

GRAZIE BANCA!

Le banche collocano ai risparmiatori delle obbligazioni con rendimenti penalizzanti rispetto a quelle collocate invece agli investitori istituzionali oppure rispetto ai semplici titoli di stato.

C'è un concetto che da molto tempo cerchiamo di diffondere: **le obbligazioni vendute allo sportello bancario, postale oppure dal promotore finanziario non sono prezzate correttamente.** Esse pagano un tasso di interesse non allineato alla rischiosità dell'emittente, alla liquidità del titolo, alla congiuntura di mercato. Esse vengono comunque collocate al prezzo di 100, ma non valgono 100 (ma ben di meno). Nella nostra esperienza abbiamo riscontrato quasi sempre casi del genere nei portafogli dei risparmiatori: il "fenomeno" è quindi assai diffuso e riguarda tanto la banca locale quanto il grande gruppo bancario internazionale.

Lo spunto per questo commento è giunto da una nota di inizio luglio su un sito finanziario nel quale si dava conto che Banca Imi (gruppo Intesa SanPaolo) aveva appena quotato una nuova obbligazione a tasso variabile a 7 anni con cedola pari al tasso Euribor a tre mesi più uno spread di 38.75 punti base (lo 0.3875%).

Noi abbiamo controllato sul mercato e scoperto che quotava **93,50**. Era stata collocata a 100 presso i piccoli risparmiatori (la cosiddetta "clientela retail") pochi giorni prima. Ma il suo prezzo corretto era 93,5. Le obbligazioni bancarie di pari rating e di pari scadenza, quotavano in quei giorni con uno spread di 120 punti base (cioè 1.2%). E non di 0.3875%. Moltiplicate la differenza (cioè questi mancati rendimenti annuali) per sette anni di durata e ci si avvicina approssimativamente al prezzo¹. Peraltro facciamo notare che sempre alla data del collocamento di questa emissione, il CDS (credit default swap) a 7 anni su Intesa Sanpaolo era di circa 140 punti base.

Un altro concetto che non appare sempre intuitivo è il seguente: **questa è una perdita secca per l'investitore!** I minori interessi percepiti rappresentano una perdita vera. Non vale il concetto: "tanto lo tengo fino a scadenza e riprendo i 100 che ho investito", perché nel frattempo si sono incassati minori interessi.

Nel frattempo ci è venuto incontro un breve commento del giornalista Borzi, pubblicato su Plus del 7 Agosto. Egli commenta i risultati di un recente studio della Consob, intitolato "*Le obbligazioni emesse da banche italiane*" e pubblicato nella serie dei Quaderni di Finanza (scaricabile dal sito della Consob). Lo studio analizza le emissioni del biennio Luglio 2007 – Luglio 2009. L'analisi rileva che: "*i rendimenti all'emissione sono debolmente correlati con il rischio emittente e liquidità e inferiori a quelli offerti agli investitori istituzionali; i rendimenti calcolati ex-post sul periodo 2007-2009 risultano in media inferiori a quelli dei titoli di stato domestici.*"

Vi riportiamo alcuni numeri che ritrovate anche nelle tabelle 1 e 2 a pagina seguente.

Titoli a tasso variabile all'emissione. Consideriamo le obbligazioni bancarie con rating Aa2, ossia pari a quello della Repubblica Italiana. Sulle obbligazioni domestiche offerte agli investitori retail lo spread mediano pagato rispetto al tasso Euribor è stato di -15 punti base (p.b.); per le offerte destinate agli

¹ Ciascun flusso annuale va attualizzato ai tassi di mercato corrispondenti.

investitori istituzionali lo spread è stato di +50 p.b.. Pertanto queste banche hanno remunerato i risparmiatori con uno spread sull'Euribor che è 65 p.b. più basso di quanto invece hanno pagato agli investitori istituzionali (differenza fra +50 e -15 = 65 p.b.). Per la classe di rating A1 (la più frequente per numero di emissioni) i due valori sono stati rispettivamente di -25 p.b. e di +184 p.b., per una differenza di ben 219 p.b.

Ex-post questi titoli hanno avuto rendimenti inferiori al CCT.

Titoli a tasso fisso all'emissione. La classe di rating Aa2 ha pagato agli investitori retail uno spread mediano sui BTP pari a -4 p.b. (rendono meno dei BTP), mentre agli investitori istituzionali uno spread mediano di +77 p.b. (differenza di 81 p.b.). Per la classe di rating A1 (anche in questo caso la più numerosa per emissioni), lo spread mediano pagato agli investitori retail è stato di -22 p.b., quello pagato agli investitori istituzionali +120 p.b. (differenza di 142 p.b.).

Ex-post questi titoli hanno registrato una performance inferiore al BTP.

Lasciamo la conclusione al giornalista de Il Sole: *“Presto o tardi anche i risparmiatori italiani si faranno evoluti, o più semplicemente, saranno meglio consigliati, ad esempio da consulenti indipendenti. A quel punto, come taglialegna masochisti, le banche italiane si accorgeranno di aver segato il ramo sul quale erano sedute. Ma sarà tardi”.*

Tabella 1 - Spread **mediano** (in punti base; 100 p.b. = 1%) sull'Euribor delle obbligazioni bancarie a tasso variabile: suddivisione per rating

Classe di rating (Moody's)	Titoli domestici destinati a clientela retail (A)	Titoli sull'euromercato destinati a clientela istituzionale (B)	Minor rendimento riconosciuto al retail rispetto agli istituzionali (B-A)
Aa2	-15	+ 50	+65
Aa3	-10	+119	+129
A1	-25	+184	+209
A2	-20	+57	+77

Fonte: Consob, Quaderno di Finanza, Luglio 2010, pag. 28, tav.10.

Tabella 2 - Spread **mediano** (in punti base; 100 p.b. = 1%) fra rendimento delle obbligazioni bancarie a tasso fisso e rendimento dei BTP (con vita residua similare): suddivisione per rating

Classe di rating (Moody's)	Titoli domestici destinati a clientela retail (A)	Titoli sull'euromercato destinati a clientela istituzionale (B)	Minor rendimento riconosciuto al retail rispetto agli istituzionali (B-A)
Aa2	-4	+77	+81
Aa3	+9	+90	+81
A1	-22	+120	+142
A2	-4	+96	+100

Fonte: Consob, Quaderno di Finanza, Luglio 2010, pag. 22, tav.8.



RACCOMANDAZIONI GENERALI

Le notizie e i dati utilizzati nel presente documento provengono da informazioni e da documentazioni di dominio pubblico. L'Autore non risponde dell'accuratezza, completezza, precisione e imparzialità di tali dati e notizie. Il presente documento è stato redatto in via autonoma e indipendente e senza la collaborazione della società oggetto di analisi o di società ad essa collegate. Le opinioni espresse nel presente documento rispecchiano le personali opinioni dell'Autore e nessuna ricompensa, né diretta, né indiretta è stata, né verrà ricevuta a seguito delle suddette opinioni. In nessun caso l'Autore del presente documento potrà essere ritenuto responsabile (per colpa o altrimenti) per danni derivanti dall'utilizzo delle informazioni e delle opinioni in esso riportate. Il presente documento ha esclusivamente finalità informative e non può essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi, né pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi finalità. Questo documento non costituisce attività di sollecitazione del pubblico risparmio, né intende sollecitare l'acquisto o la vendita dei titoli in oggetto. I destinatari del presente documento sono vincolati ad osservare le limitazioni sopra riportate.

Maila Bozzetto
Davide Vivian
Consulenza Finanziaria Indipendente

Via Rialto, 5 – Marostica (VI)
Tel. 0424 405747

www.imad2.it