



ATTENTI a quei bond

Le banche hanno avuto la garanzia dello Stato sulle obbligazioni. Ma non accettano esami dei loro prodotti. Li abbiamo fatti noi

DI LUCA PIANA

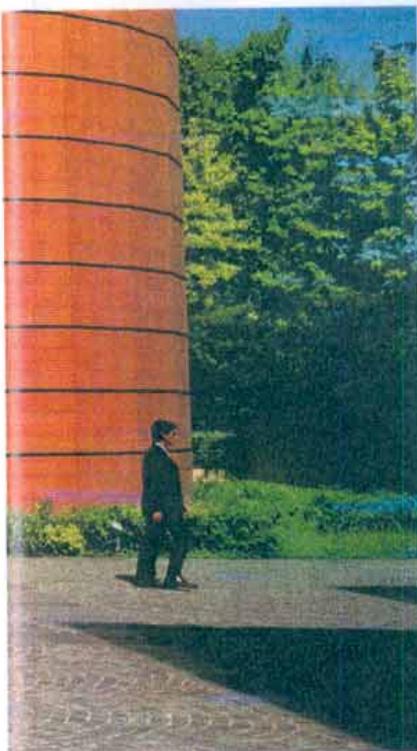
Hanno ottenuto dal governo di Mario Monti una grande apertura di credito: lo Stato italiano si farà garante dei prestiti obbligazionari che le banche venderanno ai loro clienti, almeno a certe condizioni. Una misura eccezionale, quella del presidente del Consiglio, che rende evidente la gravità di una situazione che, in questi mesi, è andata peggiorando.

Che le banche avessero bisogno di un simile aiuto di Stato, gli esperti ne sono abbastanza convinti, visto che le banche si ritrovano ad affrontare una crisi di liquidi-

tà che inquieta gli addetti ai lavori. Che però gli istituti di credito si meritino davvero il paracadute aperto dal presidente del Consiglio, è una questione più complessa. Lo rivela un'analisi che "l'Espresso" ha fatto elaborare su dieci prestiti obbligazionari collocati in Italia negli ultimi mesi da istituti nazionali come Intesa Sanpaolo, Unicredit, Banco Popolare, Ubi Banca e Popolare di Milano, nonché da cinque banche straniere. I risultati si trovano nella tabella della pagina a fianco e danno l'idea di una situazione che meriterebbe quanto meno un'indagine statistica approfondita. I costi effettivi dei prodotti analizzati, ad esempio, sono sensibil- ▶

Quando il rischio è occulto

LA BANCA POPOLARE DI LODI



Grado di trasparenza dei costi e calcolo della probabilità di conseguire un rendimento negativo di dieci prestiti obbligazionari collocati in Italia negli ultimi mesi del 2011.

Elaborazioni effettuate sulla base dei prospetti di collocamento da Riccardo Cesari, professore di Matematica finanziaria all'Università di Bologna.

	COSTI DICHIARATI	COSTI EFFETTIVI	PROBABILITÀ DI RENDIMENTO NEGATIVO (IN %)	PERDITA MEDIA IN CASO DI SCENARIO NEGATIVO (IN %)
BANCHE ITALIANE				
Ubi prestito subordinato 2011-18 "Welcome edition"	3,91	18,10	43,0	-57,8
Banco Popolare prestito tasso misto 2011-17 "Cap&Floor Banco Posta"	3,65	17,29	41,5	-46,1
Banca Imi (Intesa) prestito index linked 2011-17 "Digital Equities Basket"	6,56	11,28	34,7	-47,5
Unicredit prestito indicizzato 2011-17 "cap and floor"	3,79	12,93	30,9	-45,5
Bpm prestito obbligazionario 2011-14 "Step-up"	7,92	10,92	23,5	-56,2
BANCHE STRANIERE				
Rbs prestito 2011-17 "Basket worst barrier"	6,00	12,22	26,0	-52,3
Macquarie prestito 2011-17 "Cap&Floor Banco Posta"	2,50	15,30	23,7	-58,9
Morgan Stanley prestito 2011-16 "Inflation Linked"	0,00	5,07	21,2	-49,5
Barclays prestito 2011-2016 "European Call Spread"	0,00	10,72	14,1	-58,2
Ubs prestito 2011-16 "Index Linked Autocallable"	0,00	8,71	9,9	-53,4

I conti che la Consob non fa DI RICCARDO CESARI

Parafrasando George Bernard Shaw, si potrebbe dire che le cose utili o sono difficili da comprendere, o sono introvabili, oppure c'è qualcuno che le vuole eliminare. È il caso del prospetto che la Consob, fino allo scorso anno, faceva elaborare agli emittenti per garantire la massima trasparenza dei costi e dei rischi presenti nei titoli offerti ai normali risparmiatori. Un prospetto che, solo per citare un caso, indicava con largo anticipo che il famoso titolo "Convertendo Bpm 2009-2013" aveva una probabilità del 68,5 per cento di dare un rendimento negativo nell'ordine del 40 per cento. Cosa che si è realizzata in meno di un anno dall'emissione. Di tale prospetto non c'è più traccia nelle nuove emissioni, proprio ora che sarebbe quanto mai utile non soltanto ai risparmiatori ma, nell'ottica di un rapporto trasparente con la clientela, anche alle stesse banche che pure continuano a contrastarlo. Per sfatare la maledizione delle cose utili, mostrando che non sono né difficili né introvabili, e che non vanno soppresse, abbiamo elaborato un'analisi tipo-Consob

su dieci titoli tra i tanti attualmente "sul banco" delle banche. I titoli sono venduti al valore facciale (prezzo d'emissione pari a 100) ma sono diversi tra loro per emittente, durata, clausole e cedole. Un pregio dell'approccio probabilistico della Consob, però, era la sua capacità di renderli comparabili sotto tre profili: la scomposizione del prezzo di emissione con l'esplicitazione dei costi; la valutazione dei rischi con l'indicazione delle probabilità di perdita; l'indicazione dell'orizzonte minimo di investimento. L'approccio, oltre a essere di facile lettura per il comune risparmiatore, ha anche il pregio di essere solido dal punto di vista della teoria finanziaria e coerente con i sistemi di determinazione del prezzo e di gestione del rischio utilizzati dalle banche al loro interno. **Come si può vedere dalla tabella qui sopra, lo strumento proposto dalla Consob è di grande utilità e chiarezza.** Un primo risultato (primo pilastro) è l'evidenziazione di costi effettivi elevati, superiori a quelli dichiarati nel prospetto. Al riguardo, la più "virtuosa" appare la Banca Popolare di Milano che,

forse memore del discusso convertendo, segnala costi quasi allineati agli oneri effettivi che deve sopportare l'investitore (7,92 euro contro 10,92 effettivi, su 100 investiti). Un secondo risultato (il secondo pilastro) è la misura del rischio, data dalla probabilità di perdita e dalla perdita attesa. Da questo punto di vista, il titolo meno rischioso risulta Ubs 2016 (probabilità di perdita 9,9 per cento), seguito da Barclays 2016 (14,1). Per motivi di spazio, nella tabella manca la probabilità - complementare a quella di perderci - che i prodotti esaminati diano un rendimento positivo. Chi volesse approfondire, tuttavia, vedrebbe che i risultati confermano un principio fondamentale in finanza: alto rischio significa alto rendimento atteso. Il punto però è un altro. Dopo una crisi con le radici piantate nell'opacità di molti prodotti finanziari, è utile battersi perché non venga soppresso l'unico strumento efficace di trasparenza messo in campo di recente a favore del risparmiatore. Che resta il lato debole di ogni contratto finanziario.

Università di Bologna

mente più elevati di quelli dichiarati nei prospetti informativi forniti alla clientela. E alcuni di questi titoli presentano consistenti possibilità di dare nel tempo un rendimento negativo, con perdite che nei casi estremi potrebbero rivelarsi elevate.

I dati elaborati da Riccardo Cesari, professore di Matematica finanziaria all'Università di Bologna, non sono rappresentativi di tutti i bond (il termine inglese per prestito obbligazionario) venduti dalle banche, citate e non. Va inoltre considerato che un rischio di perdita elevato, come osserva lo stesso Cesari, corrisponde anche a un rendimento più alto in caso di guadagno.

Il punto interessante, però, è un altro. **L'analisi** sulla quale si trovano maggiori dettagli nel commento scritto dal docente, sempre a pagina 153 **è stata effettuata utilizzando una metodologia che la Consob, l'autorità che vigila sui mercati finanziari, aveva adottato in nome della trasparenza a partire dal 2008**, dopo l'emergere di scandali come Cirio e Parmalat, dove interi battaglioni di risparmiatori erano stati truffati. Ne erano sorte dure contestazioni sotterranee con le banche, restie a pubblicare quelli che possono essere riassunti con il nome di "scenari di probabilità" sul rendimento dei loro prodotti. Per la Consob, però, ne erano venuti anche clamorosi successi d'immagine, come quello su un articolato prestito convertibile (noto come "convertendo") emesso nel 2009 dalla Popolare Milano. **Gli scenari di probabilità inseriti nel prospetto dicevano che si trattava di un titolo ad alto rischio: nel 68,5 per cento dei casi avrebbe dato un rendimento negativo, con una perdita media stimabile nel 40 per cento. Cosa che, purtroppo, è effettivamente avvenuta.**

All'inizio del 2011 la Consob, contestualmente all'arrivo alla presidenza di Giuseppe Vegas, in precedenza braccio destro del ministro Giulio Tremonti, ha però smesso di chiedere questo tipo di analisi agli emittenti dei bond, preferendo aprire un tavolo di confronto con gli istituti di credito e le associazioni di consumatori per definire una nuova prassi per la stesura dei prospetti. E le banche non hanno più pubblicato quelle tabelline che, agli occhi dei clienti, potevano in effetti risultare poco invitanti.

Perché questa retromarcia della Con-

Benvenuta liquidità

Prestiti della Banca centrale europea al sistema bancario italiano da settembre 2004 a settembre 2011 (in miliardi di euro)



Fonte: Banca d'Italia, Autonomous

sob, che sconfessa la linea di trasparenza adottata negli ultimi anni? **Una linea la cui validità, sul piano metodologico, è stata sostenuta in sede di Commissione europea da quello che è stato battezzato "Movement for risk transparency", formato da 56 accademici, addetti ai lavori e sindacalisti, italiani e stranieri (c'è anche Susanna Camusso della Cgil).** Prima di rispondere a questa domanda, è forse utile tornare alla delicata situazione nella quale, di questi tempi, si trovano le banche. Semplificando al massimo, si può dire che fanno una fatica dannata a finanziarsi. Il contesto è questo: con i grandi investitori internazionali sempre più restii a comprare persino i titoli di Stato, italiani e non, per le banche reperire le risorse che ser-



LA SEDE DELLA BARCLAYS A MILANO. IN BASSO: GIUSEPPE VEGAS

no è diventato un compito arduo, a volte quasi impossibile. I loro prestiti obbligazionari sono sempre più difficili da piazzare, proprio nel momento in cui le autorità europee premono perché i banchieri aumentino il patrimonio necessario per garantire la normale attività. E con pochi quattrini in cassa disponibili, ovviamente, il flusso dei finanziamenti concessi dagli istituti di credito alle industrie, alle imprese e persino a chi vuole fare un mutuo per comprar casa, rischia di assottigliarsi sempre più, con conseguenze drammatiche per l'intera economia.

Il problema è che sul cosiddetto mercato interbancario, gli istituti stranieri non prestano più nulla agli italiani, quando questi hanno bisogno di liquidità, se non con garanzie di grande solidità. L'unica fonte di finanziamento è la Banca centrale europea (vedi grafico qui sopra), che però ha a sua volta ristretto il tipo di garanzie che accetta in cambio dei prestiti. La liquidità fa gola. Al governo che deve rimpiazzare l'enorme mole di Btp e Cct in scadenza. E alle banche che a loro volta hanno una valanga di prestiti prossimi a dover essere restituiti. Una recente analisi di Autonomous Research ne conta 88 miliardi in scadenza nel 2012, più altri 104 nel 2013, solo per i cinque maggiori istituti tricolori. La situazione è così tesa che, stando a fonti di mercato, la Banca d'Italia avrebbe già allertato i banchieri a non esitare a intervenire se qualche collega avesse bisogno di un'iniezione temporanea di liquidità per far fronte a quello che viene chiamato il "disallineamento" fra le risorse in entrata e quelle in uscita.

Ecco, dunque, il contesto nel quale è ▶

maturata la mossa di Monti, accolta dai titoli bancari in Borsa come una boccata d'ossigeno. Molto prima che nel governo, però, le lamentele delle banche sembrano aver fatto breccia nella Consob di Vegas, che già dallo scorso inverno ha convocato il citato tavolo di consultazione con gli istituti e i risparmiatori, dov'è stata prospettata la possibilità di allentare le redini, quanto meno sui bond più semplici, senza produrre finora una nuova, definitiva prassi. Nel frattempo, però, le banche ne hanno approfittato, smettendo fin da subito di seguire le vecchie, più dure richieste della Consob.

L'ostilità delle banche nei confronti degli «scenari di probabilità» non è infatti mai mancata, neppure quando i mercati non erano così malmessi. Un esempio per tutti. Nell'ottobre 2010 un articolo anonimo pubblicato dal sito www.ilsussidiario.net rivelò che la Consob (definita «frenetica e acefala» a causa del ritardo nella nomina di Vegas) aveva bloccato un bond Mediobanca, proprio perché la banca d'affari (ritenuta invece «iper-patrimonializzata e di permanente affidabilità») si rifiutava di inserire nel prospetto la rappresentazione dei rischi richiesta dalla commissione.

La discussione sui pregi e sui difetti degli «scenari di probabilità» è piuttosto complessa. Il loro punto debole però non è tanto teorico, visto che sono le stesse banche a utilizzarli per determinare il prezzo dei prodotti che vendono ai clienti. Il problema è normativo: il calcolo della probabilità dei rischi non è previsto esplicitamente dal regolamento comunitario sulle regole per la compilazione dei prospetti, emanato nel 2004. Dopo gli scandali dei primi anni Duemila, tuttavia, per convincere le banche a inserirlo, la Consob aveva fatto leva sul proprio potere, ammesso dal regolamento, di esigerlo non in maniera standard ma «caso per caso». Alla luce dei risultati ottenuti, da allora la commissione aveva iniziato un'opera per tentare di formalizzare la raccomandazione agli emittenti di bond di inserire gli scenari nel prospetto informativo. Uno sforzo che, ora, si è improvvisamente interrotto. Con il rischio che i cittadini si ritrovino più soli. Proprio mentre i loro risparmi, giorno dopo giorno, ricevono le martellate dei mercati. ■