

gli **STATIGENERALI**

BOND SUBORDINATI, I RAGIONAMENTI AVVENTATI DEL VICEDIRETTORE DEL SOLE 24 ORE



RITA LAURA D'ECCLISIA

1 luglio 2016

Nel suo articolo del 10 giugno 2016 intitolato [Le frasi avventate e le certezze che servono](#) il vicedirettore del *Sole24 Ore* Alessandro Plateroti ha criticato gli scenari di probabilità, cioè quell'informazione che, secondo quanto documentato da *Report* nella puntata del 5 giugno 2016, la Consob ha raccomandato di inserire nei prospetti delle obbligazioni subordinate nel periodo 2009-2010 (prima cioè che Giuseppe Vegas venisse nominato presidente della Commissione nazionale per le Società e la Borsa).

Purtroppo, dati e documenti alla mano, la ricostruzione e le considerazioni di Plateroti presentano parecchie imprecisioni. Di seguito gli aspetti su cui occorre fare chiarezza.

Innanzitutto la probabilità di un evento (a meno che non sia pari a 1, cioè il 100%) è molto diversa dalla certezza di un evento. Se il meteo dice che domani poverà con

una probabilità del 70% e dopodomani con una del 30%, questo vuol dire semplicemente che è più probabile che, uscendo senza ombrello, rischieremo (e l'uso di questo verbo non è casuale!) di bagnarci di più domani che non dopodomani. Ma non è “certo” né “sicuro” che piovverà né domani né dopodomani.

Lo ha precisato (doverosamente) anche Milena Gabanelli nel servizio del 5 giugno: “Certo, è una probabilità, non è scritta nella pietra, ma è uno strumento utilissimo per il risparmiatore.”

Plateroti, nonostante queste considerazioni lapalissiane, ha invece scelto di dire ai suoi lettori che per un bond subordinato della Bcc di Bene Vagienna emesso a inizio 2011: “lo scenario probabilistico fissava la certezza di guadagno al 71,5%”. Possibile che Plateroti abbia detto che quello degli scenari della Bcc di Bene Vagienna è un caso “grottesco” e non si sia reso conto dell'ossimoro contenuto nella sua ricostruzione? Probabile è probabile, certo è certo. E non sono la stessa cosa!

Forse, se oltre alla probabilità di guadagno, Plateroti avesse scritto anche la probabilità di perdita che era indicata nel prospetto di quel bond (pari al 28,41%), si sarebbe reso conto che l'esito di un investimento finanziario (come l'acquisto di un bond) è incerto e che gli scenari servono proprio a far capire agli investitori quanto quell'incertezza può giocare contro di loro.

Immaginiamo per un attimo che gli scenari non ci fossero stati. Allora sia per l'obbligazione subordinata della Bcc di Bene Vagienna, sia per le altre due subordinate (emesse dalla Popolare Vicenza a fine 2009 e a fine 2010) citate da Plateroti, l'investitore avrebbe avuto in mano solo un prospetto che diceva che erano titoli che pagavano cedole sopra il 3% o addirittura sopra il 4% senza sapere che quelle cedole servivano a remunerare un rischio di perdere parte dei propri soldini.

Per amor di verità, va detto che proprio grazie agli scenari di probabilità quei bond sono stati venduti in modo trasparente agli investitori e che – a differenza di quanto accaduto con i bond subordinati di altre banche che non hanno messo gli scenari, come la Popolare dell'Etruria – non sono sorti contenziosi contro le banche o la Consob.

Quel che va capito è che gli scenari di probabilità vengono elaborati sulla base di metodi matematici e ben precisi e condivisi a livello internazionale. L'idea di base, infatti è quella di dare al risparmiatore non professionale le stesse informazioni che sono in mano al mercato in modo che possa decidere consapevolmente se investire o no. In fondo questo è il compito dell'Autorità di

vigilanza: vigilare affinché le asimmetrie informative tra banche e risparmiatori non penalizzino questi ultimi. E il modo migliore per farlo è quello di ridurre quanto più possibile queste asimmetrie, che è esattamente quello che facevano gli scenari di probabilità finché Vegas non li ha disabilitati poco dopo il suo arrivo in Consob.

Ovviamente il mercato non è un veggente (eppure anche questo sembra sfuggire a Plateroti), non pratica arti divinatorie e quindi quando prende posizione o – come si suol dire – scommette, lo fa basandosi su probabilità calcolate usando le informazioni disponibili non quelle future. Ecco perché gli scenari del bond della Bcc di Bene Vagienna riferiti a inizio 2011 non potevano tener conto del fatto che – come Plateroti si è curato di precisare nel suo articolo – due anni dopo quella banca è stata commissariata. Ed ecco anche perché gli scenari dei due bond subordinati della Popolare Vicenza riferiti uno a fine 2009 e l'altro a fine 2010 non potevano tener conto del fatto (venuto fuori nel 2015) che una banca che avrebbe addirittura passato gli stress test della BCE nel 2014 in realtà era finanziariamente a terra.

Quel che Plateroti non ha detto – e questo è nuovamente incomprensibile – è che comunque (come per la Bcc di Bene Vagienna) anche per i bond subordinati della Popolare di Vicenza gli scenari riportavano sempre tutti gli eventi possibili. Per il bond di fine 2009, quando ancora Vicenza sembrava godere di buona salute, la probabilità di rendimento negativo era di oltre 12,29% e per il bond di fine 2010 (anche qui, dunque, in tempi non sospetti) il prospetto riportava una probabilità di perdita di oltre 16%. Plateroti ha scelto di non dirlo (e, invero, ha anche riportato per questi due titoli probabilità di guadagno diverse da quelle contenute nei prospetti), mentre ha preferito evidenziare che Bene Vagienna nel 2013 è stata commissariata “per evitare il fallimento”. In realtà anche qui la ricostruzione è imprecisa: il commissariamento di questa Bcc è stato deciso dal MEF su proposta di Banca d'Italia per irregolarità amministrative e che quindi nulla avevano a che fare con lo stato di salute della banca. Prova ne è che nelle ultime emissioni (anche quest'anno) l'istituto si sta finanziando tramite raccolta obbligazionaria a costi abbastanza contenuti. Quanto ai bond subordinati della Popolare di Vicenza restano le incognite sul futuro della banca, ma intanto dopo la ricapitalizzazione realizzata col supporto del Fondo Atlante, le quotazioni sono risalite e almeno per ora gli investitori continuano ad incassare cedole tra il 3,7% e il 4,6% annuo.

Conclusione: le chiacchiere stanno a zero, e i pochi fatti parlano chiaro, come potrà rendersi conto chiunque si prenda la briga di leggere gli scenari di rendimento di questi tre bond della Popolare di Vicenza emessi nel 2009, nel 2010 e nel 2011 (i primi due sono estrapolati dai prospetti informativi e recepiscono le elaborazioni dell'Ufficio analisi quantitative della Consob, il terzo è stato calcolato da me).

Nel 2009, quando venne emesso il seguente bond subordinato della Bpvi, le probabilità di risultato negativo, calcolate in quel momento, erano al 12,29%.

Banca Popolare di Vicenza IT0004548258

UNBUNDLING		EVENTI	PROBABILITÀ EVENTI	VALORI MEDI**
Componente non rischiosa	88,72	Il risultato è NEGATIVO	12,29%	54,40
Componente rischiosa	8,28			
Fair value	97,00			
Costi	3,00	Il risultato è NEUTRALE	87,70%	130,03
Prezzo	100,00			
ORIZZONTE TEMPORALE		Il risultato è SODDISFACENTE	0%	
7 anni				
GRADO DI RISCHIO				
MEDIO**				

* In una scala di 7 classi (da MOLTO BASSO a MOLTO ALTO)

** Capitale iniziale investito pari a 100

Elaborazione basate sulla documentazione d'offerta ufficiale approvata dalla Consob

Nel 2010, di fronte a mutate condizioni di mercato, ma ancora ben lontani da quanto sarebbe emerso solo nel 2015, gli scenari segnalavano già un lieve peggioramento.

Banca Popolare di Vicenza IT0004657471

UNBUNDLING		EVENTI	PROBABILITÀ EVENTI	VALORI MEDI**
Componente non rischiosa	85,48	Il risultato è NEGATIVO	16,04%	31,51
Componente rischiosa	14,52			
Fair value	100,00			
Costi	0,00	Il risultato è NEUTRALE	76,33%	130,88
Prezzo	100,00			
ORIZZONTE TEMPORALE		Il risultato è SODDISFACENTE	7,63%	141,38
7 anni				
GRADO DI RISCHIO				
MEDIO-ALTO**				

* In una scala di 7 classi (da MOLTO BASSO a MOLTO ALTO)

** Capitale iniziale investito pari a 100

Elaborazione basate sulla documentazione d'offerta ufficiale approvata dalla Consob

Nel 2011 la situazione mutava radicalmente e la probabilità di perdere quasi il 63% del capitale investito nel bond settennale BpVi emesso in quell'anno, era schizzata al 43,51%. Ma questo il risparmiatore non poteva saperlo, perché nel frattempo, come dimostrato da *Report* e [come già ricostruito qui](#), Vegas aveva dato ordine di non inserirli più nei prospetti informativi.

Banca Popolare di Vicenza IT0004781073

UNBUNDLING		EVENTI	PROBABILITÀ EVENTI	VALORI MEDI**	
Componente non rischiosa	66,62	 <p>Il risultato è NEGATIVO</p>	43,51%	37,14	
Componente rischiosa	22,59		 <p>Il risultato è NEUTRALE</p>	10,05%	120,45
Fair value	89,21			 <p>Il risultato è SODDISFACENTE</p>	46,44%
Costi	10,79				
Prezzo	100,00				
ORIZZONTE TEMPORALE					
7 anni					
GRADO DI RISCHIO					
ALTO**					

* In una scala di 7 classi (da MOLTO BASSO a MOLTO ALTO)

Elaborazione a cura dell'autore

** Capitale iniziale investito pari a 100