proposto alla clientela retail da un primario istituto italiano lo scorso anno non rappresentava debito subordinato, anche se alcune sue caratteristiche – la conversione obbligatoria a prezzi prefissati – lo rendevano più simile ad un Co.Co. britannico che non ad una tradizionale convertibile. Che i nostri Tier 1 non vengano offerti al retail credo sia un bene, visto che a fatica il risparmiatore medio coglierebbe le caratteristiche, soprattutto in termini di rischiosità, di questi strumenti. Un po' meno condivisibile, invece, è l'ostilità di molti intermediari nei confronti della clientela più consapevole ed esperta che, volendo acquistare questi titoli sul mercato secondario, si trova spesso a scontrarsi con un'asserita “mancanza di codificazione del titolo” o con presunti “problemi di adeguatezza del prodotto rispetto al profilo di rischio”, anche quando quest'ultimo è già posizionato su livelli massimi.

I requisiti di trasparenza connessi alle emissioni di strumenti di debito e quelli di correttezza richiesti agli intermediari collocatori – fermo restando che emittenti e distributori sono due distinte tipologie di soggetti, comunque nel caso delle nostre obbligazioni bancarie tendono spesso a coincidere – discendono dalle norme comunitarie e da esse sono state recepite nel TUF e nei nostri regolamenti. Sotto il profilo MIFID a marzo del 2009 la CONSOB ha inoltre emanato una Comunicazione sui prodotti finanziari illiquidi che auspicava la predisposizione, da parte dei loro distributori e per i soli strumenti a struttura “complessa”, di un'apposita scheda prodotto contenente un unbundling delle componenti elementari di prezzo, con l'indicazione delle voci di costo e di eventuali oneri impliciti, e gli scenari probabilistici di rendimento dell'investimento

finanziario al termine dell'orizzonte temporale consigliato, corrispondente alla durata del titolo. Con questo intervento si voleva assicurare, tra l'altro, la coerenza intrinseca dell'informativa fornita agli investitori, ricordando il pricing al momento della sottoscrizione con quello alla scadenza dell'orizzonte temporale consigliato: il valore teorico iniziale, cioè il fair value, non è infatti altro che la media della distribuzione di probabilità dei possibili controvalori finali, opportunamente scontati per tenere conto del valore finanziario del tempo. Quando la componente derivativa assume particolare rilevanza, è preferibile avere a disposizione l'intera distribuzione di probabilità dei risultati dell'investimento, anziché un solo valore medio sotto forma puntuale. L'investimento viene inoltre scomposto in una componente obbligazionaria pura ed in una derivativa, che riassume i rischi di credito e di mercato differenti da quelli impliciti nella curva dei tassi. La tabella degli scenari offre quindi una sintesi efficace del profilo finanziario dello strumento, permettendo all'investitore di apprezzare in piena autonomia l'effetto combinato del rendimento offerto e del rischio credito dell'emittente, e della struttura di payoff del prodotto.

Tutti questi elementi di specifica tutela dovrebbero essere a maggior ragione presenti proprio nel caso di obbligazioni con vincolo di subordinazione. Per quanto marginale, il rischio insolvenza si accompagna a tutti gli strumenti finanziari. Il fatto che, salvo andare a tempi antichi, manchi l'evidenza di default di debito bancario nazionale non significa che il mercato non sconti nelle quotazioni di ogni strumento una stima di tale rischio. Se così non fosse, non vi sarebbero differenze di mercato anche significative tra i credit spread dei vari emittenti o tra debito senior e subordinato, nelle sue varie forme; circostanza peraltro ben nota agli investitori istituzionali, che hanno strumenti e information provider in grado di quantificarli e valorizzarli adeguatamente. Non si comprende dunque perché uguali elementi di trasparenza non debbano essere disponibili, per le opportune e sempre autonome valutazioni sulla bontà dell'investimento, agli investitori retail. Proprio questi ultimi, come emerge in maniera preoccupante anche da nostre recenti analisi, non appaiono in grado di cogliere le differenze di rischiosità sopracitate e finiscono per subire gli effetti di pericolose asimmetrie informative. Per quando i subordinati non siano ritenuti né dal Cesr né nella nostra comunicazione sugli illiquidi prodotti a "struttura complessa", a mio avviso la loro maggiore rischiosità implicita non può che richiedere requisiti di trasparenza e correttezza rafforzati rispetto a quelli standard (dunque: unbundling, fair value e scenari probabilistici di rendimento "raccomandati" sotto il profilo della disclosure; regole di condotta e obblighi informativi più stringenti, da parte di chi le colloca).

La crisi finanziaria ha rappresentato un momento difficile nel rapporto tra risparmiatori e mercati. Anche la fiducia nella solidità di molti emittenti è stata messa a dura prova, come mostrato dalle fughe verso la liquidità o i titoli a maggior standing e dall'aumento dei credit spread, per debito corporate e persino sovrano. Ci attendono ancora periodi di prolungata turbolenza, legati all'incertezza sui percorsi di rientro di un indebitamento globale che comunque si manterrà su livelli di gran lunga superiori a quelli cui eravamo abituati a convivere in passato, e ai timori sulle misure, anche regolamentari, indispensabili per contenere i rischi di insolvenza dei singoli intermediari. Appare pertanto essenziale ricostruire su basi più solide e durature il rapporto finanziario tra banche e famiglie, dando piena attuazione alla MIFID, quando prescrive comportamenti finalizzati a "servire al meglio l'interesse dei clienti".

Un contributo importante in questa direzione potrebbe giungere da uno sforzo comune per far convergere il funding bancario nel comparto retail su una tipologia di prodotto semplice, di chiara ed assoluta comprensibilità e con una rischiosità contenuta entro limiti predefiniti. Vorrei sottolineare che si tratta al momento di un mio auspicio, che potrà tradursi in una proposta operativa dell'Istituto solo alla luce delle decisioni che la Commissione eventualmente assumerà in sede collegiale. Punto di partenza dovrebbe essere la definizione di prodotto semplice (cosiddetto “plain vanilla”), intendendo per tale uno zero coupon, un tasso fisso o uno variabile con caratteristiche predefinite, a condizione che incorpori un rischio di credito, stimato sulla base di indicatori di mercato non significativamente rilevante. A questo proposito mi riferirei essenzialmente al credit spread calcolato su emissioni già presenti sul mercato; sul rating e sui CDS nutro in tutta franchezza molte perplessità, viste anche le recenti polemiche sulla loro attendibilità e sul fatto che solitamente coprono solo una parte degli emittenti. Nell'ambito di una certa soglia di credit spread, si può infatti verificare come il valore finale del bond, incluso il flusso cedolare, riesca ancora ad essere rappresentato da un valore centrale non così diverso dal rendimento effettivo a scadenza: in questo caso il set informativo tradizionale renderebbe superflua l'aggiunta degli scenari di rendimento. Però il requisito di semplicità quegli strumenti caratterizzati dalla presenza di una qualsivoglia opzione implicita, da facoltà di richiamo alla strutturazione delle cedole e/o del capitale a scadenza, finanche all'esistenza di una subordinazione (che può essere assimilata ad un'opzione put sul rischio default venduta al sottoscrittore). Siamo quindi parlando di un sottoinsieme di strumenti nell'ambito di quelli a “struttura non complessa” previsti dalla Direttiva Mifid.

Il passo successivo consisterebbe nel decidere quale prerogative “regolamentari” associare ai prodotti semplici. Si potrebbero immaginare requisiti di trasparenza minimi, compatibilmente con le attuali norme sul prospetto, regole di condotta e obblighi informativi meno stringenti per gli intermediari collocatori (sola appropriatezza, se non addirittura “execution only”, in caso di prodotti “semplici” e “non illiquidi”) ed opportune sinergie tra i contenuti della nota di sintesi (o delle condizioni definitive, per i prospetti base) e la scheda prodotto raccomandata ai collocatori. Tenuto conto della difficoltà nel derogare all'attuale normativa comunitaria sul prospetto, in attesa che questa possa auspicabilmente evolversi verso una semplificazione ove si giustifichi, vedo margini di manovra molto più ampi dal lato Mifid (regole di comportamento per chi colloca) che non prospetto. La finalità non è affatto di ridurre la tutela assicurata ai clienti retail; al contrario, questa dovrebbe essere opportunamente graduata in funzione non solo della tipologia di servizio prestato, ma, al suo interno, anche delle condizioni concernenti l'interazione tra cliente ed intermediario e soprattutto dell'oggetto dell'investimento proposto. Nel caso di strumenti caratterizzati da una rischiosità più limitata e per i quali la sola esplicitazione del tasso, della durata finanziaria e delle condizioni a cui potrebbero essere oggetto di smobilizzo prima della loro scadenza naturale, possano rappresentare un set informativo sufficiente per l'assunzione di decisioni di investimento consapevoli, si renderebbero opportuni obblighi più leggeri. Al contrario, prodotti più rischiosi o con una struttura complicata dalla presenza di opzioni, e/o di un non agevole smobilizzo sul mercato secondario richiedono, sia pure con gradi diversi, maggiori forme di tutela del risparmiatore.

Oggi circa i tre quarti dei prodotti collocati dalle banche presso il pubblico si possono già considerare prodotti semplici; grazie ad un'incentivazione regolamentare e ad un impegno costruttivo dell'industria questa percentuale potrebbe crescere ulteriormente, magari assorbendo parte delle attuali emissioni di titoli strutturati o caratterizzati dalla presenza di una qualche opzione. Manterrebbero invece intatto il loro ruolo determinante, quali integratori del capitale computato a fini regolamentari, le emissioni di subordinati, ma ad esse si applicherebbero, vista la loro maggiore rischiosità, obblighi di trasparenza/correttezza rafforzati. A trarne indubbio vantaggio sarebbero una più efficace e calibrata tutela del cliente, da un lato, ed una più fluida e mirata capacità di raccolta da parte del sistema finanziario dall'altro. Credo che una comune riflessione sul tema sarebbe per lo meno opportuna.