

Spett.le
CESR - Committee of European
Securities Regulators
11-13 Avenue de Friedland
75008 Paris

Ref: CESR/08-1014

Milano, 19 febbraio 2009

Oggetto: Documento di Consultazione "Trasparenza delle obbligazioni societarie, dei prodotti di finanza strutturati e dei mercati del credito derivati"

ANASF (Associazione nazionale promotori finanziari) è l'unica associazione di categoria che rappresenta esclusivamente promotori finanziari e conta su oltre 12.300 iscritti. ANASF è lieta dell'opportunità di partecipare alla Pubblica Consultazione in oggetto e di presentare il suo parere.

Premessa

E' noto che le imprese possono ottenere le risorse necessarie allo svolgimento della propria attività sia attraverso una richiesta di finanziamento alle Istituzioni bancarie tradizionali sia attraverso emissioni obbligazionarie.

Riteniamo che dovrebbe essere incentivata l'informativa alla clientela sull'importanza degli investimenti obbligazionari quando i titoli sono emessi da aziende sane. Questa tipologia di finanziamento alle imprese, se resa trasparente, può contribuire a ridare fiducia al mercato attraverso la fiducia riposta dai risparmiatori nelle imprese che funzionano bene.

Dare informazioni chiare sia in fase pre che post trade su un'obbligazione emessa da una società sana consente alla stessa di avere i propri titoli quotati in modo corretto e reale e le consente di emettere in futuro nuove obbligazioni per favorire il proprio sviluppo industriale a vantaggio dell'economia. Un'informazione corretta su tali strumenti potrebbe pertanto incidere sulla fiducia dei risparmiatori e avere un importante ruolo in qualità di "motore dell'economia".

Q.1 Credete che la situazione descritta (riduzione drastica della liquidità, allargamento dei bid-offer spreads e asimmetria dell'informazione nel mercato dei corporate bond) possa essere sintomatica di un'imperfezione del mercato?

Sicuramente sì, ma l'esperienza dice che la stessa situazione si è in realtà già verificata negli anni passati quando ad esempio vi è stato il rischio di default di alcuni paesi emergenti (America Latina, Est Europa) in un contesto in cui il mercato dei bond ha risentito fortemente della situazione.

Q2: Avete percepito una potenziale asimmetria informativa tra i partecipanti del mercato?

I risparmiatori retail non hanno avuto facile accesso alle informazioni e quelle ricevute avevano spesso una struttura troppo articolata e complessa per consentire loro una piena comprensione. La mancanza di trasparenza delle disclosures ha impedito di fatto al risparmiatore di assumere scelte di investimento consapevoli.

Q3: Secondo voi, quali sono i motivi principali che hanno condotto ad una drastica riduzione di liquidità nello scambio secondario dei corporate bonds europei dal 2007?

Il cosiddetto fly to quality, ovvero il processo attraverso il quale gli investitori vendono gli attivi più rischiosi e trovano rifugio in attivi a basso rischio, ad esempio Bond governativi di Stati di Alta Qualità o titoli Sovranazionali.

Gli investitori professionali, i quali influenzano con le proprie scelte gli investitori retail, hanno avuto un'alta percezione di rischio di default dei corporate bond e hanno pertanto indirizzato i propri investimenti verso prodotti considerati meno rischiosi.

Q4: Pensate che una maggiore trasparenza post-negoziazione dei corporate bonds europei avrebbe aiutato a mantenere la liquidità in condizioni di tensione del mercato?

Riteniamo che una maggiore informazione soprattutto se trasparente e lineare avrebbe consentito di discernere in modo più chiaro le società sane da quelle in difficoltà e a rischio di default. Le società efficienti infatti si sono trovate nella difficoltà di emettere nuove obbligazioni per i costi eccessivi. La trasparenza avrebbe portato sicuro beneficio alla liquidità.

Q5: Secondo voi, quali sono stati i motivi principali dell'allargamento dei bid/offer spreads per i corporate bonds europei?

Come accennato precedentemente, anche l'allargamento dei bid offer spreads è stato causato dalle situazioni di stress emotivo del mercato che hanno portato a scegliere processi quale il fly to quality. I mercati in situazioni di choc o di alta volatilità hanno spesso il cosiddetto approccio "cash is king", ossia liquidano posizioni a qualsiasi prezzo senza badare alla qualità dell'asset venduto pur di mantenere il più possibile prodotti di liquidità o addirittura non investiti.

Q13: Condividete i vantaggi e gli svantaggi potenziali descritti (efficienza del processo di *price discovery*, migliore accesso all'informazione, riduzione dei costi di transazione, eccessiva trasparenza)?

In questa fase è necessario non guardare al mercato nell'ottica di operatori, ma porsi in modo oggettivo dalla parte degli investitori, soprattutto retail. Riteniamo pertanto che gli investitori europei dei corporate bonds trarranno vantaggio dalla fornitura di maggiori dati di post-negoziazione. Concordiamo sul fatto che la trasparenza post-negoziazione possa aiutare le società di investimento a rispettare i requisiti della MiFID intesi a favorire la tutela dell'investitore, come la divulgazione delle informazioni ai clienti, e possa fornire prezzi migliori agli investitori tutelandoli così da investimenti inappropriati.

Q20: Pensate che l'introduzione di maggiore informazione post-negoziazione sui prezzi possa contribuire a ripristinare la fiducia dei mercati e a mantenere la liquidità dei mercati in tempi di crisi a venire?

Sì. È fondamentale che l'investitore riacquisti la fiducia nel mercato e che si senta tutelato. Pertanto è necessario che riesca a ricevere tutte le informazioni sulle obbligazioni che acquista, deve conoscerne la struttura. È dimostrato che il rating non è un elemento di valutazione sufficiente. Le informazioni al cliente devono contenere anche dati aggiuntivi sull'obbligazione soprattutto se possono avere grande incidenza nella scelta, ad esempio l'indicazione se si tratta di un'obbligazione di tipo senior o di un'obbligazione subordinata. In caso di default dell'emittente l'investitore deve infatti sapere con che priorità verrà rimborsato ed essere cosciente che non tutte le obbligazioni sono uguali.

Q21: Pensate che una maggiore trasparenza post-negoziazione dei mercati dei corporate bond europei possa contribuire alla liquidità in normali condizioni di mercato?

Certamente sì. In normali condizioni di mercato non si hanno le stesse controindicazioni che si verificano in una situazione di stress.

Q22: In che misura i mercati dei corporate bond possono essere caratterizzati come mercati *wholesale* o *retail*? Come distinguereste tra mercati *wholesale* e *retail*?

Oltre alle consuete definizioni normative contenute nelle Direttive Europee potrebbero essere utilizzati alcuni indici identificativi quali: la conoscenza degli strumenti finanziari e del mercato, la patrimonialità e la frequenza degli scambi.

Q23: Quali sarebbero i vantaggi e gli svantaggi di un regime armonizzato di trasparenza paneuropeo per: il mercato *retail*.

Un regime di trasparenza armonizzato consentirebbe ai risparmiatori di ricevere informazioni omogenee in tutti i paesi europei e quindi conseguentemente la possibilità di una scelta più ampia con garanzie effettive e livelli di tutela adeguati.

Q24: La ridotta affidabilità del mercato dei CDS quale indicatore per il calcolo del valore/prezzo nel mercato cash in certe condizioni di mercato costituisce un problema che richiede maggiore trasparenza di post-negoziato dei cash corporate bonds?

Sì. Concordiamo che il mondo dei CDS non dia effettivamente sempre indicazioni puntuali per il calcolo del valore/prezzo del mercato cash, ma riteniamo che si tratti di un parametro aggiuntivo che potrebbe essere utile al risparmiatore per valutare l'opportunità di un investimento. Tra l'altro una maggiore trasparenza potrebbe accrescerne l'affidabilità.

Q26: Quale sarebbe il mezzo più efficace dal punto di vista dei costi per realizzare una maggiore trasparenza? Una soluzione dettata dall'industria, possibilmente basata su una road map disposta dai regolatori, o requisiti normativi obbligatori di trasparenza post-negoziato?

L'obiettivo finale resta la tutela dell'investitore, sia che si prediliga il canale regolatorio sia che si opti per una libera soluzione suggerita dall'industria. Ciò che resta di assoluta rilevanza è che le misure scelte siano rese realmente effettive e non restino parole vuote. Le informazioni al cliente devono essere su misura per lui, devono essere in linea con le sue esigenze. Potrebbe essere utile che le stesse vengano elaborate con il supporto di chi

realmente e da vicino ha a che fare con i risparmiatori e ne comprende le necessità e sa entrare in sintonia con loro, come ad esempio i promotori finanziari. Fondamentali sono i termini utilizzati, la semplicità e la chiarezza delle informazioni. Riteniamo che sia fondamentale procedere ad una mappatura dei corporate bonds esistenti distinguendo quelli con rating non speculativo da quelli high yield e concentrare le informazioni possibilmente su singola base di negoziazione, unendo anche dati aggregati e altre informazioni quali la data di emissione, la data di scadenza, il valore della cedola, lo spread di rendimento, il rating e le caratteristiche del bond (senior o subordinato). Si dovranno infine analizzare le obbligazioni con struttura sottostante particolarmente "esotica" quali ad esempio le obbligazioni reverse floater, step up etc.

Q32: Quali ritenete siano i vantaggi e/o gli svantaggi di un regime di trasparenza post-negoziazione per gli ABS- CDO- ABC?

Questi strumenti sono troppo complessi e non adatti al mercato retail, se non con il supporto di un intermediario qualificato che ha a sua disposizione le informazioni necessarie oltre che profondità di analisi e tempo per investire. La selezione effettuata dai gestori professionali (a mezzo di strumenti Sicav, OICR...) è fondamentale per garantire la tutela del risparmiatore e per evitare che lo stesso incorra in analisi troppo complesse di queste tipologie di prodotti e che non è in grado di sostenere.

Quali ritenete siano i vantaggi e/o gli svantaggi di un regime di trasparenza post-negoziazione per gli CDS?

La trasparenza di questi prodotti è di estrema importanza considerando che spesso vengono utilizzati come indicatori e condizionano fortemente il prezzo del sottostante. Pur con i limiti indicati nel documento è un dato di fatto che si tratti di un parametro utilizzato nella pratica e che richiede pertanto trasparenza assoluta.

Rimanendo a disposizione per qualsiasi chiarimento, con l'occasione si inviano cordiali saluti.

Il Presidente
Elio Conti Nibali