UNIVERSITÀ DEGLI STUDI FIRENZE

FLORE
Repository istituzionale dell'Università degli Studi di Firenze

Le obbligazioni come mezzo di provvista delle banche

Questa è la Versione finale referata (Post print/Accepted manuscript) della seguente pubblicazione:

Original Citation:

Le obbligazioni come mezzo di provvista delle banche / F. ZATTI. - In: STUDI E NOTE DI ECONOMIA. - ISSN 1590-0401. - STAMPA. - 3:(1998), pp. 49-81.

Availability:

This version is available at: 2158/226409 since:

Terms of use:

Open Access

La pubblicazione è resa disponibile sotto le norme e i termini della licenza di deposito, secondo quanto stabilito dalla Policy per l'accesso aperto dell'Università degli Studi di Firenze (https://www.sba.unifi.it/upload/policy-oa-2016-1.pdf)

Publisher copyright claim:

(Article begins on next page)

01 May 2024

LE OBBLIGAZIONI COME MEZZO DI PROVVISTA DELLE BANCHE

FILIPPO ZATTI *

1. Premessa

Le obbligazioni bancarie costituiscono senz'altro lo strumento di raccolta tipico della banca universale[1]. A prescindere da quale sia la definizione che si voglia dare di questo modello di banca, non è azzardato affermare che caratteristica peculiare della banca universale sia la possibilità di operare su tutta la gamma delle scadenze sia dal lato del passivo che da quello dell'attivo[2]. Come noto, tale libertà operativa è stata preclusa nel nostro ordinamento alle banche di credito ordinario, anche organizzate in forma societaria, fino al recepimento della seconda direttiva di coordinamento bancario n. 89/646/CEE del 15 dicembre 1989[3]. Il DLgs n. 481/92, prima, e il DLgs n. 385/93, poi, hanno rimosso questo vincolo, dando l'opportunità anche alle ex banche di deposito di emettere titoli obbligazionari[4]. Fino a quel momento è valso, infatti, il principio della specializzazione della provvista obbligazionaria, secondo il quale l'emissione di obbligazioni è stata riservata, in virtù dell'articolo 44 della Legge bancaria del '36-'38, ai soli istituti e sezioni operanti nel medio e lungo termine, previa autorizzazione della Banca d'Italia[5]. Non è

* *Dottorando in Diritto Pubblico dell'Economia presso l'Università degli studi di Roma «La Sapienza».*

1 Cfr. Oriani (1996), pag. 42. Si veda anche Meloni (1996), pag. 475.

2 Cfr. Costi (1994), pag. 197. Per una diversa definizione cfr. anche Bompani (1994), pag. 440.

3 Cfr. Baldinelli (1994), pag. 80.

4 Sul punto cfr. Campobasso (1994), pag. 475. Per le banche di credito cooperativo poteva porsi un dubbio in merito alla possibilità di effettuare la raccolta obbligazionaria, poiché l'art. 35.2, DLgs 385/93, rimette agli statuti la determinazione delle operazioni di impiego e di raccolta. In seguito la Banca d'Italia ha dissipato ogni dubbio includendo i prestiti obbligazionari tra le attività di rischio delle banche di credito cooperativo. Per una completa bibliografia in merito si veda Blandini (1996), pag. 825; cfr. anche Galletti (1997), pagg. 239- 240 e Fauceglia (1995), pag. 471.

5 Come noto, tale riserva trovava il suo fondamento nella disciplina dettata dalle leggi speciali, leggi di settore ovvero istitutive di istituti di credito speciale e sezioni e negli statuti dei singoli enti. Secondo Ruozi (1993), pag. 29, l'emissione di obbligazioni non era stata consentita «alle Aziende di Credito Ordinario perché l'eterogeneità delle forme giuridiche in cui dette aziende erano costituite avrebbe posto in condizioni di disparità le diverse banche e questo, almeno secondo le Autorità di Vigilanza cui è sempre

difficile cogliere la ragione per la quale è stato intrapreso un simile percorso. La motivazione di tale scelta è insita nella necessità di dar vita ad un mercato incentrato sulla concorrenza tra gli intermediari in risposta all'apertura dei mercati finanziari e alla concorrenza tra ordinamenti indotta dalle direttive comunitarie[6]. In quest'ottica, si comprendono meglio le motivazioni che hanno indotto il legislatore a mutare i due «architravi» della vecchia legge bancaria, ovvero la specializzazione e il rapporto banca-impresa, fornendo al sistema creditizio quei princìpi che gli sconvolgimenti causati dalla crisi della banca mista sembravano aver per sempre allontanato[7]. Il superamento della dicotomia tra aziende di credito ed istituti di credito speciale ha fatto venir meno l'esigenza dei princìpi di specializzazione temporale e settoriale coniando un nome unico per tutti gli enti creditizi, quello di banca. In questo contesto nasce l'attuale disciplina delle obbligazioni bancarie, in un parto lento e graduale il cui inizio può essere ricondotto all'esclusione della sollecitazione del pubblico risparmio per tale tipologia di strumenti finanziari (articolo 12, Legge n. 281/85). Pur tuttavia, è con i decreti attuativi della legge di riforma delle banche pubbliche (articolo 18, DLgs n. 356/90) che la disciplina comincia a prendere una sua fisionomia, occorrendo, per una più esaustiva definizione, il passaggio attraverso il decreto legislativo di recepimento della seconda direttiva di coordinamento bancario (articolo 4, DLgs n. 481/92) e l'approdo al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (articolo 12, DLgs n. 385/93). Qui la disciplina verrà sottoposta agli usuali e necessari lavori di manutenzione. Ciò si sostanzierà in eventuali revisioni delle disposizioni di Vigilanza dettate dalla Banca d'Italia e a lavori di riparazione o di miglioramento, come è già accaduto, rispettivamente, con le modifiche apportate dal-

spettata l'autorizzazione alle eventuali emissioni nei titoli bancari di qualsiasi natura, avrebbe alterato le rispettive capacità competitive». Per quanto riguarda la necessità della autorizzazione preventiva da parte della Banca d'Italia sancita dalla Legge bancaria del '36-'38, si veda Tacconi (1996), pag. 509. A riguardo si osservi, infine, che «l'emissione di obbligazioni, laddove consentita, (...) non configurava un modello di titolo "tecnicamente" differente da quello delle obbligazioni societarie»: cfr. Falcone (1998), pag. 53.

[6] Tale scelta era già prevedibile alcuni anni va, v. Ortino (1991), pag. 4: «(...) negli anni novanta il profilo della banca degli ordinamenti più progrediti sarà costituito da un soggetto operante in un mercato aperto di imprese nazionali e non nazionali in concorrenza non soltanto tra loro, ma in concorrenza anche con imprese finanziarie non bancarie di tipo assicurativo e mobiliare»; cfr. anche Meloni (1996), pag. 474. Sugli effetti conseguenti ad una tale scelta v. Oriani (1996), pag. 39: «(...) A ciò si aggiungano l'inserimento nel nostro sistema finanziario degli "enzimi" della concorrenza, indotto anche dalla integrazione dei mercati finanziari della Cee, gli effetti di taluni provvedimenti quali la liberalizzazione dell'apertura degli sportelli bancari, il rapido proliferare di forme di risparmio gestito e così via e si comprenderà come si sia ormai scatenata una vera e propria *savings war*».

[7] Cfr. Bompani (1994), pagg. 440-447.

la lettera n. 201635 del 13 agosto 1996[8] e con le modifiche ad alcuni articoli del Testo Unico bancario previste dall'articolo 64 del DLgs n. 415/96 in recepimento della direttiva 93/22/CEE sui servizi di investimento finanziari[9].

Scopo di questo lavoro è quello di dare un ulteriore contributo alla ricerca finora sviluppata sul tema delle obbligazioni bancarie alla luce delle recenti modifiche alle disposizioni di vigilanza. In particolare, dopo un breve *excursus* storico sull'evoluzione dei provvedimenti normativi che hanno interessato la materia, la nostra attenzione si focalizzerà sugli effetti che il nuovo regime fiscale dei certificati di deposito ha provocato sulle emissioni di obbligazioni, e, più in generale, sulla politica di raccolta delle banche. In questo contesto cercheremo di enucleare quali possano essere le conseguenze della ricomposizione della provvista sulla gestione della tesoreria. In conclusione, dedicheremo la nostra attenzione al problema della quotazione delle obbligazioni bancarie. Fino ad oggi, le banche hanno usufruito solo in parte di questa possibilità. E questo vale, soprattutto, per le banche quotate in Borsa che avrebbero avuto la possibilità di quotare di diritto le proprie obbligazioni sul Mercato telematico al dettaglio delle obbligazioni di natura privata e dei titoli di Stato (Mot). Si tratta, come vedremo, di una questione di fondamentale importanza sia per le banche sia, soprattutto, per i risparmiatori.

2. **Le obbligazioni nella raccolta in titoli delle banche: dalla Legge bancaria del '36-'38 al TU**

La banca di deposito «tradizionale», vale a dire quel modello di banca parzialmente riscontrabile nella realtà del sistema bancario italiano degli anni Cinquanta e Sessanta, attua la raccolta non in base ad una politica ben definita, né secondo una precisa strategia. D'altronde, l'elevata liquidità dell'economia e la scarsità di strumenti di investimento del risparmio alternativi ai depositi, fanno sì che in quegli anni le banche non debbano utilizzare particolari accorgimenti per far affluire le risorse finanziarie ai loro sportelli[10]. In questo modello di banca, l'attività di intermediazione mobiliare ha carattere residuale e consiste nelle tradizionali attività di negoziazione e di amministrazione e custodia. Se si eccettuano i titoli di Stato a medio e lungo ter-

[8] Tali modifiche sono state recepite dalla nuova versione del Cap. XLVII delle Istruzioni di Vigilanza pubblicata nella *Gazzetta Ufficiale* n. 4 del 7 gennaio 1997 e in Banca d'Italia (1996b).

[9] Articolo ancora in vigore, avendo il DLgs n. 58/98 (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della Legge 6 febbraio 1996, n. 52, in GU 26 marzo 1998, n. 71, suppl. ord. n. 52/L), entrato in vigore il 1° luglio 1998, abrogato il DLgs n. 415/96 eccetto gli articoli 60, comma 4, 62, 63, 65 e, appunto, 64.

[10] Cfr. Fabrizi (1996).

mine, i valori mobiliari negoziati sono soprattutto le obbligazioni degli istituti e delle sezioni di credito speciale collegati. Le banche di deposito diventano così parte di un circuito di « doppia intermediazione»[11] attraverso il quale garantiscono sia la sottoscrizione delle obbligazioni e delle cartelle fondiarie degli istituti e sezioni di credito speciale, che, più in generale, la realizzazione di quel disegno di politica creditizia che vede riservata soltanto a questi intermediari creditizi la raccolta obbligazionaria[12]. In definitiva, ciò che la Legge bancaria del '36-'38 postula è la netta separazione tra il tipo di risparmio che alimenta la provvista delle aziende di credito e quello che alimenta la provvista degli istituti speciali. Il risultato è un «armonioso disegno architettonico» in cui «il sistema bancario italiano si delinea composto di aziende di credito e di istituti speciali, le prime poggianti su una base di risparmiatori-depositanti, le seconde su una base di risparmiatori-obbligazionisti»[13]. Per la verità la Legge bancaria del '36-'38 non impediva la raccolta a medio e lungo termine da parte delle aziende di credito[14]. L'unico accenno al criterio della specializzazione è rinvenibile negli articoli 5 e 6 della legge medesima. È noto, tuttavia, che le intitolazioni dei provvedimenti legislativi e le rubriche degli articoli non costituiscono testo di legge e non vincolano l'interprete. In effetti, «il legislatore del 1936 ha inteso semplicemente individuare due diverse categorie di banche, nei confronti delle quali graduare un diverso sistema di vigilanza, individuato, appunto, ai titoli V e VI della legge bancaria»[15]. Di conseguenza, se appare condivisibile la tesi

[11] Con questa locuzione, come noto, si indica la circostanza secondo la quale fra i soggetti in avanzo e quelli in *deficit* si interpone più di un intermediario (v. Biffis, 1994, pag. 2): «... Il meccanismo risultava essere il seguente: presso le banche, le fonti acquisite a breve (depositi) venivano utilizzate per sottoscrivere titoli obbligazionari a scadenza protratta emessi dagli istituti di credito speciale i quali utilizzavano quelle fonti per concedere mutui».

[12] Cfr. Bisoni (1979), pag. 55. A partire dal 1970 le aziende di credito hanno progressivamente incrementato i propri acquisti di obbligazioni sino a possedere il 70 per cento delle obbligazioni in circolazione. Ciò, a causa sia della sempre minor domanda di valori mobiliari da parte dei privati, sia della minor stabilità dei corsi dei titoli e del minor potere d'acquisto della moneta, sia della crescente remunerazione dei depositi bancari. Tale situazione aveva indotto la Banca d'Italia a favorire il trasferimento del risparmio dalle banche di deposito agli istituti di credito speciale «dapprima attraverso l'inclusione dei titoli da essi emessi tra quelli utilizzabili per il soddisfacimento degli obblighi di riserva e, più tardi, attraverso l'introduzione del vincolo di portafoglio».

[13] Così Pin (1978), pag. 215.

[14] Come è noto, è impreciso affermare che la legge bancaria non consentisse alle aziende di credito di emettere obbligazioni: «questa affermazione era frutto di un equivoco, confondendo la prassi pilotata della Banca d'Italia con la disciplina giuridica: non sussistevano», infatti, già allora «vincoli giuridici (né in norme primarie, né in norme secondarie) perché le aziende di credito» organizzate in forma di «società per azioni non potessero emettere obbligazioni»: cfr. Porzio (1993), pag. 3. Sul punto si veda anche ABI (1995), pag. 10.

[15] V. Bompani (1990), nota 13, pag. 138. Si ricorda che il Titolo V riguardava la «Disciplina degli Istituti, imprese ed enti raccoglitori di risparmio a breve termine»,

sostenuta in dottrina in base alla quale, nel precedente assetto normativo l'autentico tratto discriminante tra aziende ed istituti di credito era rinvenibile nella possibilità di raccolta a vista consentita alle prime e preclusa ai secondi[16], può ritenersi sostenibile «l'ulteriore argomentazione secondo la quale la peculiare distinzione operativa tra le due categorie di enti creditizi» può «essere rintracciata nell'emissione di obbligazioni, facoltà riconosciuta agli istituti e impedita alle aziende»[17]. La ragione di questo diverso atteggiamento delle autorità creditizie risiede nel fatto che gli istituti di credito speciale «traggono i fondi con cui operano da risparmiatori che sono in grado di badare a se stessi, cioè da risparmiatori meno sprovveduti che, al deposito in banca, la forma più sicura e più liquida di mantenimento del risparmio, hanno affiancato la sottoscrizione o l'acquisto di titoli obbligazionari, essendo ben consapevoli della maggior alea che tal genere di investimento finanziario comporta»[18]. I depositi a breve, invece, rappresentano «la forma di conservazione del risparmio famigliare di prima linea»[19]. Proprio per ovviare alla maggiore aleatorietà dell'investimento in titoli obbligazionari le banche offrono una garanzia implicita di stabilità del corso che, in seguito alla pesante caduta delle quotazioni avvenuta tra la fine degli anni Sessanta e gli inizi degli anni Settanta, si rivela un vero e proprio errore di carattere strategico. Tale errore fa emergere con assoluta chiarezza l'impreparazione delle banche di deposito a svolgere un minimo di attività di consulenza finanziaria e, soprattutto, l'evidente funzione strumentale da esse attribuita all'attività di negoziazione in titoli con la clientela in funzione della necessità di favorire per questa via la provvista delle sezioni e degli istituti di credito speciale.

3. **La vigente disciplina delle obbligazioni bancarie**

Come osservato in dottrina, l'inizio del processo che porta alla nuova disciplina delle obbligazioni bancarie può essere fatto risalire all'articolo 12 della Legge n. 281/85, con il quale si sottrae l'emissione di obbligazioni alla disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio[20]. La *ratio* di una tale esclusione risiede nel fatto che l'emissione di obbligazioni da parte di una banca costituisce «una forma tecnica

---

mentre il Titolo VI la «Disciplina della raccolta del risparmio a medio e lungo termine». Cfr. anche Falcone (1998), pag. 53: «(...) la fonte del principio di specializzazione di capacità operativa tra aziende ed istituti di credito, quanto all'emissione di titoli obbligazionari, è da ricercarsi nella delibera Cicr 28 gennaio 1963, che riservava la raccolta in titoli oltre il breve termine agli allora istituti di credito speciale».

16 Cfr. Costi (1994), pag. 188.

17 V. Baldinelli (1994), pag. 80.

18 V. Pin (1978), pag. 215.

19 V. Pin (1978), pag. 215.

20 Cfr. Bianchi A. L. (1994), pag. 651.

di quella raccolta del risparmio tra il pubblico che rappresenta... per definizione, parte dell'attività di impresa tipica della banca»[21]. L'opera di *delegificazione* e di *decodificazione* della disciplina delle obbligazioni bancarie prosegue con l'articolo 18 del DLgs n. 356/90[22] e con l'articolo 4 del DLgs n. 481/92[23] per completarsi con l'articolo 12 del TU che, rimuovendo anche l'ultimo ostacolo dell'obbligo della previsione statutaria, estende a tutte le banche la possibilità di finanziarsi tramite questo mezzo di provvista[24]. Ne risulta un quadro in cui le obbligazioni bancarie possono considerarsi come una *species* nell'ambito del più ampio *genus* delle obbligazioni[25]. In effetti, l'attrazione della disciplina delle obbligazioni bancarie nella sfera regolamentare della vigilanza prudenziale, rende superflue le cautele sostanziali e procedimentali della disciplina di diritto comune, dalle limitazioni di cui all'articolo 2410 e segg. del Codice civile, alle modalità di delibera del prestito, la cui competenza è attribuita all'organo amministrativo[26].

Secondo quanto stabilito dalle Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia emanate in attuazione dell'articolo 12 del TU, comma quinto, le emissioni di obbligazioni bancarie, sin dalla prima versione del 31 gennaio 1994, non sono sottoposte ad alcun tipo di vincolo quantitativo in relazione al capitale versato ed esistente al momento dell'emissione[27]. Non solo, ma, proprio in ragione della natura di mezzo di

[21] V. Marchetti (1994), pag. 486.
[22] Si veda per un approfondimento la nota (2), in Blandini (1996), pag. 821.
[23] Cfr. Campobasso (1994), pag. 474. Per una dettagliata ricostruzione dell'evoluzione della disciplina si rinvia a Meloni (1996), pagg. 473-475.
[24] In proposito cfr. Tacconi (1996), pag. 510; cfr. Galletti (1997), pag. 244.
[25] Cfr. Marchetti (1994), pag. 488: anche se le obbligazioni bancarie condividono la caratteristica tipologica di titoli di massa delle obbligazioni del diritto societario, è anche vero che in sede regolamentare si dettano per esse delle caratteristiche specifiche, tanto da «poter concludere che il combinato operare della norma primaria e di quella regolamentare assegnano alle obbligazioni bancarie la fisionomia di una *species* tipizzata nell'ambito del *genus* delle obbligazioni». Cfr. anche Galletti (1997), pag. 241. Si rinvia per una disamina comparata dell'evoluzione della normativa a Falcone (1998), pagg. 53-55.
[26] Sulla possibilità di delega della competenza all'emissione di obbligazioni ad un organo diverso dal consiglio di amministrazione, sia esso l'amministratore delegato o il comitato esecutivo, si vedano Marchetti (1994), pag. 492; Porzio (1993), pag. 16; Bianchi A. L. (1994), pag. 652; Fauceglia (1995), pag. 473; Blandini (1996), pag. 839; Galletti (1997), pagg. 241-242; Falcone (1998), pagg. 58-62.
[27] Ciò diversamente da quanto previsto nel vecchio ordinamento creditizio, ove gli istituti di credito speciale e le sezioni che erano abilitati alla provvista obbligazionaria, ai sensi dell'art. 44 della Legge bancaria del '36, come noto, erano sottoposti a limiti e vincoli quantitativi all'emissione a seconda della propria specializzazione settoriale: si veda in proposito Banca d'Italia (1992), pagg. 5-8. In particolare, per gli istituti di credito mobiliare, il DM Tesoro 23 dicembre 1981, unitamente al DM 2 maggio 1992, n. 435584, stabiliva che l'ammontare della raccolta sotto forma di emissione di obbligazioni non dovesse superare, congiuntamente a quella effettuata mediante emissione di

provvista che viene riconosciuta alle obbligazioni non convertibili o convertibili in titoli di altre società emesse dalle banche, gli adempimenti previsti dalla nuova legge bancaria sono molto semplificati rispetto a quelli previsti dalle norme codicistiche. Il Capitolo XIII delle Istruzioni di Vigilanza, in applicazione dell'articolo 129 del TU, nell'ultima versione data dal DLgs n. 415/96, esenta le banche dall'effettuare la comunicazione preventiva alla Banca d'Italia se l'importo in emissione, o, comunque, l'ammontare di tutte le operazioni effettuate nei dodici mesi *precedenti*, è inferiore a cento miliardi, qualunque siano le caratteristiche, *standard* o non, delle obbligazioni[28]. La *deregulation* ha interessato da ultimo anche la normativa regolamentare che ha eliminato la previsione di uno dei due criteri distintivi le modalità di emissione, il criterio patrimoniale, lasciando inalterato quello riguardante le caratteristiche della raccolta, in base al quale le obbligazioni possono avere, o meno, caratteristiche di mercato[29]. Come noto, per emissioni con caratteristiche di mercato si intendono attualmente quelle di importo non inferiore a 300 miliardi di lire ovvero quelle «quotabili». In sostanza, non vi è differenza con la definizione data nella precedente versione delle Istruzioni di Vigilanza. Si noti, però, che per la seconda fattispecie di obbligazioni viene usato un appellativo diverso, emissioni «quotabili», anziché quello di emissioni potenzialmente «destinate alla quotazione nei mercati regolamentati»[30]. La distinzione, tuttavia, è solo apparentemente formale. Infatti, se nelle precedenti Istruzioni di Vigilanza «non sono previsti vincoli di taglio o di importo ulteriori rispetto ai requisiti previsti dalla disciplina Consob per la quotazione delle obbligazioni bancarie», secondo la «nuova disciplina» sono da considerarsi «quotabi-

---

certificati di deposito e buoni fruttiferi, un ammontare di trenta volte il patrimonio di vigilanza. Si rinvia per un interessante approfondimento della questione teso ad affermare la sostanziale carenza di significatività del limite patrimoniale all'emissione a Blandini (1996), pagg. 826-829 e a Galletti (1997), pagg. 245-248 con riferimento alla eliminazione dell'organizzazione dei possessori di obbligazioni bancarie. Con riferimento a quest'ultimo tema, e più in generale alla specificità delle obbligazioni bancarie rispetto a quelle di diritto societario comune, si vedano le interessanti considerazioni di profilo costituzionale riassunte in Falcone (1998), pagg. 56-57.

[28] Per la definizione di obbligazioni aventi caratteristiche *standard* si veda Banca d'Italia (1995), pag. 12. Si osservi che la validità del limite massimo ivi indicato è sospesa fino a quando il Capitolo XIII delle Istruzioni di Vigilanza non verrà modificato, così come dispone l'ultimo comma dell'art. 129 del TU nella versione introdotta con il DLgs n. 415/96.

[29] Si veda la lettera circolare della Banca d'Italia n. 201635 del 13 agosto 1996 e Banca d'Italia (1996b).

[30] Il significato attribuito a tale espressione non risultava immediato tanto che (cfr. Tacconi, 1996, pagg. 510-511) «... si era già reso necessario un intervento chiarificatore della Banca d'Italia che con circolare del 20 luglio 1994 aveva precisato che erano destinate alla quotazione tutte le obbligazioni potenzialmente tali a prescindere dall'effettiva quotazione, dotate dei requisiti prescritti dai regolamenti Consob in materia elencati nelle Istruzioni di vigilanza».

li», quelle emissioni che «soddisfino *oggettivamente* tutti i requisiti richiesti dalla Consob per l'ammissione alla quotazione». Sin da una prima riflessione, è sembrato di poter interpretare quell'*oggettivamente* con riferimento alla circostanza che non tutti i requisiti del *Regolamento per l'ammissione alla quotazione* adottato con Delibera Consob n. 4088/89, e successive modifiche e integrazioni, fossero stati richiesti in passato per le banche. Si pensi, in particolare, ai requisiti degli emittenti stabiliti all'articolo 6 del citato Regolamento[31], vale a dire la certificazione del bilancio e il livello del patrimonio netto non inferiore a cinquanta miliardi di lire valido «... per le società e gli enti che svolgono attività bancaria». D'altronde, tale previsione era implicitamente derogata dal criterio patrimoniale adottato nelle Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia in relazione alle modalità di emissione delle obbligazioni bancarie, ovvero il patrimonio ai fini di vigilanza. In proposito si osservi che la definizione di patrimonio netto fornita dalla Delibera Consob appena citata: «... l'ammontare complessivo, risultante dall'ultimo bilancio approvato, e dalle eventuali operazioni sul capitale intervenute ed eseguite dopo l'approvazione di tale bilancio, del capitale versato ... e delle riserve, diminuito delle perdite di esercizi anteriori riportate a nuovo ed aumentato degli utili di esercizio non distribuiti». È facile dedurre che tale aggregato non comprenda, a differenza di quello definito ai fini di vigilanza, i prestiti subordinati e quei fondi aventi natura di riserva risultanti non impegnati verso terzi (fondo rischi su crediti e fondo per rischi bancari generali). Dunque, in generale, si può concludere che il patrimonio netto può rappresentare per le banche un vincolo più restrittivo rispetto a quello del patrimonio di vigilanza.

Si osservi, tuttavia, come con il passaggio di consegne dei compiti di organizzazione del mercato alla società di gestione, Borsa italiana Spa, in seguito alla privatizzazione della Borsa prevista nel DLgs n. 415/96, spetta a quest'ultima stabilire «le condizioni e le modalità di organizzazione e funzionamento (...), in particolare quelle relative all'ammissione, esclusione e sospensione degli strumenti finanziari dalle negoziazioni»[32]. Dunque, è da ritenersi implicitamente derogata la Delibera Consob, sopra menzionata, dal «Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana S.p.a.» che la Consob con Delibera n. 11091 del 12 dicembre 1997 ha ritenuto idoneo. In particolare, l'ammissione a quotazione dei titoli obbligazionari è disciplinata dal Capo III del Regolamento sopra citato. Se così è, e non sembrano esservi incongruenze tali da far pensare il contrario, le conclu-

[31] L'art. 11 del Regolamento Consob adottato con delibera n. 4088 del 24 maggio 1989 riguarda invece i requisiti *oggettivi* che i prestiti obbligazionari devono presentare per essere ammessi alla quotazione.
[32] V. Borsa italiana Spa (1997), art. 1.1.3, pag. 1.

sioni alle quali si è giunti commentando la Delibera Consob 4088/89 non sarebbero più pertinenti. Infatti, residua, tra i requisiti soggettivi degli emittenti, solo quello della pubblicazione e del deposito, conformemente al diritto nazionale, dei bilanci, anche consolidati, degli ultimi tre esercizi annuali, di cui almeno l'ultimo certificato (v. articolo 2.2.1, commi 1 e 2, del Regolamento Borsa italiana Spa)[33]. Tuttavia, si fa notare che le disposizioni regolamentari della Banca d'Italia fanno esplicito e specifico riferimento ai requisiti richiesti dalla Consob per l'ammissione a quotazione. Anche se l'unica differenza risulta nel venir meno del criterio patrimoniale, in analogia a quanto stabilito nella disciplina regolamentare delle obbligazioni bancarie rilasciata per ultimo dalla Banca d'Italia, sembra opportuno un intervento chiarificatore dell'Organo di Vigilanza, soprattutto alla luce della nuova distribuzione delle competenze tra Consob e società private di gestione dei mercati.

Per le emissioni che non hanno queste caratteristiche, e, comunque, per quelle di importo inferiore a 300 miliardi di lire, la Banca d'Italia ha deciso di modificare il taglio minimo che, con una sensibile diminuzione, è stato portato a venti milioni di lire dai cento milioni di lire fissati nelle precedenti Istruzioni di Vigilanza[34]. Si tratta di una scelta alla quale l'Organo di Vigilanza è stato, per così dire, *costretto*

[33] Per quanto riguarda i requisiti *oggettivi* la normativa regolamentare della Borsa italiana Spa prevede (art. 2.2.6) che le obbligazioni siano emesse a fronte di un prestito il cui ammontare residuo sia almeno di 30 miliardi di lire (contro i 5 previsti nella Delibera Consob 4088/89), potendo essere accettato un ammontare inferiore qualora Borsa italiana Spa ritenga che possa formarsi un mercato sufficiente, e siano diffuse tra il pubblico o presso investitori professionali in misura ritenuta adeguata dalla Borsa Italiana per soddisfare l'esigenza di un regolare funzionamento del mercato (presunta in precedenza – nella Delibera Consob in parola – quando, all'atto del collocamento, siano ripartite per almeno il 25 per cento dell'ammontare del prestito, tra un numero di obbligazionisti non inferiore a 200). Caratteristiche che possono essere in contrasto con la scelta delle banche di procedere a collocamenti privati senza ricorrere alla formula del sindacato e all'offerta del pubblico risparmio per vendere le proprie obbligazioni (v. *infra*): cfr. Bufacchi (1996), pag. 24.

[34] Si osservi l'evoluzione della disciplina regolamentare con riferimento al taglio minimo delle obbligazioni non aventi caratteristiche di mercato: la disciplina regolamentare nella prima stesura del 31 gennaio 1994 prevedeva un taglio minimo unitario di L. 100 milioni, che aveva dissuaso le banche minori a sperimentare questo nuovo mezzo di provvista. In seguito, dopo il DL n. 323/96, la Banca d'Italia interviene a modificare le Istruzioni di Vigilanza con lettera circolare del 13 agosto 1996 nella quale si prevede la possibilità di emettere obbligazioni non aventi caratteristiche di mercato con taglio minimo unitario di L. 20 milioni. Da ultimo, la Banca d'Italia è intervenuta nuovamente con la modifica al Cap. XLVII delle Istruzioni di Vigilanza prevedendo la possibilità per le banche di emettere le obbligazioni in parola con taglio minimo di L. 20 milioni ma per importi comunque multipli di L. 5 milioni, anche nell'ambito di una stessa emissione: ciò sta a significare che la clientela potrà sottoscrivere importi superiori multipli di L. 5 milioni. In altre parole, mentre in precedenza un cliente poteva sottoscrivere L. 20 milioni nominali, oppure L. 40 milioni nominali, e così via, ora può sottoscrivere L. 20 milioni nominali, oppure L. 25 milioni nominali, e così via.

in seguito all'aumento dell'aliquota fiscale sui certificati di deposito a medio termine, provvedimento che ha reso palesi quegli elementi di distorsione competitiva impliciti nella precedente disciplina di vigilanza. La previsione del taglio minimo dei cento milioni era stata giustificata con la necessità di garantire una tutela alternativa a quella della agevole negoziabilità dei titoli. Il taglio grande aveva il compito di «... "filtrare" il risparmio "consapevole"»[35], ed, inoltre, era stato ritenuto idoneo a «... far sì che i titoli non sottoposti allo scrutinio del mercato (e non garantiti da Fondi di tutela dei depositi)»[36] fossero «destinati al collocamento "a fermo"»[37], ovvero presso investitori istituzionali e risparmiatori, in qualche misura, «consapevoli»[38]. Le difficoltà di smobilizzo dell'investimento proprie dei titoli di taglio siffatto erano, secondo la Banca d'Italia, evitabili in quanto le banche avrebbero potuto procedere al riacquisto dei propri titoli sul mercato. Sebbene l'intendimento perseguito dall'Organo di Vigilanza con il provvedimento citato sia ampiamente condivisibile, ci si chiede se un taglio di venti milioni di lire, nell'ottica delle previgenti Istruzioni, sia sufficiente a garantire di filtrare il risparmio consapevole. Probabilmente no. D'altronde, la Banca d'Italia, di fronte alla situazione di difficoltà in cui si erano trovate tante banche di piccole dimensioni in seguito all'aumento delle aliquote sui certificati di deposito a medio termine, ha optato per una soluzione che, da un lato, attenuasse gli effetti distorsivi della previsione di un taglio minimo di cento milioni e, dall'altro, mantenesse la distinzione tra obbligazioni aventi caratteristiche di mercato, e non, a tutela del pubblico risparmio.

Che si tratti di una disciplina regolamentare *in fieri* ne è testimonianza il fatto che le modifiche recentemente apportate in tema di taglio minimo, per le obbligazioni non aventi caratteristiche di mercato, sono state nuovamente modificate dalla possibilità di sottoscrivere obbligazioni non aventi caratteristiche di mercato per multipli di L. 5 milioni oltre il taglio minimo[39]. Probabilmente, si tratta ancora di

---

35 V. Banca d'Italia (1994), pag. 27.

36 Si noti che per essere efficace la non esistenza della copertura a garanzia delle obbligazioni bancarie dei Fondi di tutela dei depositi deve risultare dal contesto letterale del titolo. Da ciò si può dedurre che anche le obbligazioni bancarie, pur non essendo depositi, potrebbero essere coperte da tale garanzia. Di questa opinione, Blandini (1996), pagg. 859-863, al quale si rinvia per un approfondimento dell'argomento alla luce del recepimento nel nostro ordinamento della direttiva 94/19/CEE del 30 maggio 1994.

37 V. Banca d'Italia (1994), pag. 28.

38 Cfr. Di Battista (1996), pag. 119.

39 Come si può facilmente constatare, l'applicazione della nuova disciplina, notevolmente innovativa rispetto a quella precedente, ha richiesto che il passaggio dal vecchio al nuovo sistema avvenisse in modo graduale interpretando le norme alla luce della situazione reale e dei mutamenti di volta in volta intervenuti. A conferma della scelta di questo metodo di procedere si veda la lettera dell'ABI alla Banca d'Italia del 16 marzo 1994, prot. CS/002441, Roma (cfr. ABI, 1994a).

una versione provvisoria della disciplina di vigilanza, alla quale la Banca d'Italia porrà di nuovo mano, magari una volta che saranno emanate nuove disposizioni per l'ammissione alla quotazione delle obbligazioni bancarie sul mercato regolamentato previsto dall'articolo 64.4 del DLgs n. 415/96[40] e che il legislatore procederà ad un nuovo riordino della tassazione delle rendite finanziarie[41]. In attesa dei futuri aggiornamenti, non si può, tuttavia, ignorare come l'attuale disciplina delle obbligazioni bancarie abbia favorito la cosiddetta «cannibalizzazione» dei certificati di deposito. Indubbiamente, tale effetto è conseguenza *in primis* del venir meno della caratteristica di neutralità dell'elemento fiscale. Il voler attenuare gli elementi di distorsione competitiva presenti nel sistema ha avuto come effetto uno snaturamento dell'uso delle obbligazioni bancarie. Molte banche, infatti, si sono confrontate con questo nuovo strumento di provvista per una ragione squisitamente pratica: il minor costo, al lordo delle imposte, delle obbligazioni rispetto ai certificati di deposito di pari durata.

Se si parte dalla constatazione che tutte le emissioni non aventi caratteristiche di mercato nascono proprio dall'esigenza di modificare la composizione della provvista in seguito al nuovo regime fiscale applicato ai certificati di deposito, si capisce allora la ragione per la quale le banche di piccole dimensioni e, più in generale, quelle banche con un patrimonio di vigilanza inferiore ai 50 miliardi di lire, non avevano avuto interesse a sondare questa nuova opportunità. Tuttavia, già sin dalla prima versione della disciplina regolamentare si poteva pensare ad una forma di tutela alternativa più efficace per gli investitori, che non quella del maggior taglio minimo[42]. Si sarebbe potuto creare una distinzione all'interno della categoria obbligazioni bancarie fondata non tanto sul criterio patrimoniale ma con riferimento esclusivo alla quotazione, e non alla «quotabilità» del prestito[43]. In

[40] L'art. 64.4 del DLgs n. 415/96 recita: «L'art. 12 del TU bancario è così modificato: a) il comma 2 è abrogato, ma continua ad applicarsi fino alla data indicata nell'autorizzazione dell'esercizio del mercato regolamentato previsto dall'art. 56 nel quale sono negoziate le obbligazioni bancarie». Si ricorda che il DLgs n. 58/98 ha lasciato in vigore l'art. 64, come espressamente previsto all'art. 214.1 lett. jj).

[41] Si fa presente, a titolo informativo, che all'indomani della presentazione della legge finanziaria per il 1997, erano circolate voci, poi non suffragate dai fatti, di un aumento dell'aliquota fiscale (al 18 per cento) sugli interessi delle obbligazioni emesse dalle banche. Si veda a riguardo Caleffi (1997), pag. 10.

[42] Anche se tale disciplina regolamentare sarebbe andata contro quanto stabilito dal decreto n. 242631 emanato dal Ministro del Tesoro il 22 giugno 1993, sembrano molto pertinenti le osservazioni che Di Pasquali ha enucleato in merito alla fissazione del limite dei 300 miliardi di lire e della previsione di prestiti privi a priori delle caratteristiche di mercato, essendo lo strumento obbligazionario definibile come tale per sua natura: cfr. Di Pasquali (1996b), pag. 265.

[43] Come fa notare all'indomani dell'emanazione della Circolare del 31 gennaio 1994 Marchetti (cfr. Marchetti, 1994, pag. 492), potendosi per le banche determinare in via amministrativa le condizioni di emissione, poteva essere utilizzato questo strumento

questo caso, la tutela affidata in precedenza al livello di patrimonializzazione della banca sarebbe garantita indirettamente dal controllo esercitato dalla Consob all'atto della presentazione del prospetto informativo per l'ammissione a quotazione. Alla Banca d'Italia spetterebbe il compito di vigilare affinché le obbligazioni non arrivino a rappresentare una quota significativa delle passività delle banche tale da contrastare con una sana e prudente gestione delle stesse. Oltre ai poteri derivantegli dai compiti di vigilanza ad essa attribuiti dal legislatore, la Banca d'Italia potrebbe inoltre utilizzare il ruolo di controllore del mercato primario (cfr. articolo 129 TU e Capitolo XIII delle Istruzioni di Vigilanza) per operare una attenta vigilanza sull'ammontare e sulle caratteristiche tecnico-economiche dei prestiti obbligazionari sia al momento dell'emissione (segnalazione preventiva) che una volta collocati (segnalazione consuntiva)[44].

Le condizioni di trasparenza e omogeneità delle obbligazioni bancarie, esigenza tipica dei sottoscrittori, verrebbe garantita dalla quotazione «obbligatoria»[45] per i titoli di durata originaria superiore a cinque anni e facoltativa per quelli a medio termine[46]. Oppure, si potrebbe di nuovo far ricorso allo strumentario fiscale, aumentando l'aliquota fiscale, ad esempio al 18 per cento, per i prestiti obbligazionari non quotati. La quotazione allora diventerebbe, anche per i titoli di durata originaria inferiore a cinque anni, una scelta strategica in quanto che consentirebbe teoricamente agli emittenti più visibili sul mercato di diminuire il costo del finanziamento. Viceversa, le obbligazioni non quotate sarebbero penalizzate, proprio a causa della man-

---

per consentire alle banche con azioni quotate l'emissione soltanto di «obbligazioni con caratteristiche di mercato», «per indurre... alla effettiva quotazione, superando così in tale settore la contraddizione, pure "di sistema", tra l'enunciazione di una quotazione di diritto e l'assenza poi dei requisiti perché essa abbia corso». Per una disamina dei problemi legati alla quotazione delle obbligazione bancarie, si rinvia al § 6.

[44] Si ricorda che l'Organo di Vigilanza ha tre livelli d'intervento nell'autonomia delle banche di procedere a raccolta con emissione di obbligazioni, essendo tali, rispettivamente, il livello della predeterminazione delle caratteristiche tipologiche delle obbligazioni (cfr. art. 12, comma quinto, e relative Istruzioni di Vigilanza), il livello di intervento di differimento o divieto a fini di stabilità dei mercati assunto ai sensi dell'art. 129, comma quarto, ed infine, il livello del provvedimento specifico di vigilanza regolamentare nei confronti di singole banche (cfr. art. 53, comma terzo, lett. *d*), al fine del contenimento del rischio e della adeguatezza patrimoniale, che ben può consistere in ulteriori limitazioni all'emissione di obbligazioni.

[45] Sul riconoscimento di un grave *deficit* di trasparenza del mercato obbligazionario si vedano le Relazioni per il 1995 della Consob e della Banca d'Italia (*infra*). In merito all'obbligatorietà, per una opinione contraria, si rinvia a Di Pasquali, Sabatini, Zanoli (1997), pag. 75.

[46] Inoltre, in previsione della quotazione in un mercato regolamentato e al fine di consentire una maggiore omogeneità delle obbligazioni bancarie quotate si potrebbe pensare al rispetto di certe caratteristiche *standard*, ad esempio quelle stesse previste dal Cap. XIII delle Istruzioni di Vigilanza al fine dell'obbligo della segnalazione preventiva dell'emissione alla Banca d'Italia.

cata «certezza» per il risparmiatore della congruità del prezzo di dismissione o di investimento successivo all'emissione. Non solo, in questo modo potrebbero essere prevenuti quei fenomeni di forzato riacquisto in massa di proprie obbligazioni da parte delle banche causati da inaspettati mutamenti nei comportamenti della clientela in relazione ad eventi di natura esogena riguardanti i mercati finanziari, difficilmente prevedibili, o di natura endogena, legati cioè alla situazione patrimoniale e reddituale della banca[47]. Questa soluzione, inoltre, consentirebbe di ovviare all'insufficiente sviluppo del mercato dei titoli in questione a più di quattro anni dall'emanazione della disciplina che ha innescato un sempre più frequente ricorso delle banche allo strumento obbligazionario per la raccolta del risparmio a medio e lungo termine. Favorire la quotazione delle obbligazioni emesse dalle banche con azioni quotate in Borsa, contribuisce ad incrementare i costi della raccolta proprio a sfavore di queste ultime e non incentiva la richiesta di quotazione[48]. Le banche non quotate ed, in particolare, quelle di piccole dimensioni hanno avuto così la possibilità di continuare a finanziarsi a tassi inferiori a quelli di mercato, contando sulla possibilità di rivolgersi a quella parte di clientela fidelizzata, con una cultura finanziaria medio-bassa e l'unica esigenza di vedersi riconosciuti rendimenti certi a scadenze certe anche se inferiori a quelli sui titoli di Stato o di altre obbligazioni similari di pari durata. Non è un caso che i sottoscrittori di certificati di deposito emessi da queste banche, anche dopo l'entrata in vigore del DL n. 323/96, abbiano modificato molto gradualmente la loro preferenza per i certificati di deposito nonostante il minor rendimento netto alla scadenza loro proposto. E, talvolta, solo per portarsi a casa il titolo materiale, nonostante che anche per le obbligazioni esista la possibilità di stampare i certificati[49]. La riottosità dei clienti a modificare tipo di investi-

[47] Si potrebbe parlare per assurdo anziché di «corsa agli sportelli» per ritirare i depositi, di «corsa ai consulenti finanziari» per rivendere le obbligazioni della banca. Si noti, che la disciplina di vigilanza non impedisce alle «... banche di procedere al riacquisto, sul mercato, delle obbligazioni emesse» (cfr. il Cap. LVII, Sezione II, delle Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia, pag. 5), né di provvedere al loro ricollocamento immediato o, comunque, rapido così come previsto dalla disciplina di vigilanza per i certificati di deposito. In proposito Comana (cfr. Comana, 1988, pag. 248), in tempi non sospetti, nell'auspicare l'estensione operativa e temporale alle banche, aveva ben previsto questa possibilità: «Va da sé che occorrerebbe imporre la regola per cui sia vietata ogni negoziazione concernente tali titoli da parte della banca emittente, così da evitare che il vincolo formale di scadenza risulti, nei fatti, aggirato. L'emissione obbligazionaria si presenterebbe quindi con caratteri del tutto analoghi a quelli che si danno con riferimento ad ogni altro tipo di azienda».

[48] Si rinvia al § 6 per un approfondimento di questo argomento.

[49] Tuttavia, per le banche non è conveniente provvedere alla materializzazione dei titoli obbligazionari, sia da un punto di vista economico sia da un punto di vista organizzativo. Cfr. ABI (1997b), pag. 2: «è stata prevista la possibilità di emettere obbligazioni anche senza la consegna materiale dei titoli, purché al cliente sia rilasciata una

mento è stata vinta «camuffando» le obbligazioni da certificati di deposito, utilizzando a tale fine tutte le possibilità fornite dalla disciplina regolamentare.

Le nuove disposizioni di Vigilanza, infatti, ribadiscono che la durata originaria delle obbligazioni bancarie può essere anche inferiore a 3 anni, purché la durata media non scenda al di sotto dei 24 mesi, come indirettamente era stato previsto dalle Istruzioni di Vigilanza ai fini della comunicazione preventiva all'emissione per i titoli dalle caratteristiche *standard*[50]. In particolare, viene introdotta una definizione di «"durata media delle obbligazioni" come la media ponderata delle scadenze delle quote capitale con pesi pari alle quote capitale medesime»[51].

In base a questa definizione, a differenza di quanto previsto in precedenza, sembra possibile, al di là di ogni dubbio residuo, emettere prestiti con durata inferiore a 3 anni anche nel caso in cui prevedano un piano di ammortamento, che deve essere riportato nel Regolamento e stabilito inizialmente, all'atto del collocamento, con il quale si procede al rimborso o per estrazioni a sorte o per quote capitali costanti. In seguito a tale disposizione, comunque, non sembra possibile procedere ad emissioni con modalità di rimborso che prevedano ammortamenti del capitale che iniziano prima dei 18 mesi dall'emissione.

Si tenga presente, comunque, che la maggior parte delle emissioni di obbligazioni bancarie prevede il rimborso in un'unica soluzione alla scadenza[52]. La «durata media» appare così intimamente legata

---

ricevuta non cedibile a terzi e venga sempre garantita la possibilità di ottenere il titolo senza oneri aggiuntivi. Le Istruzioni specificano inoltre che tale dematerializzazione non comporta né l'automatico instaurarsi di un contratto di deposito titoli, salva diversa espressa volontà delle parti, né l'applicazione degli obblighi di comunicazione periodica alla clientela prevista dalla normativa in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali». Ciò, tuttavia, può comportare delle anomalie in relazione al regime di circolazione delle obbligazioni bancarie siffatte. Si veda in proposito quanto specificato dalla Banca d'Italia con lettera circolare del 4 luglio 1997, prot. n. 7360, in risposta ad un quesito di una banca: «... la possibilità di non cartolarizzare il titolo obbligazionario è strettamente connessa al rapporto tra la banca emittente e il cliente sottoscrittore; infatti, le informazioni concernenti il prestito sono note al cliente che sottoscrive l'emissione, ma non ai terzi in quanto non esiste il titolo rappresentativo del prestito. Da ciò deriva che *per poter svolgere operazioni di mercato su un titolo obbligazionario è necessario procedere alla stampa dello stesso.* Va da sé che in questo caso non è necessario instaurare un contratto di deposito titoli».

[50] Cfr. il Cap. XIII delle Istruzioni di Vigilanza (nella versione del 15 dicembre 1995), pag. 12, Riquadro II.

[51] Cfr. il Cap. XLVII delle Istruzioni di Vigilanza nella versione da ultimo aggiornata nel dicembre 1996.

[52] Si veda, in particolare, la tabella 6 in Di Pasquali (1996a), pag. 620, che quantifica in percentuale, sull'ammontare complessivo, le modalità di rimborso delle emissioni obbligazionarie degli ultimi dieci anni. Si fa notare che, mentre nel 1992 le emissioni di obbligazioni con estrazione costituivano il 36,3 per cento e quelle con rimborso in unica soluzione a scadenza il 47,7 per cento, nel 1996 tali valori sono stati rispettivamente 0 per cento e 97,9 per cento.

alle scadenze del piano di ammortamento del prestito ed è individuata nella data di godimento del prestito. In caso di riapertura delle emissioni, la durata media dell'emissione nel suo complesso non può scendere al di sotto del limite minimo di 24 mesi; in ogni caso i titoli emessi a fronte di *tranches* successive alla prima non possono avere una durata residua inferiore ai 18 mesi[53].

Infine, viene confermata in materia di rimborsi anticipati, la differenziazione soggettiva introdotta con la lettera circolare della Banca d'Italia del 13 agosto 1996. In base a tale distinzione, il rimborso anticipato può avvenire sia per scelta dell'emittente sia su iniziativa del sottoscrittore, dovendo trascorrere rispettivamente almeno diciotto mesi ed almeno ventiquattro mesi dalla data di chiusura del periodo di offerta dell'ultima *tranche* e non più, come citavano le previgenti Istruzioni di Vigilanza, dalla data di emissione[54]. L'obiettivo di queste ultime disposizioni è, evidentemente, quello di impedire qualsiasi tentativo di aggiramento delle disposizioni in materia di durata minima delle obbligazioni bancarie[55], di riserva obbligatoria[56] nonché delle disposizioni fiscali previste dal DL n. 323/96[57].

4. **Il ruolo delle obbligazioni nella politica di raccolta in titoli delle banche**

Il DL n. 323/96, innalzando, dal 12,50 per cento al 27 per cento, l'aliquota di ritenuta alla fonte sui proventi maturati sui certificati di deposito a medio termine, ha innescato un processo di ricomposizione nella struttura del passivo delle banche[58]. Il provvedimento fiscale ha avuto due effetti:

---

53 Si ricorda che il collocamento delle obbligazioni può avvenire in più *tranches*, ovvero si può procedere ad una riapertura delle emissioni, oppure può essere prolungato con delibera dell'organo amministrativo il periodo di collocamento. Cfr. Banca d'Italia (1994), pag. 28 e Banca d'Italia, aggiornamento n. 133 del 30 dicembre 1996 del Cap. XLVII delle Istruzioni di Vigilanza, pag. 5.

54 Cfr. Banca d'Italia, *Istruzioni di Vigilanza*, Cap. XLVII, Sez. II, pag. 11 nella versione aggiornata del dicembre 1996 e nella precedente del 31 gennaio 1994, pag. 6. Si ricorda che affinché tali facoltà trovino completa efficacia devono essere riportate nel Regolamento del prestito obbligazionario così come previsto al Cap. XLVII, Sezione VI delle Istruzioni di Vigilanza in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali.

55 Cfr. ABI (1997), pag. 3.

56 Cfr. Di Franco (1997), pag. 8.

57 Cfr. Ceriana (1996), pag. 517.

58 In effetti, quella che ha aumentato l'aliquota fiscale dei certificati di deposito, è una norma che realizzerà i suoi effetti non tanto aumentando il gettito fiscale ma soprattutto provocando «una alterazione della composizione della raccolta»: cfr. l'Audizione del Governatore della Banca d'Italia Antonio Fazio presso la Commissione Bilancio di Camera e Senato del 9 luglio 1996. Per una rassegna delle critiche che hanno accolto il provvedimento si vedano Tremonti (1996) che coglie un'impronta dirigista che sembra permeare la manovra; Palladino (1996) che enfatizza la scarsa efficacia della manovra in termini di gettito; Bianchi T. (1996) che fa una critica di carattere generale in base alle caratteristiche che un'aliquota unica dovrebbe avere.

a) da un lato, ha spostato la raccolta verso il breve termine, in particolare verso i depositi a risparmio e i certificati di deposito con scadenza originaria inferiore ai dodici mesi, data la riduzione dell'aliquota di tassazione sui proventi dei depositi a breve, che diminuisce, anche se leggermente, al 27 per cento dal 30 per cento[59];
b) dall'altro, ha aumentato la raccolta con scadenze a medio e lungo termine, e, quindi, la provvista obbligazionaria (v. Figura 1)[60].

Fino a giugno 1996, le poche emissioni obbligazionarie erano state realizzate, soprattutto in una primissima fase, da quelle banche di grandi dimensioni e da quegli ex istituti di credito speciale che già possedevano il necessario *know-how*, sia per l'emissione, sia per la gestione amministrativa di questi titoli[61]. Scopo delle emissioni obbligazionarie delle ex banche di deposito era quello di sfruttare il vantaggio competitivo derivante dall'opportunità offerta dall'articolo 12 del DLgs n. 385/93, vale a dire l'ampliamento della gamma di prodotti di raccolta offerti e nell'allungamento delle scadenze della provvista titolarizzata, così da elevare la durata media del passivo e ridurre, di conseguenza, il *mismatching* esistente con le poste dell'attivo[62]. Ed in effetti, anche se già a partire dal dicembre 1995 le obbligazioni bancarie possono avere una durata originaria minima di due anni, nel periodo che va dal gennaio 1994 al giugno 1996 si rileva una maggiore concentrazione di obbligazioni con durata residua tra i 5 e i 7 anni contro quella tra 24 e 36 mesi al 31 dicembre 1996[63].

---

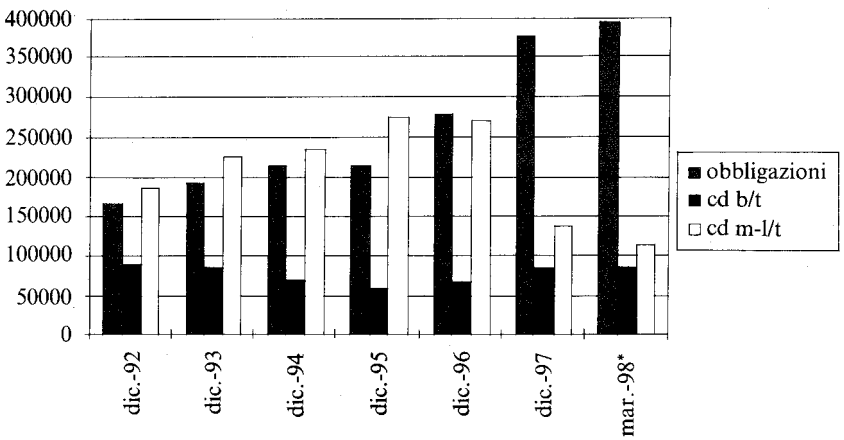
[59] Si noti però come in tale segmento prevalgono «... condizioni fiscali svantaggiate rispetto ai titoli emessi dal Tesoro... e per la maggioranza dei quali [ovvero degli *strumenti finanziari a breve e medio termine* emessi dalla banca, *N.d.A.*] è previsto un obbligo di riserva»: cfr. Gersandi (1996), pag. 7. Cfr. Banca d'Italia (1997), pagg. 219-220: «I CD con scadenza inferiore ai diciotto mesi, che si erano pressoché ridotti ininterrottamente dalla fine del 1992, hanno iniziato a crescere da luglio (*1996, N.d.A.*), favoriti dalla modifica del trattamento fiscale degli interessi e, probabilmente, dalla volontà delle famiglie di continuare a investire a breve termine, in presenza di una riduzione delle emissioni di BOT: nel corso dell'anno la loro crescita è stata pari all'11,8 per cento». Si veda i dati aggiornati in Banca d'Italia (1998), pag. 230.

[60] Cfr. l'Audizione del Governatore della Banca d'Italia davanti alla Commissione Bilancio di Camera e Senato del 9 luglio 1996. Cfr. Banca d'Italia (1997), pag. 220: «Nella seconda metà del 1996 sono state emesse obbligazioni bancarie per 82.500 miliardi di lire (15.300 miliardi nello stesso periodo del 1995)». Cfr. anche la Tav. D16 in Banca d'Italia (1998), pagg. 230-231.

[61] Infatti, a maggio 1996, prima dell'entrata in vigore del DL n. 323/96, le banche locali erano praticamente assenti dal mercato, mentre le grandi istituzioni conservavano una condizione di primato (con i 9/10 delle consistenze in essere), pur in presenza di un vivace profilo di crescita per le banche a carattere regionale: cfr. Resti-Senati (1997), pag. 4.

[62] Per un'analisi dell'offerta di obbligazioni da parte delle banche all'indomani della emanazione della prima versione della disciplina di vigilanza si veda Cattaneo (1994), pagg. 213-217.

[63] Cfr. Banca d'Italia (1997), pag. 222. Come si evince dai dati riportati in Tav. D15 le emissioni di obbligazioni bancarie con vita residua fino a 5 anni consistevano nel secondo semestre 1995 in 2.701 miliardi di lire e quelle con vita residua da 5 a 10 anni



Fonte: Nostra rielaborazione su dati Banca d'Italia (1998), *Relazione annuale per il 1997 (Appendice)*; *sta per dati provvisori.

Fig. 1 – **Banche: CD e obbligazioni (consistenze in miliardi di lire)**

In questa prima fase, le obbligazioni non possono essere considerate strumenti in concorrenza con gli altri mezzi di provvista, in particolare con i certificati di deposito a medio termine, per diverse buone ragioni[64].

La prima motivazione, evidente, risiede nelle diverse caratteristiche dei due titoli: gli uni, i certificati di deposito, titoli individuali, titoli di credito all'ordine, titoli emessi «a rubinetto» su richiesta dei

in 8.452 miliardi di lire. Al contrario, nello stesso periodo del 1996, l'ammontare delle obbligazioni bancarie era rispettivamente di 48.471 miliardi di lire e 20.500 miliardi di lire. Cfr. la Tav. D16 in Banca d'Italia (1998), pag. 231.

64 E ciò in ossequio al DM n. 242631 del 22 giugno 1993 che ha demandato alla Banca d'Italia il compito di definire le caratteristiche tecniche che consentano di distinguere i certificati di deposito dalle obbligazioni e dalle altre forme di raccolta. In effetti, nonostante la parziale sovrapposizione temporale che si crea tra certificati di deposito e obbligazioni, nell'intervallo di tempo compreso tra i tre e i cinque anni, prima, e i due e i cinque anni, poi, queste due forme di raccolta cartolare hanno trovato inizialmente modalità di utilizzo differenziate: cfr. Cesarini (1994), pag. 10; cfr. anche Mauro (1994), pag. 9. Si osservi a tal proposito che, prima della emanazione della Circolare del 31 gennaio 1994, c'è chi (Schena, 1994, pag. 321), «in base a quanto è possibile desumere dall'impostazione dei provvedimenti legislativi precedentemente» emanati «e dalle Istruzioni della Banca d'Italia concernenti la riserva obbligatoria emanate nel maggio 1993», per quanto riguarda «in particolare, l'esclusione dal computo dei titoli obbligazionari, operata in considerazione della loro natura non monetaria», presume «un limite di scadenza minima pari a cinque anni» come il confine naturale tra obbligazioni e certificati di deposito.

singoli risparmiatori, anche a condizioni diverse sulle singole piazze e per i singoli clienti[65]. Titoli di credito di massa, a «serie aperta», emessi su iniziativa della banca, tipici strumenti *marketability* confrontabili con i titoli di pari durata emessi da altri emittenti, le obbligazioni[66]. Titoli di deposito, i primi, titoli potenzialmente di mercato, i secondi[67].

Tuttavia, alla diversità dei due titoli di credito in base alle caratteristiche, fa riscontro una neutralità per quanto riguarda gli obblighi di riserva obbligatoria, esenzione per entrambi, mentre, dopo l'entrata in vigore del DL n. 323/96 non è più così dal punto di vista fiscale[68]. Le banche, fino a quel momento, non erano interessate a sostituire con obbligazioni raccolta effettuata altrimenti con certificati di deposito[69].

L'obiettivo, infatti, era, in primo luogo, quello di attivare un processo di erosione della raccolta indiretta, dato multiplo di quella diretta in molte grandi banche, tentando per questa via di compensare la contrazione dei depositi[70]. Così, il timore di veder crescere il costo medio della propria raccolta, da un lato, e la maggiore difficoltà a mettere in cantiere operazioni finanziariamente sofisticate, dall'altro, avevano evidentemente sconsigliato la maggior parte delle banche di procedere alla sostituzione con obbligazioni di raccolta effettuabile

---

65 Cfr. Cipolloni (1994), pag. 190. Si noti che da tale libertà può derivare una minore trasparenza, rispetto a quanto previsto per le obbligazioni, delle condizioni offerte, dal momento che le banche potranno limitarsi a pubblicizzare i tassi medi offerti alla clientela, ma non quelli massimi pur nel rispetto degli obblighi imposti dalla disciplina sulla trasparenza: cfr. Cesarini (1994), pag. 7.

66 Si veda per una elencazione puntuale delle caratteristiche delle obbligazioni Fauceglia (1995), pagg. 479-480.

67 Cfr. Gersandi (1996), pag. 9: «... il detentore del CD è un cliente della banca, vale a dire entra nel patrimonio di relazioni della banca, mentre il detentore di un'obbligazione è *semplicemente* un creditore della banca». Ciò ha implicato un ripensamento nella politica di *marketing* ed un mutamento del rapporto nei confronti della clientela individuale. Un modo per aggirare l'ostacolo dell'impossibilità di emettere obbligazioni a flusso continuo, può essere quello di prolungare il collocamento, così come permesso dall'ultimo aggiornamento delle Istruzioni di Vigilanza, e procedere all'emissione di più tipologie di prestiti in base alla durata e alle caratteristiche.

68 A tal proposito si veda quanto affermato in precedenza da Comana (1993), pagg. 6-7: «... il problema della potenziale concorrenza (cannibalismo, direbbero i cultori della *behavioural organization*) con i certificati di deposito assume toni più sfumati. [...] Dobbiamo attenderci una intensa e rapida diffusione di questo strumento (*N.d.A.*, i prestiti obbligazionari) a danno dei certificati di deposito, ripetendo il fenomeno che questi hanno consumato a danno dei libretti di risparmio?».

69 A conferma si veda Gersandi (1996), pag. 9: «... Se si volesse trovare una *ratio* benevole nel decreto 323 essa andrebbe dunque rinvenuta nel tentativo di spingere, mediante il "bastone" del fisco, le banche verso la raccolta obbligazionaria».

70 Cfr. Banca d'Italia (1997), pag. 219: nel corso del 1996 la raccolta bancaria comprendente oltre ai depositi le obbligazioni è cresciuta del 7,8 per cento, contro l'1,4 del 1995. La crescita è stata indotta in particolar modo dalla contrazione dei rendimenti sui titoli di Stato. Cfr. Banca d'Italia (1998), pag. 228.

con i consueti e meno onerosi mezzi di provvista[71]. Tra l'altro, la gestione dello strumento obbligazione bancaria è molto più rigida rispetto a quella dei certificati di deposito. Si pensi alle complesse modalità di emissione, che comprendono, oltre alla deliberazione del prestito da parte dell'organo amministrativo, la stesura dei Regolamenti, l'effettuazione di segnalazioni preventive all'Organo di Vigilanza[72] e la richiesta dell'attribuzione del Codice di identificazione Isin da parte dell'Ufficio Italiano Cambi (UIC). Alle incombenze amministrative si aggiunga poi la fase preliminare di studio delle caratteristiche tecnico-economiche dei singoli prestiti. Tale processo presuppone necessariamente l'esistenza di competenze professionali all'interno dell'Area Finanza, in particolare con riferimento alla gestione della Tesoreria.

5. Gli effetti sulla gestione della Tesoreria

Il passaggio da passivi nominalistici a passivi di mercato richiede una gestione più accorta dei rischi di mercato ai quali la banca è sottoposta. A questo proposito, le Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia hanno previsto una tabella per il calcolo dell'esposizione al rischio di tasso di interesse delle banche[73]. Si tratta di uno strumento a carattere minimale che non può sostituire i più complicati e raffinati modelli di *Asset & Liability Management*[74]. Comunque, già un'analisi di *gap duration* può essere di notevole utilità per mettere sotto controllo i rischi di tasso di interesse e di liquidità derivanti dal *mismatching* delle scadenze[75].

In Italia, fino ad alcuni anni fa, i bilanci delle banche di deposito presentavano dei *mismatching* rilevanti, soprattutto oltre i ventiquattro mesi. Le obbligazioni bancarie hanno costituito e costituiscono l'occasione per le banche di riequilibrare questa discrepanza spostando sulle scadenze più lunghe raccolta effettuata altrimenti a breve termine.

---

71 Cfr. Cesarini-Gualtieri (1994), pag. 476.

72 Si osservi che per i certificati di deposito l'obbligo di segnalazione preventiva vige solo per quelli non aventi caratteristiche *standard.*

73 Cfr. Banca d'Italia (1994), pag. 40.

74 Cfr. Comana (1994), pag. 4: secondo Comana la funzione della tabella non può funzionare da sistema di simulazione per prevedere l'evoluzione economica, finanziaria e patrimoniale della banca in quanto la sua funzione è, per così dire, educativa. Per una diversa opinione si veda Oriani (1996), pag. 63: comunque, «lo stesso schema di misurazione del rischio di tasso predisposto all'interno del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria [...] consente di ottenere una visione globale della struttura fonti-impieghi della banca e della sua esposizione al rischio di tasso».

75 Cfr. ancora Oriani (1996), pag. 62. Cfr. anche Banca Commerciale Italiana (1996), pag. 1: «Il problema della gestione del rischio d'interesse e di liquidità diventerà tanto più sentito quanto maggiore sarà lo sviluppo di un mercato secondario delle obbligazioni bancarie. In un certo senso, una parte considerevole della raccolta avrà un prezzo di mercato che cambia con frequenza giornaliera, con implicazioni di notevole portata per l'*Asset and Liability Management*».

Come noto, prima del DL n. 323/96, le obbligazioni erano concepite nel contesto della politica di raccolta in titoli delle banche come alternative a strumenti di raccolta indiretta, come i titoli di Stato, e di raccolta diretta con riferimento, non tanto ai certificati di deposito, ma ai pronti contro termine. In particolare, l'obiettivo era quello di ridurre il sempre maggior peso che i pronti contro termine avevano assunto sulla provvista complessiva, sia per il venir meno dell'obbligo di soggezione alla riserva obbligatoria, sia anche grazie a fattori contingenti, come gli alti tassi di interesse reali a breve termine, conseguenza della politica monetaria restrittiva perseguita dalla Banca centrale. Tale mezzo di provvista risulta essere per le banche oneroso sia in termini economici sia in termini più generali se si considera l'alto grado di rigidità che esso presenta tra le diverse componenti del passivo in conseguenza del basso livello di fidelizzazione della clientela, della contrattazione personale tra banca e cliente e, soprattutto, degli effetti che una tale operazione comporta sulla gestione della Tesoreria. Si consideri, infatti, che la provvista mediante operazioni di pronti contro termine trova un limite nella dimensione del portafoglio titoli della banca e comporta la decisione di non cedere a titolo definitivo i titoli di proprietà sui quali viene impostata l'operazione[76]. La raccolta effettuata tramite obbligazioni, così come del resto quella effettuata tramite certificati di deposito, libera risorse svincolando i titoli di proprietà della banca che così possono diventare oggetto di negoziazione. In generale, si può dire che sono proprio quelle banche la cui raccolta a breve è composta soprattutto da pronti contro termine che potrebbero trarre maggiore benefici dall'emissione di obbligazioni. Si potrebbe obiettare che i pronti contro termine potevano essere sostituiti già in passato dai certificati di deposito. Si noti però che il risparmiatore che sottoscrive contratti di pronti contro termine, preferisce questo tipo di operazione per non detenere liquidità superiore a quella che ritiene necessaria, ovvero per rinviare al futuro le proprie scelte di investimento in modo da sfruttare eventuali correzioni dei prezzi dei titoli obbligazionari, o per opportunità, o sulla base di confronti con i rendimenti dei titoli di Stato, o, ancora, perché si aspetta un rialzo dei tassi di interesse, ecc. Il certificato di deposito, invece, è uno strumento per varie ragioni rivolto o a una clientela non evoluta finanziariamente o a quella clientela che desidera «detenere materialmente» i propri investimenti. Inoltre, anche se per il momento si tratta di eccezioni, le obbligazioni bancarie possono essere oggetto di quotazione su un mercato regolamentato nei casi specificati dalla legge e dalla normativa regolamentare; e, dunque, il carattere della liquidabilità evidenzia ancora di più la caratteristica di pronto smobilizzo di tali titoli. I vantaggi per la gestione della Tesoreria si sostanziano

[76] Cfr. Cesarini-Gualtieri (1994), pag. 459.

anche nella possibilità di prevedere con certezza il flusso delle uscite per interessi, che a differenza dei certificati di deposito, saranno sì di entità rilevante, se presi in valore assoluto, in quanto concentrati in un'unica scadenza, ma, appunto, certi nel *timing*[77]. In questo modo, anche per quelle banche che non hanno un sistema di *Asset & Liability Management* o che non possono avvalersi di strumenti derivati per la copertura del rischio di tasso è più agevole controllare le proprie uscite monetarie o i propri rimborsi e predisporre operazioni di copertura a fronte della raccolta effettuata[78]. Quello degli impieghi in titoli deve però essere, per così dire, il parcheggio temporaneo almeno per parte della durevole liquidità. Questa, infatti, deve trovare investimento soprattutto in impieghi, di durata anche superiore al medio termine come è stabilito dalle nuove regole riguardanti l'operatività a medio e lungo termine delle banche. Le obbligazioni cioè impongono oltre ad una ricomposizione della raccolta anche una ristrutturazione dell'attivo bancario. È evidente che se si pareggiassero le scadenze dell'attivo con quelle del passivo, a parità di caratteristiche dei titoli e a parità di modalità di indicizzazione qualora sussista, ed escludendo il rischio di credito, il rischio di tasso d'interesse e il rischio di liquidità sarebbero pressoché nulli. In conclusione, se la banca non opera scelte onerose in materia di rendimenti, le obbligazioni possono apportare dei notevoli benefici alla gestione della Tesoreria di una banca.

6. **La scelta finora prevalente delle banche di non quotare le proprie obbligazioni**

A differenza della generalità degli ex istituti di credito speciale, le banche non sono ricorse abitualmente a sindacati o consorzi per il collocamento delle proprie obbligazioni, ma hanno scelto il collocamento diretto presso i propri clienti[79]. Prova ne è il fatto che le obbligazioni bancarie sono possedute per più della metà dalle famiglie[80]. Il finanziarsi direttamente presso le famiglie, tramite la propria rete di

[77] Cfr. Venturino (1994), pag. 81. Cfr. anche Oriani (1996), pag. 81: «(...) le obbligazioni rappresentano un tipico deposito tempo e, quindi, presentano flussi finanziari certi nel *timing* e, in caso siano a tasso fisso, anche nell'ammontare che consentono di impostare una gestione di tesoreria e di liquidità più consapevole e meno aleatoria».

[78] Diversamente il Presidente dell'ABI che all'indomani dell'emanazione dell'entrata in vigore del DL n. 323/96 (cfr. Bianchi T., 1996), per il fatto che le obbligazioni «non possono scadere ogni giorno come avviene per gli altri, emessi in concreto a "rubinetto aperto"; sia per la circostanza che le emissioni obbligazionarie mal si addicono alle banche di minori dimensioni; sia, da ultimo, per il fatto che la maturazione dei *bond* è per date tipiche, con ripercussioni sull'*asset and liability management* delle banche, tanto più rilevanti al diminuire delle dimensioni delle medesime».

[79] Cfr. Penati (1996).

[80] A differenza delle obbligazioni emesse da imprese che le famiglie possiedono solo per il 15 per cento: cfr. Di Noia- Macchiati (1996), pag. 228.

distribuzione al dettaglio, ha consentito alle banche di evitare, almeno fino ad ora, quei maggiori oneri che il mercato richiede in relazione al rendimento del titolo, oggetto di confronto con i titoli dalle caratteristiche similari emessi da altri emittenti. E proprio la possibilità di contenere il costo di questo strumento di provvista a livelli inferiori rispetto a quello dei titoli di Stato ha rimosso i dubbi residuali di molte banche all'emissione di obbligazioni[81]. D'altronde, l'elevato *placing power* acquisito e consolidato dalle istituzioni creditizie con i depositanti e l'apprezzamento dell'emittente da parte della clientela bancaria costituiscono un *intangible asset* di fondamentale importanza per il collocamento di titoli che, oltre ad offrire generalmente rendimenti inferiori, spesso non sono negoziati su un mercato regolamentato[82]. Si è creato così un mercato primario delle obbligazioni bancarie sempre più consistente, alimentato da una domanda piuttosto sostenuta benché si trattasse in prevalenza di emissioni per le quali, pur avendo «caratteristiche di mercato», non sarebbe stata richiesta la quotazione, e, quindi, potenzialmente meno trasparenti per i sottoscrittori rispetto a titoli dalle medesime caratteristiche negoziati in un mercato regolamentato[83]. La scelta prevalente delle ex banche di deposito di collocare le obbligazioni di propria emissione tramite i propri sportelli diventa ancor più comprensibile se oltre al costo di finanziamento si tiene conto dei costi relativi alla gestione stessa dei titoli[84]. In effetti, sia l'ammissione dei titoli alla quotazione che la gestione stessa di titoli molto liquidi richiedono strutture e costi organizzativi di non secondaria importanza[85].

Sebbene l'eventuale smobilizzo anticipato sia generalmente garantito dalla banca, che si impegna nel Regolamento del prestito a riacquistare i titoli qualora i clienti volessero venderli prima della scadenza, non si può non rilevare come la mancata quotazione delle obbli-

[81] Si noti, tuttavia, che il differenziale tra obbligazioni a tasso fisso e quello sui Btp *benchmark* a tre anni mentre nel 1995 era negativo per 69 centesimi, nella media del 1996 è stato pari a due decimi di punto: cfr. Banca d'Italia (1997), pag. 223.

[82] Cfr. Bruno (1994), pag. 9.

[83] Cfr. Di Battista (1996), pag. 134: «... nel quinquennio 1991-95 solo 18 prestiti sono stati quotati per un ammontare pari al 3,8% delle nuove emissioni obbligazionarie bancarie».

[84] La vendita dei titoli non comporta, in pratica, costo per pubblicità, dal momento che il «prodotto» obbligazione bancaria è venduto dagli stessi, per così dire, uomini-titoli che propongono titoli di Stato, certificati di deposito e altre forme di investimento mobiliare.

[85] ABI (1997), pag. 2: per quanto riguarda i *costi di ammissione* al mercato è stato auspicato che «la ... società di gestione del mercato, in occasione della fissazione del "contributo di vigilanza" a carico degli emittenti, non si discosti dalla cifra attualmente prevista dalla Consob, pari a lire 150.000 per ogni emissione quotata di diritto, al fine di non gravare sui costi che l'emittente sostiene per essere quotato». Inoltre, viene auspicata la rinegoziazione con la *futura* società di gestione del mercato delle obbligazioni bancarie delle attuali tariffe.

gazioni bancarie porti a fenomeni di scarsa trasparenza del prezzo di mercato degli stessi titoli[86] e a delle possibili anomalie con riguardo alla disciplina del rimborso anticipato.

I portatori di obbligazioni non quotate, come noto, non possono conoscere *ex ante* il prezzo di vendita ma solo al momento dello smobilizzo. Infatti, così come avviene per i certificati di deposito, la banca fa fronte alle richieste di vendita delle obbligazioni individuando tra la sua clientela i potenziali acquirenti o riacquistandole direttamente[87]. In quest'ultimo caso, se le richieste di disinvestimento dei sottoscrittori fossero quantitativamente significative ci si chiede quali effetti potrebbero provocare sulla gestione finanziaria della banca. Appare evidente, quindi, come la stessa banca emittente- venditrice-gestore si trasformi anche in *market maker* quando, in regime di assoluto monopolio, indica il prezzo di negoziazione delle proprie obbligazioni nel caso in cui il «cliente» voglia venderle prima della scadenza[88]. L'investitore in queste obbligazioni non sa quanto vale il proprio investimento, non sa con quali criteri viene valutato il suo portafoglio di investimento se una parte di esso è investito in obbligazioni bancarie, e non sa neppure quale premio dovrebbe pagare rispetto alle condizioni di mercato se volesse liquidarlo. «Accettando un basso livello di trasparenza per una quota così importante della ricchezza finanziaria delle famiglie si finisce anche col danneggiare lo sviluppo di quella parte del risparmio gestito che opera invece in regime di concorrenza e sotto il continuo monitoraggio del mercato»[89]. Nel caso in cui le obbligazioni bancarie siano quotate, invece, le regole del mercato creano un'apprezzabile trasparenza e chiunque può valutare la convenienza di un'emissione e le sue caratteristiche tecnico-economiche[90]. Ad esempio, la presenza di seppur legittime opzioni *call* a favore della banca, esercitabili qualora siano trascorsi almeno diciotto mesi dalla data di emissione del prestito, si rifletterebbe in una penalizzazione del prezzo di mercato. A questo proposito, almeno per le obbligazioni non quotate, potrebbe essere opportuno un intervento diretto dell'Organo di Vigilanza atto a prevenire l'eventualità che le banche possano mettere in atto comportamenti volti ad aggirare la disciplina di vigilanza in materia di rimborsi anticipati, magari con una disposizione *ad hoc* e non con una segnalazione generica nelle

---

86 Cfr. Di Noia-Macchiati (1996), pag. 231: «In tal modo (...) oltre alla mancanza di trasparenza di per sé, l'impegno dell'emittente a favorire la liquidità rafforza l'opinione in merito alla sussistenza nelle fattispecie considerate, di una ipotesi di conflitto di interessi (cfr. Comunicazione Consob DAL/RM/96003918, Consob 1996a)».

87 Di Battista (1994), pag. 134.

88 Efficace la definizione di «circuiti strettamente bilaterali» usata da Di Pasquali per rappresentare il fenomeno: cfr. Di Pasquali (1996b), pag. 255.

89 V. Penati (1996).

90 Si pensi alla difficoltà che pone una valutazione di mercato delle emissioni obbligazionarie *index-linked* o strutturate (*fixed reverse floater*, *step-down*, ecc.).

note di conferma inviate a seguito delle segnalazioni preventive di cui all'articolo 129 TU.

Allo scarso interesse alla quotazione per motivazioni di natura tecnico-economica, si sono affiancate fino al luglio 1996 ragioni di natura strettamente giuridica[91]. Infatti, la Legge n. 1/91 non consentiva alle banche di negoziare titoli quotati all'infuori dei titoli di Stato e dei titoli garantiti dallo Stato, e, quindi, neanche le proprie obbligazioni se queste fossero state quotate[92]. Tale motivazione è venuta meno con l'entrata in vigore nel nostro ordinamento del DLgs n. 415/96 che ha abilitato le banche all'intermediazione diretta.

Non sussistendo più ostacoli di natura giuridica alla quotazione, si affievoliscono le ragioni che abbiamo definito «tecnico-economiche» a favore di quelle che privilegiano l'esigenza di tutelare il risparmio investito in questi strumenti finanziari. L'Autorità di vigilanza del mercato mobiliare ha evidenziato, in varie occasioni, la necessità di eliminare l'anomalia della non quotazione «attraverso la regolamentazione»[93]. Questo «avvertimento», tuttavia, non ha avuto esito, dal momento che il legislatore nel recepire le direttive sui servizi di investimento finanziari non ha dotato la Consob degli specifici poteri per intervenire. Si è ritenuta sufficiente ai fini di un'adeguata tutela degli investitori in obbligazioni bancarie la normativa primaria e regolamentare dettata dall'Autorità di settore, la Banca d'Italia. Viene riaffermata, anche nel momento della negoziazione di questi titoli, la loro natura *sui generis* di titoli emessi da soggetti posti sotto vigilanza e la cui attività tipica, caratteristica, è la raccolta del risparmio per l'esercizio del credito. In effetti, il legislatore nel momento in cui disegnava l'articolo 12.2 del TU bancario (disposizione, tra l'altro, non prevista nella bozza di TU)[94], decretando l'ammissione di diritto alla quotazione[95] per le obbligazioni emesse da banche quotate in Borsa e per quelle convertibili in titoli di altre società, aveva di fronte a sé uno scenario completamente diverso dall'attuale: mercato di Borsa pubblico e assimilabilità funzionale e regolamentare del valore mobiliare «obbligazione bancaria» a quelle emesse precedentemente dagli ex istituti di credito speciale. L'obiettivo era quello di creare una corsia preferenziale di accesso al mercato di Borsa per quelle banche già

91 Cfr. Di Noia-Macchiati (1996), pag. 232.

92 In sintesi, veniva esclusa, per le banche, solo l'attività di negoziazione di azioni, *obbligazioni emesse da società*, e altri eventuali titoli e/o valori mobiliari, *quotati in Borsa o al Mercato Ristretto*: cfr. il Commento all'art. 16 della Legge n. 1/91 in Coltro Campi (1991), pag. 93.

93 Cfr. Consob (1996b), pag. 11: «Inoltre, poiché nessuna singola banca è in grado di modificare la situazione, si tratta di un classico insuccesso del mercato che, qualora continuasse a manifestarsi, dovrebbe essere corretto attraverso la regolamentazione».

94 Cfr. Donvito A. - Ferrajoli L. - Roddi G. - Silla F. (1993), pag. 38.

95 Cfr. Donati M. - Passeri R. - Sacconi M. (1991), pagg. 171- 173.

presenti sul listino (eccetto per quelle presenti al Ristretto) giustificato da motivazioni attinenti la tutela del pubblico risparmio. Se gli investitori avessero saputo o, diversamente, fossero stati messi in grado di valorizzare «questo elemento di valutazione richiedendo un rendimento correlato alla qualità e alla liquidabilità del titolo»[96], l'effetto finale sarebbe stato l'incentivazione della quotazione in Borsa delle banche non quotate. Tuttavia, anche nella fase che precede la revisione della tassazione dei certificati di depositi (giugno 1996), tale disposizione non ha quasi mai trovato attuazione, se non in rari casi, per le emissioni più liquide. Al punto che la Consob ha dovuto esercitare un'azione di *moral suasion* sulle banche quotate, introducendo il principio del *diritto-dovere*, in base al quale l'emittente ha l'obbligo di richiedere la quotazione di diritto dei titoli a prescindere «da ogni iniziativa o valutazione di convenienza»[97]. Non solo, ma successivamente (gennaio 1997), stante la possibilità per tutte le banche di intermediare direttamente anche le obbligazioni quotate, cui si è già fatto cenno, la Consob (ancora titolare del potere di sindacare l'ammissione a quotazione) ha cercato di agevolare la quotazione introducendo, limitatamente all'ammissione di diritto, procedure più snelle[98] e riducendo, nell'interesse del mercato, il tempo intercorrente tra la data di collocamento dei prestiti obbligazionari e quella di ammissione a quotazione[99]. Ma se è più conveniente non chiedere la quotazione, per quale ragione le banche, se non perché obbligate a farlo, dovreb-

96 V. Schena C. (1994), pag. 323.

97 Cfr. Consob (1996a), pag. 38: «Si fa riferimento alla nota a margine di pari oggetto con la quale codesta banca ha esposto alcune motivazioni di ordine tecnico relativamente alla mancata richiesta di quotazione dei titoli del prestito obbligazionario». Al riguardo, sembra il caso di far presente che l'art. 8, comma VIII del DPR 31-3-1975, n. 138 essendo norma posta a presidio di un interesse pubblico sostanzialmente incondizionato, comporta, per un verso il dovere giuridico della Consob di ammettere a quotazione i titoli – cui la legge attribuisce tale privilegio – che dispongano dei requisiti prescritti e per l'altro verso comporta l'obbligo a carico dell'emittente di richiedere la quotazione di diritto dei titoli, a prescindere da ogni iniziativa o valutazione di convenienza. In relazione a quanto sopra e anche nell'ottica di cui alla comunicazione n. BOR/RM/89005427 del 23-11-1989, si invita codesta banca a rivolgere domanda di ammissione di diritto a quotazione dei prestiti obbligazionari emessi e collocati». Si noti, tuttavia, che il DLgs n. 58/98 ha abrogato l'art. 8 del DPR n. 138 del 31 marzo 1975.

98 Cfr. Consob (1997). Tale intervento ha carattere temporaneo in attesa che l'art. 56 del DLgs n. 415/96 sia applicato secondo quanto stabilito dall'art. 64, comma quarto, dello stesso decreto legislativo. Cfr. ABI (1997c), pag. 1: «... la Consob... ha disposto che la domanda di ammissione a quotazione, contenente anche l'indicazione della data prevista per il collocamento dei titoli, possa essere presentata dall'emittente anteriormente al collocamento stesso, corredata da tutta la documentazione indicata...».

99 ABI (1997d), pag. 2: «Sarebbe auspicabile un'*ulteriore riduzione* dell'intervallo (due giorni) attualmente previsto tra il momento del provvedimento urgente Consob di ammissione a quotazione e la data di inizio delle negoziazioni, al fine di circoscrivere ulteriormente i riflessi negativi sulla funzionalità del mercato connessi a tale differimento».

bero richiederla? Tanto più che la Comunicazione Consob dianzi menzionata fa riferimento ad una norma recentemente abrogata[100]. Ma c'è di più. L'articolo 64 del DLgs n. 415/96 ha abrogato l'articolo 12.2 TU. Tuttavia, tale abrogazione è condizionata temporalmente, dal momento che «continua ad applicarsi fino alla data indicata nell'autorizzazione all'esercizio del mercato regolamentato previsto dall'articolo 56 nel quale sono negoziate le obbligazioni bancarie»[101]. La norma, in vigore, non ha trovato ancora applicazione, ma, l'ammissione di diritto non è più prevista nel nostro ordinamento ora che il mercato di Borsa è stato privatizzato[102]. Ne esce un quadro confuso, a conferma dei mutamenti che hanno interessato la materia, che rende difficile comprendere il senso della previsione di un mercato regolamentato *ad hoc* delle obbligazioni bancarie accanto all'abrogazione della norma che prevedeva l'ammissione di diritto per le obbligazioni emesse da banche quotate, se non per il fatto che il legislatore ha voluto ricondurre alla disciplina generale del mercato mobiliare la negoziazione in Borsa di queste obbligazioni, tenendo conto dell'affidamento agli operatori privati della gestione dei mercati, compresa l'ammissione dei titoli a quotazione[103]. Non ci addentreremo, quindi, nel dare un'interpretazione dell'articolo 64.4, DLgs n. 415/96, limitandoci ad auspicare che, anche se il numero di emissioni di obbligazioni bancarie quotate sul Mot sta lentamente aumentando, sia completato il più rapidamente possibile il periodo di transizione verso il sistema disegnato dal cosiddetto decreto *Eurosim*[104]. Probabilmente, accanto alle obbligazioni non quotate, troverebbero più facilmente quotazione almeno le emissioni più liquide, a più lunga scadenza e con caratteristiche standardizzate[105]. D'altronde, neanche la Consob mira alla quotazione di tutte le obbligazioni bancarie, comprese le illiquide[106].

Rilevante, in proposito, la Comunicazione Consob n. 98081799

[100] V. art. 214.1, lett v), del DLgs n. 58/98.
[101] V. art. 64.4, lett. a), DLgs n. 415/96.
[102] V. art. 214.1, lett. a), lett. b), lett. v) del DLgs n. 58/98.
[103] Cfr. Alpa-Gaggero (1996), pag. 198.
[104] Cfr. Di Pasquali-Sabatini-Zanoli (1997), pagg. 67-68: nel luglio 1996 per ogni 100 lire di valore nominale in circolazione erano quotate 9, ad inizio 1997 il rapporto è risalito al 10 per cento evidenziando segnali di una prevedibile inversione di tendenza. A conferma si veda ABI (1997d), pag. 3.
[105] ABI (1997d), pag. 2: ciò potrebbe essere favorito estendendo l'esenzione dalla redazione del prospetto informativo per l'ammissione a quotazione a *tutte* le banche. Altrimenti, in base a quanto previsto dalla direttiva 80/390 CEE, potrebbe essere introdotto l'obbligo di redazione di un prospetto all'atto della quotazione della prima emissione e di aggiornamento annuale del prospetto stesso con i dati di bilancio, oltre che alla semplice pubblicazione del foglio notizie (debitamente aggiornato) in occasione delle successive emissioni.
[106] Cfr. Di Pasquali-Sabatini-Zanoli (1997), pag. 76.

del 20-10-1998[107] emessa in forza dell'articolo 78, commi primo e secondo, del DLgs n. 58/98 che attribuisce alla Consob il potere «di richiedere agli organizzatori, *agli emittenti* e agli operatori *dati*, notizie e documenti sugli scambi organizzati di strumenti finanziari che avvengono al di fuori dei mercati regolamentati» e «ai fini della tutela degli investitori (...) stabilire le modalità, i termini e le condizioni dell'informazione al pubblico riguardante gli scambi»[108]. Attraverso questo intervento, rivolto a tutti gli emittenti titoli obbligazionari, e, quindi, non solo alle banche, la Consob cerca di riportare sotto livelli accettabili di trasparenza le negoziazioni sulle obbligazioni bancarie non quotate.

Si noti, infine, che la scarsità di trasparenza non si manifesta soltanto nel momento della negoziazione, sul mercato secondario, ma già all'atto del collocamento di questi titoli sul mercato primario. Come noto, infatti, la provvista obbligazionaria delle banche non configura attività di sollecitazione del pubblico risparmio, né è soggetta alla disciplina del prospetto informativo[109]. Ciò costituisce un'ulteriore conferma della particolarità dello strumento obbligazione bancaria[110], prevista dal legislatore già nel testo introdotto dall'articolo 4 del DLgs n. 85/1992[111].

L'esclusione dalla disciplina della sollecitazione al pubblico risparmio era accordata in passato in considerazione della pratica comune della quotazione di diritto delle obbligazioni emesse dagli istituti e dalle sezioni di credito speciale che garantiva, attraverso la via del mercato secondario, una corretta formazione dei prezzi e, quindi, la liquidabilità dello strumento. Alla luce dell'attuale situazione, secondo la Consob «non appare più giustificabile»[112] l'assenza di una

---

107 V. http://www.consob.it/novità/fr_art78b.htm.

108 Cfr. Di Pasquali-Sabatini-Zanoli (1997), pag. 76.

109 Cfr. Di Pasquali (1996b), pag. 251: «La legge 23 marzo 1983, n. 77, istitutiva dei fondi comuni di investimento mobiliare, al terzo comma del suo articolo 12, ha previsto che le disposizioni dell'art. 18 e seguenti della legge 7 giugno 1974, n. 216, in tema di sollecitazione del pubblico risparmio e quindi di obbligo di prospetto informativo, non si applichino "per il collocamento: dei titoli emessi dalle aziende dagli istituti di credito nell'attività di raccolta del risparmio per l'esercizio del credito"; ciò sul presupposto che l'investitore sia adeguatamente tutelato dalla disciplina di settore, nella fattispecie la precedente e l'attuale legge bancaria». Si ricorda che entrambe le norme citate sono state abrogate dal DLgs n. 58/98.

110 Cfr. Di Noia-Macchiati (1996), pag. 234: «La particolare natura dell'attività bancaria e del finanziamento dei passivi con raccolta obbligazionaria giustifica un alleggerimento degli oneri anche se esiste un ragionevole dubbio che per il risparmiatore siano fortemente sostituibili i titoli obbligazionari con omogenei titoli di Stato ovvero con titoli a reddito fisso emessi da soggetti non bancari: una rivisitazione della normativa che regola le emissioni sul mercato primario e l'informativa per i collocamenti, prevedendo un obbligo di dichiarare il rendimento differenziale rispetto a titoli omogenei e/o *risk free*, potrebbe forse recare una tutela più elevata per i risparmiatori».

111 Cfr. Campobasso (1994), pag. 479.

112 Cfr. Consob (1996b), pag. 11.

disciplina del prospetto ad emissioni che avvengono in via continuativa e per le quali le banche emittenti dovrebbero essere obbligate a consegnare agli investitori una nota sintetica sulle caratteristiche dell'emissione, specificando se i titoli sono destinati alla quotazione. D'altronde, non si può non sottolineare come l'emissione, sebbene rara, di prestiti per 1.000 e più miliardi, non meno che quella, molto più frequente, di ripetute emissioni per importi di 100-200 miliardi, e, ora, anche di 10-50 miliardi, sollecitata alla clientela delle banche, composta da decine, se non centinaia, di risparmiatori, non sia nei fatti offerta al pubblico risparmio e possa continuare a svolgersi in elusione, non sanzionabile, alla disciplina di trasparenza[113].

Tuttavia, neanche il tentativo di eliminare tale anomalie con l'inserimento nel DLgs n. 58/98 di una norma *ad hoc* che facesse rientrare anche le obbligazioni bancarie tra gli strumenti finanziari soggetti al prospetto informativo ha avuto esito favorevole[114]. Sulle ragioni della tutela del risparmio e dello svantaggio competitivo in capo agli emittenti diversi dalle banche, ha prevalso il ritenere eccessiva «la previsione che le banche debbono fare una serie di prospetti per emettere obbligazioni», se si tiene conto del fatto che le obbligazioni, per le banche, costituiscono uno «strumento della politica di raccolta dei fondi che rientra nella logica dell'attività bancaria»[115]. La scelta adottata sembra non tener conto che, accanto alle obbligazioni *senior* di tipo tradizionale, le banche stanno emettendo sempre più strumenti finanziari complessi come le cosiddette obbligazioni «strutturate», il cui rendimento è legato all'andamento dell'indice di Borsa o ad altri parametri finanziari che in certi casi fanno assumere all'investimento anche un alto profilo di rischio[116].

In entrambi i casi, l'obiettivo è ricondurre a disciplina almeno uno dei due momenti, quello dell'emissione e quello della negoziazione, al fine di garantire, attraverso la creazione del mercato regolamentato e la vigilanza sugli scambi organizzati, condizioni di maggiore trasparenza ed efficienza e/o di mercato[117]. Certamente, le strade percorribi-

113 Cfr. Di Pasquali (1996b), pagg. 253-254.

114 Nella cosiddetta «bozza Draghi» presentata in VI Commissione alla Camera dei Deputati il 19 dicembre 1997, l'art. 115 prevedeva per la Consob il potere di regolamentare d'intesa con la Banca d'Italia «... l'offerta di strumenti finanziari, diversi dalle azioni o dai titoli che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni, emessi da banche...». Per l'esito finale si veda l'art. 118 del DLgs n. 58/98.

115 Cfr. l'intervento del Presidente dell'ABI in Atti Parlamentari (1998b), pag. 195: «Quindi, fare ogni volta un prospetto diventa quantomeno macchinoso. Capisco che si fa riferimento alle società quotate, ma comunque diventa macchinoso in un altro senso, perché le banche non quotate sarebbero avvantaggiate nella politica di raccolta rispetto a quelle quotate». In proposito, vedi anche l'Audizione del Presidente della Consob in Atti Parlamentari (1998a), pag. 36.

116 Cfr. Cannizzaro (1998), pag. 571 e De Vitis (1998), pagg. 628-629.

117 Cfr. Di Pasquali (1996a), pag. 622: «... non riconoscendo l'esigenza di procedere innanzitutto a una sorta di standardizzazione delle caratteristiche tecniche dei prestiti –

li possono essere anche altre. La rimozione della distorsione provocata dalla modifica del regime fiscale dei certificati di deposito non sembra al momento che possa essere presa in considerazione. Anche la via dell'obbligatorietà regolamentare sembra di difficile attuazione fino a che la legge non attribuirà alla Consob i poteri necessari all'intervento. Ciò contrasterebbe, inoltre, con la filosofia che permea la disciplina delle obbligazioni bancarie, per le quali si è ritenuta garanzia sufficiente la vigilanza operata dalla Banca d'Italia, trascurando «il fatto che l'obiettivo della stabilità affidato alle autorità di settore può confliggere, e spesso confligge, con quello della trasparenza verso l'investitore. L'aver ottenuto un'esenzione da obblighi di informativa agli investitori conferisce l'illusione di un vantaggio; ma con il progredire della cultura del mercato potrebbe risolversi in un danno di credibilità»[118].

7. **Opportunità e vincoli derivanti dall'emissione di obbligazioni bancarie**

L'alto «grado di versatilità» delle obbligazioni bancarie può consentire di soddisfare le molteplici motivazioni che stanno inducendo le banche ad emetterle. Tali motivazioni spaziano dall'ampliamento del *range* dei mezzi di provvista a disposizione della banca, per la sostituzione dei certificati di deposito a medio termine, per l'espansione del finanziamento degli impieghi a medio e lungo termine, per la gestione del rischio di mercato e per il riequilibrio delle scadenze dell'attivo e del passivo fino al rafforzamento patrimoniale, per il sostegno di operazioni di acquisizione, per l'espansione territoriale e la fidelizzazione dei soci e della clientela[119].

Affinché possa essere raggiunto l'effetto desiderato il prestito obbligazionario deve essere il più possibile mirato, ovvero deve essere «tagliato» in base alle finalità che di volta in volta si prefigge l'emittente[120]. Per questa ragione, è opportuno che lo studio e la realizza-

---

e il rischio in tal senso è grande – si corre il pericolo che lo strumento obbligazionario venga declassato a comune mezzo di raccolta privo della dignità di venir negoziato su un mercato (al pari di quanto è stato dato di osservare per i certificati di deposito), disperdendo così una tradizione oggi paradossalmente maggiormente considerata e sentita dai risparmiatori piuttosto che dagli emittenti». Si veda quanto proposto dall'ABI in proposito: partendo dal fatto che non esistono ancora le condizioni per la costituzione di un mercato all'ingrosso che corrisponda ai requisiti di carattere qualitativo e quantitativo stabiliti dal D Min. Tesoro del 15 gennaio 1997, ai fini della crescita del mercato delle obbligazioni bancarie potrebbe essere praticabile o «l'irrobustimento degli spazi operativi già presenti sul Mot», oppure «la creazione di un sistema *quote-driven*»: cfr. ABI (1997d), pag. 3.

118 Cfr. Consob (1998), pagg. 20-21.

119 Cfr. Oriani (1996), pag. 70. Si veda anche Gersandi (1996), pag. 8.

120 Compito del *management* sarà quello di individuare la forma tecnica da utilizzare, le clausole contrattuali da inserire, i meccanismi di indicizzazione da adottare, il quantitativo da emettere, le condizioni economiche da applicare.

zione di ciascuna emissione di obbligazioni non sia dettata da scelte affrettate influenzate da obiettivi di immagine[121]. Si tratta, al contrario, di predisporre strutture organizzate e professionalità specifiche, da individuarsi di preferenza nell'Area Finanza, tali da garantire la più ampia autonomia e trasparenza nonché efficacia nella scelta delle condizioni dei prestiti, tenendo conto, evidentemente, delle aspettative degli operatori finanziari, della consistenza della domanda e del rendimento garantito dalle obbligazioni emesse da banche concorrenti. Inoltre, laddove già non esista, sarebbe auspicabile l'istituzione di un comitato attivo-passivo, presieduto dal Presidente della banca, con il compito di coadiuvare ed indirizzare l'Area Finanza nella scelta delle caratteristiche tecnico-economiche delle singole emissioni obbligazionarie[122]. In particolare, una tale organizzazione, può risultare preziosa nel momento in cui la banca attui con convinzione una politica di espansione degli impieghi a medio e lungo termine, finalizzata allo svolgimento di attività orientate al *corporate finance*[123]. Tipico mezzo di provvista per la raccolta a lungo termine delle banche, l'obbligazione bancaria è, infatti, lo strumento ideale non solo per il finanziamento delle classiche operazioni di mutuo fondiario o di credito al consumo a favore della clientela ma anche e soprattutto per gli impieghi a medio e lungo termine a favore delle imprese[124].

In seguito al DL n. 323/96, come noto, le obbligazioni vengono utilizzate soprattutto come strumento succedaneo dei certificati di deposito a medio termine. Al vantaggio conseguibile in termini di *matching* delle scadenze e di solvibilità aziendale, valido per tutte le banche indipendentemente dalla loro dimensione[125], si affianca la

121 Cfr. Cipolloni (1994), pag. 191.
122 Per un approfondimento si rinvia a Di Battista (1994), pagg. 77 e segg.
123 Cfr. Comana (1993a), pag. 7.
124 Cfr. Rondelli (1994), pagg. 8-10. Si ricorda che per i finanziamenti a medio-lungo termine alle imprese, per le banche con patrimonio inferiore a 2.000 miliardi, oppure con patrimonio di almeno 50 miliardi purché appartenenti ad un gruppo bancario con patrimonio superiore a 2.000 miliardi, oppure con raccolta prevalentemente a medio-lungo termine, sussiste un limite massimo pari al 20 per cento della raccolta (salvo specifica abilitazione): cfr. Cap. XXV delle Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia in materia di operatività a medio e lungo termine delle banche.
125 Già alcuni anni fa Comana aveva suggerito l'introduzione della possibilità per le banche commerciali di operare una raccolta di fondi oltre il breve termine, mediante lo strumento più tipico, rappresentato dalla emissione di prestiti obbligazionari. Cfr. Comana (1988), pag. 248: «I vantaggi di tali emissioni si avvertirebbero soprattutto con riferimento alla stabilizzazione delle fonti di finanziamento delle banche di deposito, da impiegarsi accanto alle già indicate azioni di discriminazione fra la componente monetaria e quella a tempo dei depositi bancari a breve. [...] Né si deve temere che la natura monetaria di talune specie di debiti bancari possa, in qualche modo, arrecare pregiudizio alla fattibilità delle indicazioni che qui vengono fornite: esse si inquadrano nella proposta di una complessiva maggiore articolazione degli strumenti di raccolta bancaria, all'interno dei quali alcuni soltanto potranno conservare la caratteristica di cui si è detto».

possibilità di attuare politiche di *funding* atte a diversificare la composizione del passivo nonché ad accrescere e stabilizzare lo *stock* di provvista[126]. L'obiettivo che si pone il *management* è duplice. Da un lato, il contenimento del processo di disintermediazione che sta interessando gli strumenti tradizionali di raccolta bancaria[127] e, dall'altro, il contenimento della maggior onerosità della raccolta in certificati di deposito a seguito del nuovo regime fiscale. Tuttavia, se l'obiettivo è quello di espandere le proprie quote di mercato, il vantaggio che così si ottiene non può che essere di breve periodo. Tale strategia, infatti, troverebbe una seria limitazione in uno dei princìpi della sana e prudente gestione della banca, ovvero collegare l'incremento della provvista complessiva alla possibilità di disporre di convenienti opportunità di impiego dal lato dell'attivo e viceversa[128], pena la riduzione della contribuzione derivante dalla gestione denaro. Le caratteristiche del quadro di riferimento non devono essere quelle ideate per l'approvvigionamento degli istituti e delle sezioni di credito speciale, ovvero raccolta ed impieghi a medio e lungo termine perfettamente *matched* in assenza di gestione del rischio di mercato. La regola rigida della raccolta in funzione dell'attivo, il mancato utilizzo di strumenti derivati per la gestione del rischio di mercato e una inadeguata organizzazione, significherebbero perdita delle opportunità offerte dai mercati finanziari[129]. La qualità del *management* sarà misurata dalla capacità di tradurre in opportunità la libertà operativa introdotta dalla normativa e non in un vincolo. Altrimenti è preferibile ricondurre la politica di raccolta obbligazionaria alla rigida regola del perfetto *matching* delle scadenze. Tale regola vale soprattutto per le banche di minori dimensioni. Anche se banca di minori dimensioni non è sinonimo di banca locale, sia il numero dei potenziali sottoscrittori sia il loro livello di cultura finanziaria, uniti ad un inadeguato servizio di consulenza finanziaria, sono fattori che possono determinare l'insuccesso di una emissione obbligazionaria[130]. Sarebbe un errore nascondere tale inefficienza scaricandola sul costo delle obbli-

---

126 Cfr. Cesarini-Gualtieri (1994), pagg. 456-457 e Di Battista- Nieri (1994), pag. 168: in entrambi gli scritti si sviluppa la tesi secondo cui la ricomposizione del passivo sarebbe stata indotta proprio dalla contrazione dei depositi.

127 Cfr. Schena (1994), pag. 320.

128 Cfr. Comana (1993), pag. 2: «Emerge molto netto l'orientamento di considerare la provvista degli istituti e sezioni di credito speciale prettamente strumentale al finanziamento dell'attivo. Non è riproponibile questa logica alla banca, dove la dinamica della raccolta e degli impieghi devono procedere in sintonia, senza alcuna priorità di principio degli uni sull'altra o viceversa».

129 Cfr. Di Franco (1997), pagg. 2-3.

130 Cfr. Mauro (1994), pag. 10: «La decisione di emettere obbligazioni sarà... fortemente condizionata anche dalle *dimensioni della banca* e quindi dalle caratteristiche dei mercati sui quali si approvvigiona e dei clienti con cui intrattiene rapporti». Tra l'altro

gazioni, e, quindi, dal punto di vista dei sottoscrittori, sul rendimento delle stesse[131].

Vale, invece, per qualsiasi impresa bancaria, di qualsiasi dimensione e formula imprenditoriale la necessità di monitorare il costo ed il peso delle obbligazioni sulla provvista complessiva, ed in ultima analisi, gli effetti sul margine di interesse[132]. Proprio quest'ultimo effetto, ha indotto alcune banche di grandi dimensioni a convogliare la parte di risparmio precedentemente allocata in certificati di deposito in fondi comuni di investimento di tipo monetario e obbligazionario gestiti da società del gruppo di appartenenza della banca. Si tratta di due scelte che sottintendono strategie molto diverse. Mentre la prima vede il travaso del risparmio da uno strumento di raccolta ad un altro (da un titolo di deposito ad un titolo obbligazionario), la seconda comporta un processo di disintermediazione della raccolta diretta a favore di quella indiretta. Le strategie che sottendono i due tipi di scelte sono l'una tendente ad utilizzare lo strumento obbligazionario come mero strumento di travaso di depositi oltre che come strumento strategico per la ricomposizione del passivo sia per gli obiettivi di raccolta sia come strumento di *Asset & Liability Management*; l'altra trascura lo strumento obbligazionario e si affida alla società di *asset management* del gruppo avendo come obiettivo l'ampliamento del margine di intermediazione.

In proposito, si osservi come il mutamento della composizione dei passivi bancari avrà delle conseguenze sulla struttura organizzativa delle banche anche in termini di occupazione. Infatti, l'amministrazione di tale provvista, e dei relativi collocamenti di fondi, come insegna l'esperienza degli ex istituti di credito speciale, esigerà un minor numero di dipendenti a parità di masse gestite[133]. Ora se si tiene conto dell'elevato costo del lavoro, rispetto a quello degli altri comparti

---

la politica di prezzo potrebbe portare a risultati assai scarsi nei confronti delle banche nazionali nel caso in cui quotino le proprie obbligazioni: i vantaggi, in termini di liquidabilità e certezza dell'investimento diverranno progressivamente palesi per settori crescenti di clientela, come sottolineano Resti-Senati (1997), pag. 4.

131 Cfr. Cipolloni (1994). Cfr. anche Di Battista (1994), pag. 18: «... il nuovo scenario impone anche un controllo attento delle politiche di prezzo praticate dalle singole banche con quelle poste in essere dalle concorrenti. Vi è difatti il rischio che l'opportunità di personalizzazione dei CD e il più diretto confronto con gli strumenti di mercato nel caso delle obbligazioni inducano le banche ad adottare politiche di prezzo apparentemente efficaci in termini di quote di mercato, che per altro verso comportano un indebolimento più che proporzionale in termini di redditività e di adeguatezza patrimoniale».

132 A tale scopo potrebbe essere di grande utilità la diminuzione del costo dei depositi a vista, particolarmente quelli di conto corrente che hanno natura prevalentemente transattiva. Cfr. Fazio (1996), pag. 15. Per una proposta di «azzeramento della remunerazione sui conti correnti», si veda Rondelli (1994), pag. 12.

133 Cfri ABI (1996b).

produttivi e nel confronto internazionale, e della scarsa efficienza del nostro sistema creditizio, la possibilità, di emettere obbligazioni contribuirà a provocare nel sistema uno stimolo alla trasformazione dell'organizzazione e dell'amministrazione delle banche. Si tratta cioè di cogliere i vantaggi delle nuove opportunità e di trasformarle in realtà cosicché le banche italiane possano affrontare il processo di trasformazione in atto senza alcun svantaggio competitivo nei confronti dei concorrenti europei.

BIBLIOGRAFIA

ABI (1994a), *Lettera alla Banca d'Italia del 16 marzo 1994*, prot. n. CS/002441, Roma.

ABI (1994b), *Mercato delle obbligazioni e di titoli non quotati. Proposte di realizzazione*, in *Bancaria*, n. 5.

ABI (1995), *Circolare - Serie legale*, n. 28, 4 settembre.

ABI (1996a), *Circolare - Serie Legale*, n. 54, 30 settembre.

ABI (1996b), *Relazione del Presidente all'Assemblea dell'Abi del 26 giugno 1996* (bozza di stampa), Roma.

ABI (1997a), *Circolare - Serie Legale*, n. 7, 17 febbraio.

ABI (1997b), *Circolare - Serie Legale*, n. 16, 10 marzo.

ABI (1997c), *Circolare - Serie Tecnica*, n. 88, 23 giugno.

ABI (1997d), *Studio preliminare di fattibilità di un mercato delle obbligazioni private*, testo dattiloscritto, maggio.

ABI (1997e), *Lettera circolare del 23 gennaio 1997*, prot. n. GB/000327, Roma.

Alpa G. - Gaggero P. (1996), *I servizi di investimento in valori mobiliari nel Decreto Eurosim*, Milano, Ipsoa.

Atti Parlamentari (1998a), Camera dei Deputati, XIII Legislatura, Commissione VI (Finanze), *Indagine conoscitiva sull'evoluzione del mercato mobiliare italiano (Audizione del Presidente della Consob)*, n. 2, Roma, 20 gennaio 1998.

Atti Parlamentari (1998b), Camera dei Deputati, XIII Legislatura, Commissione VI (Finanze), *Indagine conoscitiva sull'evoluzione del mercato mobiliare italiano (Audizione del Presidente dell'Abi)*, n. 6, Roma, 29 gennaio 1998.

Baldinelli C., *Commento all'art. 12 del D. lgs. n. 385/93*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione F., Padova, Cedam, 1994.

Banca Commerciale Italiana (1996), *Alcune osservazioni preliminari sul mercato delle obbligazioni bancarie*, testo dattiloscritto, Milano, 8 luglio.

Banca d'Italia (1963), *Disciplina dei saggi di interesse sulle operazioni di raccolta a breve, a medio e a lungo termine*, in *Bollettino della Banca d'Italia - Vigilanza sulle Aziende di Credito*, n. 3.

Banca d'Italia (1992), *Raccolta in forma cartolare degli istituti e sezioni di credito speciale*, in *Bollettino della Banca d'Italia - Vigilanza sulle Aziende di Credito*, n. 121.

Banca d'Italia (1993), *Decreto ministeriale 22 giugno 1993, n. 242631*, in *Bollettino della Banca d'Italia - Vigilanza sulle Aziende di Credito*, n. 124.

Banca d'Italia (1994a), *Operatività a medio e lungo termine e raccolta in titoli delle banche*, in *Bollettino di Vigilanza*, n. 1.

Banca d'Italia (1994b), *Bollettino di Vigilanza*, n. 7.

Banca d'Italia (1996a), *Relazione annuale per il 1995, Considerazioni finali*, Roma.

Banca d'Italia (1996b), *Circolare n. 4 del 29 marzo 1988 - 133° aggiornamento del 19 dicembre 1996. Fascicolo «Istruzioni di vigilanza per gli enti creditizi». Modifica della disciplina di vigilanza in materia di raccolta in titoli delle banche*, in *Bollettino di Vigilanza*, n. 12.

Banca d'Italia (1997a), *Relazione annuale per il 1996, Considerazioni finali*, Roma.
Banca d'Italia (1997b), *Lettera circolare del 4 luglio 1997*, prot. n. 7360, Roma.
Banca d'Italia (1997c), *Bollettino di Vigilanza*, n. 7.
Banca d'Italia (1997d), *Bollettino di Vigilanza*, n. 11.
Banca d'Italia (1998), *Relazione annuale per il 1997, Considerazioni finali*, Roma.
Belli F. - Mazzini F. - Tedeschi R. (1998), *Il Testo Unico della Finanza*, Milano, Il Sole 24 Ore.
Bianchi A. L. (1994), *La raccolta in titoli delle banche alla luce della circolare Banca d'Italia del 31 gennaio 1994: profili giuridici*, in *Banche e Banchieri*, n. 10.
Bianchi T. (1996), *Un'aliquota unica per i certificati*, in *Il Sole 24 Ore* del 20 luglio 1996.
Biffis P. (1994), *L'operatività oltre il breve il breve termine e l'equilibrio di bilancio delle banche*, in Atti del convegno, *L'ampliamento dell'operatività delle banche nell'intermediazione a medio e lungo termine: opportunità e modalità applicative della Circolare Banca d'Italia del 31 gennaio 1994*, a cura di Riforma, Milano, 29 marzo.
Bisoni C. (1979), *Gli istituti di credito industriale*, Milano, Franco Angeli.
Blandini A. (1996), *Profili cartolari dei titoli obbligazionari emessi da banche*, in *Banca, Borsa e titoli di credito*, n. 1.
Bompani A. (1994), *Dalla legge bancaria del 1936-33 al T.U. sulle banche*, in *Note Economiche del Monte dei Paschi di Siena*, n. 3.
Bompani A. (1990), *Libera banca in libera Europa: le conseguenze della seconda direttiva Cee 89/646 del 15 dicembre 1989 sull'accesso e l'esercizio dell'attività bancaria con particolare riguardo all'Italia*, in *Complementi di Tecnica bancaria nel contesto della liberalizzazione europea*, Bompani A. - Maggio M., Torino, G. Giappichelli.
Borsa Italiana Spa (1997), *Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana S.p.a.*, Milano.
Bruno E. G. (1994), *Le forme di raccolta del risparmio e lo sviluppo dei mercati finanziari*, in Atti del convegno, *La raccolta del risparmio: strumenti e nuova disciplina*, a cura di Paradigma, Milano, 16 e 17 giugno.
Bufacchi I. (1996), *Dalle banche sì alla Borsa ma con regole più snelle*, in *Il Sole 24 Ore* del 23 luglio 1996.
Caleffi F. (1997), *L'evoluzione della normativa fiscale relativa alla tassazione delle rendite finanziarie alla luce del mercato unico europeo*, in *Assobat News*, n. 12, gennaio.
Campobasso G. F. (1994), *L'emissione di obbligazioni bancarie*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, n. 4.
Cannizzaro G. (1998), *Commento agli articoli 94-100*, in *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.Lgs 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Rabitti Bedogni C., Milano, Giuffrè.
Cattaneo C. (1994), *L'emissione di obbligazioni bancarie*, in *Banche e Banchieri*, n. 3.
Ceriana E. (1996), *Nuove ritenute per depositi bancari, certificati di deposito, titoli obbligazionari e similari*, in *Banche e Banchieri*, n. 5.
Cesarini F. - Gualtieri P. (1994), *Tecniche di gestione della raccolta da clientela alla luce dei recenti mutamenti dell'operatività bancaria in Italia*, in *Tendenze e prospettive della raccolta bancaria in Italia*, a cura di Cesarini F. - Conti V. - Di Battista M. L., Bologna, Il Mulino.

Cesarini F. (1994), *L'emissione di titoli nel quadro della raccolta bancaria: una nuova opportunità per le banche*, in Atti del convegno, *La raccolta del risparmio: strumenti e nuova disciplina*, a cura di Paradigma, Milano, 16-17 giugno.
Cipolloni A. (1994), *Alcune considerazioni sulle obbligazioni bancarie*, in *Cooperazione di Credito*, n. 144.
Coltro Campi C. (1991), *La nuova disciplina dell'intermediazione e dei mercati mobiliari*, Torino, Utet.
Comana M. (1988), *I flussi finanziari nella banca di deposito*, Milano, Giuffrè.
Comana M. (1993a), *La raccolta obbligazionaria nella ristrutturazione del passivo delle banche. Quali opportunità per le banche locali*, in Atti del convegno, *L'emissione di obbligazioni da parte delle banche: le opportunità offerte dall'art. 12 del Testo Unico*, a cura di Riforma, Milano, 10 dicembre.
Comana M. (1993b), *Quali prospettive per i CD?*, in *Lettera Assbank*, n. 2.
Comana M. (1994), *Rischio economico, rischio finanziario e rischio di capitale nell'operatività a medio e lungo termine: strumenti di analisi e di valutazione*, in Atti del convegno, *La nuova disciplina delle operazioni di raccolta*, a cura di Ita, Milano, 7-8 aprile.
Consob (1989), *Regolamento per l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale nelle borse valori*, in *Delibera Consob 4088 del 24-5-89* e succ. modif.
Consob (1996a), *Comunicazione n. DIS/RM/96003930 del 2-5-96 inviata alla banca...*, in *Bollettino Consob*, maggio.
Consob (1996b), *Relazione per l'anno 1995*, Roma, 1° aprile.
Consob (1997), *Comunicazione n. DIS/RM/97000684 del 22-1-97.*
Consob (1998), *Incontro annuale con il mercato finanziario. Discorso del Presidente*, Milano, 7 aprile.
Costi R. (1994), *L'ordinamento bancario*, Bologna, Il Mulino.
De Vitis (1998), *Commento agli articoli 113-116*, in *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.Lgs 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Rabitti Bedogni C., Milano, Giuffrè.
Di Battista M. L. - Nieri L. (1994), *Caratteristiche tecniche degli strumenti di raccolta bancaria al dettaglio in Italia nel periodo 1987-1992*, in *Tendenze e prospettive della raccolta bancaria in Italia*, a cura di Cesarini F. - Conti V. - Di Battista M. L., Bologna, Il Mulino.
Di Battista M. L. (1994), *Le politiche di raccolta delle banche italiane: profili innovativi*, in *Bancanotizie*, n. 2.
Di Battista M. L. (1996), *Le politiche di raccolta delle banche*, Bologna, Il Mulino.
Di Franco M. (1997), *La funzione della raccolta obbligazionaria delle banche*, in Atti del Seminario, *L'emissione di obbligazioni bancarie*, a cura di Finstudi, Roma, 10 maggio.
Di Noia C. - Macchiati A. (1996), *Poche obbligazioni, poco flottante, molti intermediari - profili economici e regolamentari di tre problemi della finanza in Italia*, in *Banca, Impresa e Società*, n. 2.
Di Pasquali F. (1996a), *Le caratteristiche tecniche dei prestiti obbligazionari domestici nei primi anni Novanta*, in *Banche e Banchieri*, n. 6.
Di Pasquali F. (1994), *Il mercato dei titoli obbligazionari privati: cause di inefficienza e prospettive*, in *Finanza imprese e Mercati*, n. 1.
Di Pasquali F. (1996b), *La crisi del mercato obbligazionario italiano: analisi e proposte per una riforma*, in *Rapporto IRS sul mercato azionario 1996*, Milano, Il Sole 24 Ore.

Di Pasquali F. - Sabatini G. - Zanoli C. (1997), *Il mercato secondario delle obbligazioni (Mot): analisi e proposte per la sua rivitalizzazione*, in *Bancaria*, n. 2.
Donati M. - Passeri R. - Sacconi M. (1991), *Lineamenti di Tecnica di Borsa*, Torino, Giappichelli.
Donvito A. - Ferrajoli L. - Roddi G. - Silla F. (1993), *Commentario alla nuova legge bancaria*, Milano, Pirola.
Fabrizi P. L. (1996), *Le banche nell'intermediazione mobiliare e nell'asset management*, in Atti del seminario, *Il Private Banking in Italia: problemi e prospettive*, Sda Bocconi, 5 novembre.
Falcone G. (1998), *Le obbligazioni delle banche nel quadro del D.lgs. n. 385 del 1993: profili strutturali ed aspetti cartolari*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, n. 1, gennaio- marzo.
Fauceglia G. (1995), *Le obbligazioni emesse dalle banche*, in *Giurisprudenza commerciale*, n. 3.
Fazio A. (1996), *Gestione dei rischi e redditività delle banche italiane*, testo dattiloscritto, Roma, 26 giugno.
Galletti D. (1997), *«Elasticità» della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca, Borsa e titoli di credito*, n. 1.
Gersandi A. (1996), *La manovra e le banche*, in *Lettera Assbank*, n. 6.
Magrini M. (1996), *Abi, ora saliranno i tassi*, in *Il Sole 24 Ore* del 21 giugno 1996.
Marchesini E. (1994), *Gli operatori: rischio di effetto boomerang*, in *Il Sole 24 Ore* del 13 giugno 1994.
Marchetti P. (1994), *Le obbligazioni nel Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, n. 4.
Mauro M. (1994), *L'emissione di titoli nel quadro della raccolta bancaria: una nuova opportunità per le banche*, in Atti del convegno, *La raccolta del risparmio: strumenti e nuova disciplina*, a cura di Paradigma, Milano, 16-17 giugno.
Meloni M. (1996), *L'evoluzione della disciplina delle obbligazioni bancarie*, in *Consulente di Impresa Commerciale Industriale*, n. 3.
Olivieri A. (1996), *Banche, Berlanda ci riprova*, in *Il Sole 24 Ore* del 31 luglio 1996.
Oriani M. (1996), *Obiettivi strategici e prospettive di sviluppo delle emissioni di obbligazioni bancarie*, in *Il Risparmio*, n. 1.
Ortino S. (1991), *Diritto bancario italiano tra pluralismo istituzionale e direttive comunitarie*, in *Banca, Impresa e Società*, n. 1.
Penati A. (1996), *I bond bancari nel risparmio gestito*, in *Il Sole 24 Ore* del 3 marzo 1996.
Pin A. (1978), *Credito a breve, a medio e lungo termine*, in *La banca nell'odierna realtà italiana*, a cura di Camaiti Romolo, Roma, Edizioni EPR.
Porzio M. (1993), *La raccolta del risparmio: limiti e prospettive nell'emissione di obbligazioni e di titoli di deposito*, in Atti del convegno, *La nuova legge bancaria: disciplina e controllo dell'attività delle banche e degli intermediari creditizi*, a cura di Paradigma, Milano, 14-15 ottobre.
Resti A. - Senati M. (1997), *Crisi della raccolta diretta e gestione del risparmio: le risposte strategiche dei gruppi bancari*, in *Bancaria*, n. 3.
Rondelli L. (1994), *Il mercato delle obbligazioni bancarie*, in *Bancaria*, n. 9.
Ruozi R. (1993), *I titoli bancari*, in *Zenit*, n. 1.

Sabbatini R. (1998), *Consob fa luce sulle obbligazioni*, in *Il Sole 24 Ore* del 22 ottobre 1998.
Schena C. (1994), *Prestiti obbligazionari e nuovi strumenti di patrimonializzazione delle banche*, in *Tendenze e prospettive della raccolta bancaria in Italia*, a cura di Cesarini F. - Conti V. - Di Battista M. L., Bologna, Il Mulino.
Tacconi M. (1996), *Le banche e l'emissione di obbligazioni*, in *Banche e Banchieri*, n. 5.
Tremonti G. (1996), *La manovra frena l'economia senza vantaggio per il gettito*, in *Il Sole 24 Ore* del 16 luglio 1996.
Vaciago G. (1996), *Fisco e banche: chi guadagna, chi perde*, in *Lettera Assbank*, n. 6, agosto.
Venturino M. (1994), *Evoluzione della raccolta bancaria, prospettive strategiche e implicazioni organizzative*, in *Tendenze e prospettive della raccolta bancaria in Italia*, a cura di Cesarini F. - Conti V. - Di Battista M. L., Bologna, Il Mulino.