

L'Authority accusa gli istituti di vendere sovrapprezzo (dal 7 al 22%) i titoli strutturati - Il «giallo» del prospetto

Consob striglia le banche: obbligazioni troppo care

MILANO ■ Quel termine anglosassone, *mispricing*, ha un'aria innocua ma, applicato al mercato delle obbligazioni strutturate, ha fruttato al sistema bancario extra profitti da favola per migliaia di miliardi. La denuncia viene da uno studio della Consob che ha rilevato un sistematico ed ingiustificato sovrapprezzo — dal 7 al 22% rispetto al loro valore "teorico" — che gli istituti di credito hanno fatto pagare ai propri clienti vendendo loro obbligazioni strutturate.

Le dimensioni del fenomeno sono imponenti. Nel giugno del '99, dove giungono le stime della ricerca, erano in circolazione obbligazioni strutturate (tra *reverse convertible*, titoli indicizzati ad azioni etc.) per 246mila miliardi emesse dal sistema bancario e collocate principalmente presso gli sportelli. Applicando le stime di *mispricing*, cioè del sovrapprezzo, contenute nello studio dell'Authority si otterrebbe pertanto un extraprofitto globale tra i 17mila ed i 54mila miliardi

prelevati dalle tasche degli investitori e finiti ad ingrossare i bilanci delle aziende di credito.

Non è la prima volta che la commissione di vigilanza punta l'indice contro le obbligazioni bancarie. Già lo scorso anno uno studio di Marco Longo e Giovanni Siciliano aveva rilevato sostanziali carenze nell'informazione fornita al pubblico su tali strumenti finanziari. Ora giunge una conferma. La nuova ricerca — ne sono autori Giuseppe D'Agostino e **Marcello Minenna** della divisione intermediari della Consob — ha preso in considerazione un paniere di 15 titoli strutturati tra quelli in circolazione calcolandone un prezzo teorico da confrontare con quello effettivamente applicato agli investitori. In che modo? Una "strutturata" può essere scomposta in un'obbligazione tradizionale con un prezzo confrontabile, ad esempio, con quello di un BTp. Ed un prodotto derivato, normalmente un'opzione, anch'esso "prezzabile" attraverso metodologie

standardizzate. Prendiamo per esempio il caso del *reverse convertible* semestrale emesso nell'agosto del '98 dal Mediocredito Centrale. Il titolo garantisce un'attraente cedola posticipata del 14,5% su base annua. Ed era associato all'andamento dell'azione Montedison. Se quest'ultima avesse fatto registrare un andamento positivo in Borsa all'investitore sarebbe stato restituito per intero il capitale oltre, ovviamente, al "cedolone"; ma se, al contrario, il trend di Borsa fosse stato negativo, al risparmiatore sarebbero stati consegnati, alla scadenza dell'obbligazione, titoli Montedison "svalutati".

In pratica è come se l'investitore avesse nel contempo acquistato un'obbligazione normale e ceduto alla banca un'opzione put (diritto a vendere) sull'azione Montedison che veniva au-

tomaticamente esercitata in caso di trend borsistico negativo. Era la vendita implicita di quell'opzione a giustificare una cedola d'interesse così generosa. Ma la vendita avveniva a sconto. A fronte di un valore "teorico" dell'opzione di 23 lire la banca — ha calcolato la Consob — l'ha pagata soltanto 5 lire, incorporate nel prezzo alla pari

Si stimano extraprofitto fino a 50mila miliardi

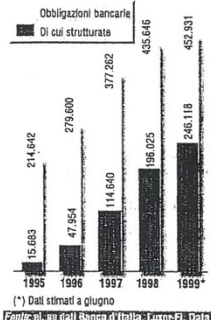
(100 lire) dell'intera obbligazione strutturata. La differenza l'ha intascata appunto l'istituto di credito ricavando «un rilevante profitto finanziario basato sullo sfruttamento del vantaggio di posizione informativa sulle caratteristiche del prodotto». Nel paniere dei titoli strutturati presi in considerazione dallo studio la "maglia nera" spetta a un'obbligazione Efbanca, scadenza dicembre 2004, indicizzata a un paniere di azioni mondiali, il

cui *mispricing* è risultato del 22 per cento.

La ricerca suggerisce alcune misure regolamentari per correggere la disparità informativa che attualmente favorisce gli emittenti bancari. Gli autori chiedono che nel "foglio informativo" dell'obbligazione il prezzo di emissione sia scomposto per consentire all'investitore di «conoscere chiaramente il valore dell'obbligazione ed il valore dello strumento derivato incorporato nel titolo». Ma soprattutto viene sollecitata la redazione di un prospetto informativo vero e proprio in cui gli elementi di rischio è la metodologia di fissazione del prezzo siano obbligatoriamente indicati agli investitori. In questo caso infatti non vale — sottolineano D'Agostino e Minenna — l'esenzione dall'obbligo di prospetto che il Testo Unico sui mercati finanziari ha accordato alle obbligazioni bancarie. Per godere dell'«esen-

LA CRESCITA

Stock delle obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie italiane (dati in mid di lire)



zione i titoli devono essere tali da «non permettere di acquisire o sottoscrivere azioni». Una caratteristica che almeno i *reverse convertible*

non possono esibire poiché, in caso di avverso trend borsistico, è la stessa azione e non il capitale che viene consegnata all'investitore. Dunque l'obbligo di prospetto non può essere eluso ma qui la faccenda si ingarbuglia e finisce per coinvolgere le responsabilità della stessa autorità di vigilanza. Una sua comunicazione dell'agosto del '98, citata nello studio ed alla quale finora non era stata data pubblicità, sottoponeva il collocamento dei *reverse convertible* alla preventiva autorizzazione dell'Authority e al regime dei prospetti informativi. Ma non sembra che la Consob sia passata alle parole ai fatti punendo gli emittenti inadempienti con la sanzione (fino a 200 milioni di lire) prevista in questi casi dallo stesso testo unico.

RICCARDO SABBATINI