

Dir. Resp.: Roberto Napolitano

Il prezzo sbagliato dei bond

Il piccolo risparmiatore si fida della propria banca che però potrebbe vendergli titoli che sono remunerati poco

Marcello Frisone

■ Oltre a correre il rischio di non vedersi restituito il capitale investito, come successo ai clienti delle quattro banche "salvate" di recente, nei bond subordinati potrebbe esistere un'altra fonte di perdite: se un risparmiatore nell'accettare il consiglio della propria banca di comprare una obbligazione subordinata della "casa" avrebbe dovuto ricevere una cedola del 10% - ma l'ha ricevuta soltanto del 5% - ha perduto il 5% ogni anno. Inoltre, non ha avuto alcun segnale sui rischi del prodotto, visto che in finanza vige la relazione che a un grande rendimento corrisponde un grande rischio. È il fenomeno del mispricing (o prezzo sbagliato) delle obbligazioni.

I DATI GENERALI

L'ammontare di bond subordinati in circolazione in Italia è di 55 miliardi (dati Bloomberg); metà è riconducibile a Intesa e UniCredit, il resto a emissioni di oltre 50 istituti bancari per controvalori che vanno dai 10 milioni di euro della Bcc Padovana ai 2 miliardi di Mps. Trenta miliardi sono le subordinate collocate direttamente al retail mentre

25 miliardi è presso investitori istituzionali (il che non esclude un coinvolgimento indiretto dei risparmiatori tramite fondi di comunio assicurativi).

IL MISPRICING

Non remunerare i risparmiatori per il rischio che corrono consente alle banche di raccogliere denaro a un costo della raccolta inferiore a quello di mercato. Come può avvenire ciò? Semplice: la banca non si rivolge a investitori istituzionali (che non accetterebbero mai di essere remunerati a tassi fuori mercato) ma ai piccoli risparmiatori che però non hanno gli strumenti per quantificare il prezzo "giusto" e i rischi connessi dei bond. Come potrebbe dunque tutelarsi il retail? Ottenendo dalla propria banca l'informatica degli scenari probabilistici (ovvero conoscere prima di sottoscrivere l'investimento le probabilità di perdere e di guadagnare) prevista dal prospetto semplificato di recente proposto dal Sole 24 Ore per tutelare i risparmiatori. In realtà, gli "scenari", inseriti dalla Consob di Spaventa, non sono stati più adottati dal 2011, sotto la presidenza Vegas (si veda intervista sotto).

DUE CASI CONCRETI

Applicando gli indicatori probabilistici Consob del 2009 (descritti nel quaderno di Finanza n. 63, si vedano i grafici in alto) a casi concreti di bond subordinati emessi da due banche venete, si mostra come i piccoli risparmiatori siano stati re-

munerati meno degli investitori istituzionali.

Il bond della Banca Popolare di Vicenza, collocato al retail a fine 2011 all'apice della crisi, ha una durata di 7 anni e una cedola dell'8,5% (il BTP di pari durata rendeva poco di meno: il 6,5%) mentre quello collocato da Veneto Banca agli investitori istituzionali a ottobre 2012 - con lo scudo anti-spread della Bce che aveva tranquillizzato i mercati - ha una durata di 10 anni e cedola al 10% (il BTP di pari durata rendeva meno della metà: il 4,5%).

Sebbene entrambe le banche avessero un'elevata probabilità (oltre il 40%) di non restituire il capitale, emerge anche che se le cose fossero andate male l'investitore retail avrebbe ricevuto 37 euro dei 100 investiti mentre quello istituzionale 57. Se le cose fossero andate invece bene, il retail avrebbe ricevuto 150 euro su 100 investiti mentre l'istituzionale ne avrebbe ricevuto 215.

L'unblinding (cioè la scomposizione del prezzo implicita al calcolo degli scenari probabilistici) quantifica poi questa disparità di trattamento: i costi sostenuti dall'investitore istituzionale sono risibili (1,63 euro su 100 investiti) mentre sono esorbitanti (10,79 su 100) quelli del retail. Insomma, una maggiore trasparenza dei rischi in una pagina, come ha detto di recente anche il presidente del Consiglio Renzi, è possibile e avrebbe certamente aiutato il piccolo risparmiatore a decidere se comprare o meno questi bond subordinati.

Le probabilità di perdere e di guadagnare sui bond subordinati

IL TITOLO DESTINATO AGLI ISTITUZIONALI...

Il bond Veneto Banca IT0004865041

Unbundling	Eventi	Probabilità eventi (%)	Valori medi**
Componente non rischiosa 71,56			
Componente rischiosa 26,81			
Fair value 98,37	Negativo	48,55	57,57
Costi 1,63			
Prezzo 100	Neutrale	14,60	117,52
Orizzonte temporale			
10 anni			
Grado di rischio	Positivo	36,85	215,53
Alto*			

...E QUELLO VENDUTO AL RETAIL

Il bond Popolare di Vicenza IT0004781073

Unbundling	Eventi	Probabilità eventi (%)	Valori medi**
Componente non rischiosa 66,62			
Componente rischiosa 22,59			
Fair value 89,21	Negativo	43,51	37,14
Costi 10,79			
Prezzo 100	Neutrale	10,05	120,45
Orizzonte temporale			
7 anni			
Grado di rischio	Positivo	46,44	150,93
Alto*			

(*) In una scala di 7 classi (da Molto Basso a Molto Alto); (**) Capitale iniziale investito pari a 100