

INCHIESTA SUGLI SPORTELLI

Oltre 23 miliardi di obbligazioni sono senza mercato e non fanno prezzo

Almeno 160 prodotti non sono quotati e vengono riacquistati solo dalla banca che li emette. Se non accetta, resti con il cerino in mano

di GIANLUCA BALDINI

Fare una fotografia del mercato delle obbligazioni subordinate non quotate è difficile, se non impossibile.

Non essendo scambiate su un mercato regolamentato, l'unico modo per conoscerne il prezzo è recarsi in banca o ricorrere all'home banking. Secondo i dati di Skipper Informatica (che rappresentano la gran parte ma non la totalità del mercato), ad oggi ci sono 161 titoli subordinati (nella tabella a fianco abbiamo selezionato le emissioni più importanti) non quotati senza mercato con un capitale emesso così suddiviso: 23,67 miliardi in euro, 4,1 miliardi in dollari, 5,84 miliardi in sterline, 280 milioni in dollari australiani e 300 milioni in dollari di Singapore.

Il capitale circolante differisce di poco perché la maggior parte dei prodotti viene rimborsato a scadenza in un'unica soluzione senza passare attraverso un piano di ammortamento in cui si rimborsa poco a poco il capitale. In euro ci sono 23,48 miliardi, il che significa che sono stati rimborsati solo 190 milioni. Valori in crescita e non in calo come le dichiarazioni di Bankitalia e della politica aveva fatto immaginare lo scorso dicembre.

La vera differenza con le obbligazioni subordinate quotate è che queste sono ancora più difficili da vendere. Di solito, l'unica risposta a farsi avanti per il riacquisto è la banca stessa che le ha emesse.

GRANDI INVESTITORI

È non sempre. «Certamente le subordinate non quotate non sono prodotti adatti all'investitore medio», spiega Patrizio Basile, esperto del mercato obbligazionario che lavora per la società di consulenza finanziaria veronese Consultique. «Innanzitutto non ci sono una domanda e un'offerta vere e proprie e, quando ci sono, sono veramente scarse. Questo fa sì che il prezzo non sia mai congruo. Anche perché di solito l'ente che è disposto a comprarlo è uno solo, la banca che ha emesso il bond. E gli istituti», dice, «hanno spesso l'interesse a comprare le loro obbligazioni a condizioni vantaggiose».

Insomma, le obbligazioni subordinate non quotate sono prodotti descritti come liquidi e vendibili ma in realtà spesso non lo sono. «Di solito le banche, e non sempre ce l'hanno, devono avere sul loro sito una politica di pricing in cui vengono spie-

I NUMERI

I TITOLI

Dai dati degli analisti la mappa delle obbligazioni subordinate conta ben 161 titoli

IL PREZZO

Il fatto che questi titoli non abbiano mercato rende il prezzo quasi mai congruo

LE EMISSIONI

Le attuali emissioni ammontano a 23,67 miliardi in euro, 4,1 miliardi in dollari, 5,84 miliardi in sterline, 280 milioni in dollari australiani e 300 milioni in dollari di Singapore

gate le modalità con cui si determina il prezzo delle obbligazioni da riacquistare», spiega Basile. «È una prassi che viene da una comunicazione della Consob del 2009 che imponeva alle banche di determinare la liquidabilità dei loro titoli che poteva essere data con strumenti quotati (e quindi di liquidi per definizione), con l'impegno assoluto da parte dell'istituto di riacquistare qualsiasi titolo in base al prezzo di mercato determinato secondo la policy di pricing oppure garantendo la negoziazione in contropartita diretta. Il problema», dice, «è che queste policy sono talmente stringenti, piene di cavilli e vincoli che il titolo è difficilmente vendibile. Per esempio, in alcune di queste abbiamo trovato che la banca non si impegna a riacquistare le obbligazioni nel momento in cui la somma cumulata di determinati indici è uguale a dieci centesimi. Non ci vuole nulla a fare in modo di raggiungere questo valore e rendere il titolo vendibile. A volte c'è il limite di 50.000 euro per obbligazione. Di fatto la banca sta rendendo un titolo formalmente liquido sostanzialmente illiquido».

NORMATIVA

In più sui subordinati c'è un altro problema, dice Basile. «Se si va a guardare il prospetto di questi prodotti, quando sono stati emessi, si può leggere che può essere riacquistata una quantità di titoli che non può eccedere la normativa di vigilanza della Banca d'Italia all'epoca vigente, molto spesso non più del 10% dei subordinati. Quindi i subordinati,

quotati e non, già al momento dell'emissione potevano diventare velocemente prodotti illiquidi per regole della vigilanza fissate proprio per la natura dei titoli stessi».

In poche parole cosa succede per chi vuole rivendere uno di questi prodotti? Anche quando vengono soddisfatte le condizioni spiegate nella policy di pricing, il prodotto resta invendibile. In più, a seguito di tutte le normative sul bail-in, di recente è stata introdotta una nuova norma che impone alla banca di poter comprare titoli subordinati non quotati a condizione che siano soddisfatti alcuni requisiti patrimoniali o ci sia l'autorizzazione dalla Banca d'Italia».

VENDETTA

In poche parole rivendere subordinati non quotati su un mercato regolamentato sembra ogni giorno più difficile. «Con tutte le normative introdotte dalla vigilanza», dice l'esperto, «le banche stanno spingendo per portare tutte le emissioni sui mercati regolamentati, soprattutto su mercati come l'EuroTlx o altri che costano meno in base ai volumi potenzialmente negoziabili. «Ad ogni modo, in soccorso dei possessori di subordinati stanno intervenendo le nuove disposizioni di Vigilanza che, per alcuni subordinati ha previsto la non computabilità ai mezzi propri, e quindi la negoziabilità al di fuori dei limiti di vigilanza e solo nell'ambito delle policy di negoziazione. Se un investitore ha la fortuna di avere questi titoli, può venderli come una qualsiasi obbligazione normale non quotata», sottolinea Basile.

RACCOMANDAZIONE

Proprio su questo tema ieri la Consob ha approvato una raccomandazione finalizzata a impedire che possano ripetersi casi come quello della Popolare di Vicenza e di Veneto Banca, in cui un intermediario vende ai risparmiatori strumenti finanziari illiquidi, magari di propria emissione, che vengono scambiati solo sui «borsini» interni, con riflessi negativi sulla liquidabilità e sulla corretta formazione del prezzo. «Gli scambi di strumenti finanziari», afferma la Consob in una nota, «dovranno migrare verso piattaforme multilaterali di negoziazione accessibili a tutti e caratterizzate da maggiore trasparenza ed efficienza rispetto agli scambi bilaterali fra intermediario e cliente». C'è da sperare che non sia l'ennesima promessa.

I SUBORDINATI NON QUOTATI

ISIN	Capitale circolante	Taglio	Istituto
IT0004161425	20.000.000	1.000	Banca di Bergamo - Gruppo Veneto Banca
IT0004292923	10.000.000	1.000	Banca di Bergamo - Gruppo Veneto Banca
IT0004277084	15.000.000	50.000	Banca Italo Romana
XSO302580880	180.000.000	50.000	Banca delle Marche
IT0004867781	10.000.000	100.000	Banca delle Marche
IT0004880933	10.000.000	1.000	Banca delle Marche
IT0004292873	15.000.000	1.000	Banca Meridiana
XSO504893701	100.000.000	50.000	Banca Popolare
IT0004801954	2.000.000	200	Banca Sella
IT0004920101	10.000.000	1.000	Banca Sella
IT0004491808	10.000.000	50.000	Banca Sella
IT0004965221	5.000.000	1.000	Banca Sella
IT0004965247	5.000.000	1.000	Banca Sella
IT0004968852	10.000.000	1.000	Banca Sella
IT0004886500	15.000.000	1.000	Banca Sella
IT0004782642	6.000.000	400	Banca Sella
IT0004804586	10.000.000	1.000	Banca Sella
IT0004974421	7.500.000	1.000	Banca Sella
IT0004796984	6.000.000	400	Banca Sella
IT0004542806	5.000.000	1.000	Banca Sella
IT0004698699	10.000.000	1.000	Banca Sella
IT0004735624	10.000.000	1.000	Banca Sella
IT0004513104	10.000.000	1.000	Banca Sella
IT0004870058	10.000.000	1.000	Banca Sella
IT0004545288	5.000.000	1.000	Banca Sella
XSI31567314	25.000.000	100.000	Banca Sella
IT0004304777	30.000.000	50.000	Banca Sella
IT0004848112	5.000.000	1.000	Banca Sella
IT0004547326	10.000.000	1.000	Banca Sella
IT0004891740	5.000.000	1.000	Banca Sella
IT0004891773	10.000.000	1.000	Banca Sella
IT0004164676	40.000.000	50.000	Banca di Trento e Bolzano
IT0004346384	10.000.000	1.000	Banca di Valle Camonica
IT000472890	13.000.000	1.000	Banca di Credito Cooperativo di Fano Soc. Cooperativa
IT0005003352	10.000.000	100.000	Cassa Rurale - Banca di Credito Coop. di Treviglio e Geradadda
XSI485725854	280.000.000	200.000	BNP Paribas
IT0005012643	13.000.000	100.000	Banca Popolare di Bari
IT0005039810	50.000.000	100.000	Banca Popolare di Bari
IT0005144503	6.000.000	100.000	Banca Popolare di Bari
IT0005067019	201.408.896	6	Banca Popolare di Bari
IT0005143703	1.850.000	50.000	Banca Popolare Etica
IT0005119968	1.600.000	50.000	Banca Popolare Etica
IT0005038416	100.000.000	1.000	Banca Popolare di Sondrio
IT0004778905	240.000.000	800	Banca Popolare di Sondrio
IT0004344278	45.000.000	1.000	Banca Popolare di Spoleto
XSI300818785	50.000.000	100.000	Banca Popolare di Vicenza
XSO272418590	111.300.000	50.000	Banche Popolari Unite
USG0732RAG32	1.100.000.000	200.000	Banco Bradesco
IT0004352784	20.000.000	1.000	Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana
XSO542283097	50.000.000	50.000	Banca Carige
XSO372143296	100.000.000	50.000	Banca Carige
XSO52414057	20.000.000	50.000	Banca Carige
IT0005012254	45.000.000	1.000	Cassa di Risparmio di Asti
IT0005012460	15.000.000	1.000	Cassa di Risparmio di Asti
IT0005073678	40.000.000	1.000	Cassa di Risparmio di Asti
IT0005073868	10.000.000	1.000	Cassa di Risparmio di Asti
IT0005075731	25.000.000	1.000	Cassa di Risparmio di Asti
IT0005075772	5.000.000	1.000	Cassa di Risparmio di Asti
IT0005013310	20.000.000	1.000	Cassa di Risparmio di Asti
IT0005117129	65.000.000	1.000	Cassa di Risparmio di Asti
IT0004557234	60.000.000	1.000	Cassa di Risparmio di Bolzano
IT0004119605	8.000.000	1.000	Cassa di Risparmio di Ferrara
IT0004291891	27.200.000	1.000	Cassa di Risparmio di Ferrara
XSO336248082	400.000.000	50.000	Credit Suisse
XSI095536899	100.000.000	100.000	Credito Valtellinese
DE00085DCW6	1.150.000.000	50.000	Deutsche Bank AG
IT0004331929	500.000.000	1.000	Deutsche Bank
XSO433028254	1.750.000.000	50.000	HSBC Bank Plc
XSO353643744	1.600.000.000	50.000	HSBC Bank Plc
IT0005123820	50.000.000	100.000	ICCREA Banca Istituto Centrale del Credito Cooperativo
XSO364645852	120.000.000	50.000	Banca Intesa SanPaolo
US46556MAJ18	1.870.000.000	200.000	Itaù Unibanco Holding
IT0004352586	2.000.000.000	1.000	Banca Monte dei Paschi di Siena
XSO391999801	100.000.000	50.000	Banca Monte dei Paschi di Siena
XSO743689993	750.000.000	100.000	Norddeutsche Bank AB
XSO997355036	300.000.000	100.000	RaiffeisenLandesBank Niederosterreich-Wien AG
XSO982711805	160.000.000	100.000	SNAI
USF856CH21	239.250.000	200.000	Societe Generale
XSO383634762	777.700.000	50.000	Societe Generale
IT0004541485	50.000.000	10.000	UGF Banca
IT0004523624	25.000.000	10.000	UGF Banca
XSO348222802	125.000.000	50.000	Unicredit Banca
IT0004740368	8.000.000	40.000	Unicredit Banca
XSI070428732	185.000.000	1.000	Unicredit Banca
XSO372227982	125.000.000	50.000	Unicredit Banca
XSO503708280	50.000.000	50.000	Unicredit Banca
XSO862793634	1.500.000.000	100.000	Unicredit Banca
XSO32381485	150.750.000	50.000	Unicredit Italiano
IT0004299159	20.000.000	1.000	Unipol Banca
IT0004170616	70.000.000	1.000	Unipol Banca
XSI233656666	40.000.000	100.000	VenetoBanca
IT0004346356	200.000.000	50.000	VenetoBanca
IT0004865041	15.000.000	100.000	VenetoBanca
XSI183808606	51.000.000	100.000	VenetoBanca