

# La "trappola" dei bond strutturati

Due funzionari della Consob rifanno i conti sulle obbligazioni bancarie. Ed evidenziano che questi prodotti legati ai derivati non sono trasparenti sui rischi e che i prezzi di emissione sono superiori al valore "intrinseco" del titolo

CLAUDIO CARACENI

Roma

A FINE giugno '99, le famiglie italiane avevano investito 250mila miliardi in obbligazioni bancarie cosiddette strutturate: veramente troppo se si considera che nessun risparmiatore è capace di valutare correttamente il profilo di rischio-rendimento sottostante a questi prodotti finanziari.

Le obbligazioni bancarie strutturate sono costruite abbinando alle obbligazioni ordinarie determinati tipi di prodotti derivati, e rappresentano per i risparmiatori dei veri e propri specchietti per le allodole, perché evidenziano in forma esplicita tutti i vantaggi che offrono (un tasso di interesse iniziale molto più alto di quello di mercato, la possibilità di investire in Borsa senza rischiare il capitale, etc.) ma mantengono in forma implicita la maggior parte dei rischi che il prodotto derivato comporta. Pertanto accade spesso che le attraenti condizioni iniziali finiscano per trasformarsi in bassi tassi di rendimenti alla scadenza o in perdite sostanziose nel caso di smobilizzo prima dei termini.

Oggi, due funzionari della Divisione intermediari della Consob, l'economista Giuseppe D'Agostino e il matematico Marcello

Minenna, hanno realizzato uno studio pubblicato nei Quaderni di ricerca della Consob (disponibile anche sul sito internet [www.consob.it](http://www.consob.it)) dal titolo "Il mercato primario delle obbligazioni bancarie strutturate - Alcune considerazioni sui profili di correttezza del comportamento degli intermediari". Lo studio mette in evidenza con estrema chiarezza tutti i principali problemi che questi prodotti finanziari si portano dietro.

L'enorme diffusione delle obbligazioni strutturate tra le famiglie è dovuta ad una politica di marketing aggressiva attuata dalle banche per far fronte al calo della raccolta a medio lungo termine e alla necessità di copertura dei rischi crescenti derivanti dai propri investimenti in titoli. Il calo mercato dei tassi di interesse nel nostro paese a partire dal 1997 ha determinato una fuga del risparmio dai certificati di deposito bancari e la necessità per le famiglie di riallocare i portafogli verso impieghi più rischiosi e potenzialmente più redditizi. In questo contesto particolarmente favorevole, le banche hanno usata

## LA DIFFERENZA TRA PREZZO "REALE" E PREZZO DI EMISSIONE

Soggetto Emittente	Denominazione	Data di scadenza	Prezzo emissione	Valore teorico
Banca di Roma	Reverse Convertible Knocked in su MIB 30 con parachute	19/04/2001	100	86
Centrobanca	Reverse Convertible su Generali con parachute	26/10/2000	100	92
Mediocredito Lombardo	Reverse Convertible su Montedison con parachute	28/02/1999	100	82
Mediocredito Lombardo	Reverse Convertible su MPS con parachute	31/12/1999	100	83
Mediocredito Lombardo	Reverse Convertible Knocked in su ENI con parachute	28/02/2000	100	92
Mediocredito Lombardo	Reverse Convertible Knocked in su COMIT	25/01/2000	100	82
Mediobanca	Japan Equities Basket con parachute	30/10/2005	100	90
Mediocredito Lombardo	Equity Indexes Basket con parachute	07/07/2003	100	90
Efibanca	Equity Indexes Basket	30/09/2004	100	85
Efibanca	Equity Index	31/07/2004	100	91
Efibanca	Italian Equities Basket	13/02/2002	100	85
Efibanca	World Equities Basket	21/11/2004	100	78
Efibanca	World Equities Basket	31/12/2004	100	80
Efibanca	Reverse Convertible Knocked in su Nokia con parachute	01/12/2000	100	91
Unicredit	Italian Equities Basket	01/10/2004	100	86

Fonte: Quaderni di finanza Consob

Nella tabella, la differenza tra quello che avrebbe dovuto essere il prezzo corretto e quello che invece è stato il prezzo di emissione di alcune obbligazioni strutturate. Il mercato di questi titoli è molto ampio, soprattutto da quando i tassi di interesse sono scesi

la loro elevata reputazione per offrire ai risparmiatori continue emissioni di obbligazioni strutturate al punto che in soli cinque anni lo stock di questi titoli è passato da 15.683 a 246.118 miliardi di lire, ricoprendo così una funzione essenziale nel finanziamento delle attività delle banche. Tuttavia, le informazioni incorporate nelle obbligazioni strutturate non sono state finora adeguatamente rivelate agli investitori e il reale valore della componente rischiosa è spesso conosciuto solo dai costruttori di questi strumenti. Non di rado la stessa rete distributiva del prodotto ne è all'oscuro ma spinge comunque i propri clienti a sottoscrivere le emissioni per beneficiare delle ampie promozioni che percepisce sui classamenti. L'asimmetria informativa appena descritta consente agli emittenti di colloca-

realizzato in numerose emissioni degli ultimi anni. Per citare le più vistose, le obbligazioni strutturate Efibanca World Equity Basket 21/11/98 avrebbero dovuto avere un valore corretto di 78 ma sono state emesse a 100; le obbligazioni Mediocredito Lombardo Reverse Convertible su Montedison del 31/8/98 avrebbero dovuto avere un valore teorico di emissione di 82 mentre sono state emesse a 100

Se lo scopo principale della regolamentazione dei sistemi finanziari è quello di ridurre lo svantaggio informativo dei piccoli risparmiatori nei confronti degli intermediari, la regolamentazione italiana relativa alle obbligazioni strutturate lo ha finora mancato. Pertanto gli autori auspicano interventi mirati di regolamentazione sulle obbligazioni bancarie strutturate.

re le obbligazioni strutturate ad un prezzo molto più elevato rispetto al prezzo teorico che dovrebbero avere sulla base di una corretta valutazione dei rischi che questi strumenti incorporano. Di conseguenza le banche riescono attraverso le obbligazioni strutturate a finanziarsi a bassi tassi di interesse e/o a coprire proprie posizioni rischiose a costi più contenuti di quello mercato. Lo studio contiene una tabella particolarmente interessante dove viene documentato il fenomeno di mispricing (cioè della differenza tra il prezzo di emissione e quello teorico-come corretto).