

3

RISPARMIO & INVESTIMENTI  
IN TEMPO DI CRISI

I TUOI SOLDI  
*Le guide di Plus 24*



# LE OBBLIGAZIONI

DAI BOND SOCIETARI ALLE EMISSIONI BANCARIE:  
LE TIPOLOGIE E I "TERMOMETRI" DEL RISCHIO

IL SOLE 24 ORE

zione call dall'investitore. A scadenza la conversione in azioni è obbligatoria. L'ammontare di queste azioni verrà determinato in relazione al prezzo che può essere stato prefissato al momento della sottoscrizione oppure essere il prezzo corrente del titolo. La differenza tra il prezzo di conversione e il prezzo di esercizio delle due opzioni determinerà un guadagno oppure una perdita per l'investitore.

**Il caso del convertendo Bpm.** Descrivendo i bond convertendo non si può richiamare l'attenzione sul bond convertendo Bpm sotto tiro di recente della Consob e della magistratura. Ma facciamo un passo indietro. Nel giugno del 2009 la Banca popolare di Milano ha avviato l'offerta del prestito obbligazionario a conversione obbligatoria denominato Convertendo Bpm 2009/2013 - 6,75%, con abbinati warrant azioni ordinarie Bpm 2009/2013, per un ammontare totale di 700 milioni. Inizialmente l'offerta era rivolta in opzione unicamente ai soci di Bpm, successivamente è stata aperta a tutta la platea dei risparmiatori italiani.

In occasione dell'offerta al pubblico indistinto della seconda tranche e in considerazione della complessità della struttura finanziaria del titolo, la documentazione d'offerta è stata integrata secondo l'approccio probabilistico così come definito dalla Consob.

La struttura finanziaria del prestito obbligazionario convertendo Bpm 2009/2013 - 6,75% è caratterizzata da differenti fattori di rischio in quanto alla componente puramente obbligazionaria, comunque esposta al rischio di credito dell'emittente, si uniscono più componenti derivative che disciplinano le modalità di conversione in azioni Bpm.

In particolare le obbligazioni, della durata di quattro anni, prevedono cedole annuali del 6,75%; alla scadenza, il titolo convertendo viene automaticamente e inevitabilmente convertito in azioni a un prezzo determinato in funzione dei valori che il prezzo ufficiale dell'azione della Banca popolare di Milano assumerà in prossimità della scadenza. La conversione è regolata da due opzioni implicite nel pacchetto - un'opzione long call e un'opzione short put - caratterizzate da prezzi di esercizio differenti. In questo modo, il prezzo di conversione obbligatoria a scadenza è vincolato ad assumere valori compresi tra un minimo in corrispondenza del prezzo di esercizio della short put e un massimo in corrispondenza del prezzo di esercizio della long call.

Insomma, un bel rompicapo. È evidente come sia difficile per un "non addetto ai lavori" ricostruire le caratteristiche generali dell'offerta della mera lettura di queste informazioni e, anzi, viene sviato dalla presenza di quel



“6,75%” nella denominazione del prodotto che induce a pensare che il titolo sia un investimento semplice, con un interessante tasso di remunerazione. L'effetto della combinazione delle opzioni finanziarie rimane in secondo piano mentre al contrario rappresenta il vero aspetto da valutare al momento dell'acquisto. Le due opzioni, infatti, danno il diritto all'investitore di acquistare azioni della Bpm a 7 euro (il che significa che se il prezzo dell'azione dovesse essere più alto, supponiamo a 9 euro, il risparmiatore, attraverso l'opzione beneficia di un prezzo “massimo” di 7 euro, guadagnando 2 euro) però al contempo permettono anche alla Bpm di acquistarle a 6 euro (che significa che se il prezzo dell'azione dovesse essere più basso, per esempio 4 euro, l'investitore si troverebbe costretto a vendere le azioni a 6 euro, perdendo 2 euro).

Ma entriamo ancora più nel dettaglio. Le informazioni relative alla struttura e al profilo di rischio degli strumenti finanziari offerti riportate nel prospetto così infatti recitavano:

#### TABELLA DELL'INVESTIMENTO FINANZIARIO

<p>Valore teorico delle Obbligazioni con abbinati i Warrant (calcolo sulla base della media aritmetica dei Prezzi di Riferimento delle Azioni Bipiemme registrati sul Mta del 29 luglio 2009 al 25 agosto 2009, pari ad euro 4,55).</p> <p>Scomposizione del valore teorico sopra indicato nelle diverse componenti delle Obbligazioni con abbinati i Warrant e relativo valore teorico</p>	<p>Euro 95,17</p> <p>a) Costi di strutturazione: euro 0 b) Commissioni di collocamento: euro 0</p> <p>Componenti di investimento</p> <p>c) Componente obbligazionaria Pura: euro 115,93 d) Componente derivativa: negativi euro 27,96 di cui d.1) opzione call: euro 14,65 d.2) opzione put: negativi euro 42,61 e) Warrant: euro 7,20 f) Valore Teorico delle Obbligazioni con abbinati i Warrant [(f) = - (a) - (b) + (c) + (d) + (e)]: euro 95,17</p> <p><b>Avvertenza: si evidenzia che il valore teorico delle Obbligazioni con abbinati i Warrant risulta inferiore del 4,83%, rispetto al prezzo di sottoscrizione.</b></p>
<p><b>D. Tipologia di struttura</b></p>	<p>Obiettivo di rendimento</p>
<p><b>E. Grado di rischio</b></p>	<p>Molto alto (classe di rischio pari a 5 su una scala da 1 a 5)</p>

La tabella che sintetizza invece gli scenari probabilistici al momento dell'emissione del bond Bpm convertendo riportava che:

	Probabilità	Valori Centrali
Il rendimento è negativo	68,50%	59,2
Il rendimento è positivo ma inferiore a quello di un <i>Risk free asset</i>	2,80%	103,8
Il rendimento è positivo ed in linea con quello di un <i>Risk free asset</i>	4,40%	113,7
Il rendimento è positivo e superiore a quello di un <i>Risk free asset</i>	24,30%	162,3

Tutto ciò mostra concretamente il profilo di rischiosità del prodotto, rendendolo accessibile anche a chi ne ignora gli specifici meccanismi finanziari sottostanti.

Oggi le azioni Bpm quotano intorno a 0,5 euro e qualora nel corso dell'anno la situazione non dovesse migliorare oppure Bpm non decidesse di intervenire modificando la struttura del convertendo, gli investitori si troveranno costretti nel 2013 a pagare il titolo a 6 euro per azione con una perdita rilevante del capitale investito. Possiamo dire che si è concretizzato uno degli eventi di "rendimento negativo" che al momento dell'emissione avevano complessivamente una probabilità del 68,5% di realizzarsi.

**Le obbligazioni cum warrant.** Simili alle convertibili, le *cum warrant* danno la facoltà di acquistare azioni dell'emittente (oppure altri strumenti finanziari). Si differenziano perché questa facoltà è rappresentata da uno specifico titolo, appunto il warrant, che conferisce al sottoscrittore il diritto di opzione ad acquistare, secondo modalità prestabilite, un altro titolo, obbligazionario oppure azionario, della società emittente oppure di una terza società.

Il warrant viene emesso unitamente al titolo obbligazionario, acquista poi vita propria e viene negoziato autonomamente. Conseguentemente l'esercizio del diritto di acquisto non comporta la "trasformazione" dell'obbligazione che continua invece a esistere anche dopo l'esercizio.

Gli elementi caratteristici del warrant sono il prezzo di esercizio, ovvero il prezzo a cui possono essere acquistati i titoli e il periodo di esercizio, ovvero il periodo nel quale può essere esercitato il diritto.

Come tutte le obbligazioni linked, anche questi strumenti finanziari possono essere scomposti in un'obbligazione e in una opzione call su un determinato titolo, a favore del sottoscrittore. Anche in questo caso l'opzione non viene concessa "gratuitamente": il sottoscrittore dell'obbligazione cum warrant, infatti, a fronte di questa facoltà, si deve "accontentare" di



e di costo. In ogni prodotto finanziario il prezzo costituisce il primo elemento di attenzione per il potenziale investitore. Il confronto tra i prezzi di diversi prodotti è infatti lo strumento naturale con cui l'investitore può valutare la convenienza relativa delle alternative di investimento disponibili. La scomposizione del prezzo nelle sue componenti fornisce molte informazioni utili sul prodotto offerto. Infatti, il prezzo di un prodotto d'investimento è dato dalla somma del suo valore teorico - ossia il valore calcolato applicando le usuali tecniche di valutazione degli strumenti finanziari - e del margine di profitto applicato dalla banca. Il valore teorico del titolo, o fair value, corrisponde al valore atteso dei flussi di cassa futuri previsti dal prodotto, scontati al tasso d'interesse privo di rischio, mentre il margine dell'intermediario (o mark-up) rappresenta la totalità dei costi che gravano sull'investimento finanziario. Il margine applicato dall'intermediario rappresenta la fonte di costo che grava sul titolo. Come già accennato, l'evidenza empirica infatti mostra che spesso le obbligazioni non sono vendute al loro prezzo giusto, dato dalla somma dei prezzi delle diverse componenti e del margine dichiarato, ma a un prezzo superiore rispetto al loro valore teorico: il cosiddetto fenomeno del mispricing. La differenza tra valore teorico e valore di mercato dovuta al mispricing rappresenta un'ulteriore fonte di costo che viene applicata dall'intermediario il quale sfrutta le maggiori informazioni in suo possesso sulle caratteristiche del prodotto rispetto al risparmiatore vendendo, di fatto, un titolo a un prezzo più alto rispetto al suo valore intrinseco.

**I costi occulti.** La voce di costo di oneri impliciti impone di quantificare l'impatto del mispricing sul valore del prezzo complessivo al quale viene offerto il titolo. È bene, quindi, controllare le informazioni contenute nella tabella di scomposizione dell'investimento finanziario che fornisce una fotografia delle componenti e delle diverse voci di costo dell'investimento finanziario al momento dell'emissione. Utilizzando le informazioni di base che si trovano nella tabella anche un investitore che non ha un'autonoma capacità di determinare il prezzo corretto del bond strutturato - a causa della mancanza delle competenze tecniche necessarie allo scopo - è in grado di verificare il prezzo definito dall'intermediario senza subirlo, come normalmente invece accade.

**Non fidarsi di Tres e Tir.** E che cosa possiamo dire del rendimento futuro dell'investimento? Di solito i prospetti informativi offrono anche delle misure di rendimento "medie", come per esempio il tasso di rendimento effettivo a scadenza (Tres) e il tasso interno di rendimento (Tir), che non tengono conto in nessun modo del rischio di credito associato all'emissione obbliga-

zionaria, dando per scontato che l'emittente rispetti puntualmente i propri impegni di rimborso del capitale e di corresponsione dell'interesse maturato. Per quanto utili per avere un'indicazione di massima sulla redditività di un'obbligazione, si tratta di indicatori che forniscono una rappresentazione troppo parziale del profilo di rischio-rendimento. In alcune emissioni le banche hanno adottato il cosiddetto approccio probabilistico riportando una tabella che rappresenta in sintesi la probabilità da associare ai possibili risultati a scadenza dell'investimento.

**Quante probabilità si hanno di perdere parte dell'investimento.** In particolare, attraverso il confronto con i risultati ottenibili da un investimento analogo in un'attività finanziaria priva di rischio, la tabella consente di apprezzare il cosiddetto "rischio di performance" del prodotto ossia la capacità del prodotto di creare valore aggiunto per l'investitore con probabilità più o meno elevate (come nella tabella sotto riportata), sia in termini assoluti sia rispetto all'attività finanziaria priva di rischio.

## **COSA GUARDARE**

La tavola di probabilità degli eventi indica con quale probabilità:

- I. il rendimento è negativo;
- II. il rendimento dell'obbligazione è positivo ma inferiore a quello di attività finanziarie prive di rischio di analogo durata;
- III. il rendimento dell'obbligazione è in linea con quello di attività finanziarie prive di rischio di analogo durata;
- IV. il rendimento dell'obbligazione è superiore a quello di attività finanziarie prive di rischio di analogo durata.

La tabella sopra riportata fornisce all'investitore indicazioni molto importanti perché lo mette di fronte ai possibili eventi che si potranno verificare a scadenza e indica le probabilità che ognuno di essi ha di realizzarsi (si veda come esempio il caso del bond Bpm riportato nel capitolo precedente). Inoltre, permette al risparmiatore di comprendere al meglio gli effetti della struttura e del meccanismo di funzionamento di uno strumento finanziario sulla performance dell'investimento colmando così il gap informativo tra chi emette (o colloca) lo strumento e chi lo compra. Acquistando uno strumento finanziario l'investitore scommette sull'andamento dei parametri sottostanti e accetta il rischio derivante da questa scommessa. In caso di cattiva performance degli indici, il risparmiatore potrebbe ottenere un rendimento molto basso e, nel caso peggiore, la cedola finale potrebbe azzerarsi del tutto.