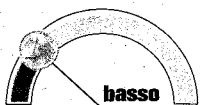


Titoli e rischi del debito

debito «privilegiato» all'equity, andando attraverso i bond «subordinati»: i diversi livelli di rischio a cui va sottoposto l'investitore che acquista i titoli

SENIOR

■ Prestiti non subordinati, ordinari o privilegiati



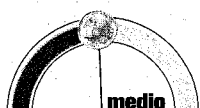
TIER 3

■ Prestiti subordinati di terzo livello



LOWER TIER 2

■ Rimborsati dopo i bond senior in caso di fallimento



UPPER TIER 2

■ L'emittente può disporre il congelamento della cedola



TIER 1

■ Si può sospendere il pagamento della cedola senza dichiarare default



EQUITY

■ Patrimonio azionario, il debito più rischioso



Subordinati / 1. Il Montepaschi colloca per primo al pubblico un «upper tier 2»

Quelli che offrono di più Però attenzione ai rischi

Raccolta di denaro fresco. **R**atto secondo. Le banche (non solo italiane) si rivolgono sempre più di frequente ai clienti e, in generale, alla platea dei piccoli risparmiatori per far affluire nelle casse la liquidità necessaria alle loro attività. Sul mercato interbancario, dove gli istituti si prestano i soldi a vicenda, i tassi di interesse (euribor e libor) si sono impennati a causa della crisi di fiducia. Ecco perché la richiesta di denaro si va ampliando in maniera massiccia alla clientela. O al pubblico indistinto come sta facendo **Montepaschi**: l'istituto senese è il primo in Italia che, dopo l'entrata in vigore della normativa sui prospetti delle obbligazioni, sta collocando un bond decennale subordinato a tasso variabile *upper tier 2* (vedi grafico). Il collocamento da 2 miliardi (termina il 13 maggio) rientra nell'operazione di acquisto di Antonveneta. «Abbiamo assistito Montepaschi nella definizione del regolamento e della procedura - spiega Franco Grilli, partner dello studio legale Clifford Chance -. È il primo bond subordinato di questo tipo collocato in Italia al pubblico indistinto. Da qui una grande attenzione della Consob». Ma non sono tutte rose e fiori. Anzi.

Rendimenti e rischi

I subordinati sono quindi la «nuova frontiera» per la raccolta di denaro da parte delle banche: c'è quel pizzico di rendimento in più che fa venire l'acquolina ai risparmiatori e consente di competere con i titoli di Stato. Le banche però non fanno beneficenza. L'extra rendimento è proporzionale al rischio superiore di cui gli investitori si devono far carico: su-

Cedoloni sì
ma aumentano
le insidie
E il listino
è un miraggio

ordinato vuol dire che in caso di fallimento della banca, i possessori del bond con tali caratteristiche saranno soddisfatti dopo i creditori privilegiati e chirografari (senza garanzie, ndr). Ci sono poi diversi gradi di subordinazione: e l'upper tier 2 è più rischioso di quelli che in genere vengono collocati. Nel prospetto Montepaschi, viene infatti segnalata la facoltà della banca di sospendere il pagamento della cedola «in caso di andamenti negativi della gestione». Pagamento postici-

pato per «evitare o limitare il più possibile l'insorgere di una perdita d'esercizio». Non proprio una passeggiata. C'è da dire che la banca remunererà il rischio con uno spread (differenziale) del 2,5% sull'Euribor a sei mesi, attualmente al 4,9%: un 7,4% lordo in totale. Per fare un altro esempio di subordinato simile, un po' meno rischioso (*lower tier 2*), emesso dal **Banco Popolare** (decennale, tasso variabile) e collocato a fine marzo, si segnala che viene pagato nei primi cinque anni uno spread di appena lo 0,25% sull'euribor a tre mesi.

Rendimenti dunque. Ma anche la consapevolezza dei rischi. «Quello di Siena è un bond upper tier 2 che, a livello di rischi, si avvicina quasi ad un'azione. Anche per il rendimento lordo visto che paga, al momento, oltre il 7% - spiega Ida Pagnottella, consulente di Cfi di Pescara -. Pertanto sugge-

risco a chi sta pensando di acquistarlo, di trattare tale bond alla stregua di un'azione».

Poco liquidi

A differenza delle azioni, però, il bond subordinato Montepaschi per ora non sarà quotato su un mercato regolamentato. Quindi, chi vuol uscire dall'investimento prima dei dieci anni, avrà difficoltà a monetizzarlo. «Prima di collocare l'obbligazione, i nostri sportelli verificano l'orizzonte temporale e il profilo di rischio di investimento del cliente - afferma Giancarlo Barbieri, responsabile direzione commercial banking Montepaschi -. Date le caratteristiche del titolo, non vediamo al momento i presupposti per richieste di rimborsi anticipati». Di fatto però una quotazione sarebbe auspicabile. Viste anche le recenti sollecitazioni della Commissione Ue e del Cesr, l'autorità di coordinamento delle Consob Ue (vedi box). «Poche settimane dopo la chiusura del collocamento - replica Massimo Molinari, responsabile area tesoreria e capital management -, negozieremo il bond sul nostro internalizzatore sistematico *Deal Done Trading*». Che però non è la Borsa ma un minimarket di Montepaschi dove il negoziatore unico è una società del gruppo senese. Quindi il prezzo lo fa la banca. A chi vuol rivendere il bond prima della scadenza verrà offerto lo stesso prezzo dell'emissione? «Patti di questo tipo non sono in linea con la normativa di vigilanza - conclude Molinari -. Ma ai sottoscrittori possiamo garantire una bassa volatilità». Avanti chi ha fiducia nel prossimo. O meglio nella banca.

Vitaliano D'Angerio

v.dangerio@ilssole24ore.com

TRASPARENZA SUI COSTI

Datevi una regolata

La direttiva Mifid sui mercati finanziari? Va bene per i titoli azionari, spiega la Commissione europea in un report del 3 aprile. Nell'ambito obbligazionario, invece, ognuno dei 21 paesi Ue può regolarsi da sé (self-regulatory). Ad eccezione di un punto: l'accesso del piccolo risparmiatore ai prezzi dei bond. Questa è un'area con potenziali problematiche sul tema trasparenza. Ecco perché gli euro-commissari rinviavano all'esperienza degli inglesi dell'*International capital market association (Icma)* che hanno messo a punto addirittura un sito (www.bondmarketprices.com) per fornire gratis informazioni sui prezzi. Al momento non vi sono obblighi ma il Cesr (che coordina le Consob Ue) sta escogitando dei criteri per monitorare e giudicare i sistemi di autoregolamentazione. Self regulatory sì ma le informazioni sui bond devono essere pubbliche. (V.D.A.)