

Contratti controversi. I due swap siglati dalla Riguzzi non hanno mai avuto fini di copertura

Derivati sempre in perdita

Il primo Irs di UniCredit era sì un plain vanilla ma i tassi erano in discesa

Il derivato siglato dalla Riguzzi di Bertinoro (Forlì) con l'allora Rolo Banca (oggi UniCredit) era proprio quello giusto: un Irs semplice, detto anche plain vanilla, che permette cioè all'azienda di trasformare il costo del proprio indebitamento da variabile in fisso. Così come un effettivo derivato di copertura contro l'eventuale rialzo dei tassi di interesse dovrebbe fare.

Peccato, però, che proprio nel 2001 (quando l'azienda romagnola ha sottoscritto l'Irs) i tassi di interesse erano in discesa già da alcuni mesi a causa anche dello scoppio nel 2000 della "bolla" di Internet che lasciava presagire, peraltro, una prosecuzione al ribasso dei saggi. Quindi, a prima vista, sembrerebbe un'operazione vantaggiosa se non fosse per due motivi: l'errore "strategico" della banca nella consulenza e il costo proprio di quest'ultima. Punti, questi, contestati per altri casi an-

che dalla Consob il 31 agosto 2007 quando ha inflitto proprio a UniCredit sanzioni per quasi 780mila € (si veda «Plus24» dell'8 settembre 2007).

Le mosse sbagliate

L'errore strategico dell'istituto nel 2001 fu quello di consigliare al cliente un blocco del tasso a uno fisso, quando l'azienda avrebbe potuto invece ottenere enormi vantaggi da un prodotto che prevedesse un pagamento a tasso variabile. Inoltre, il livello di tasso fisso cui l'azienda si lega a causa dello swap è più alto del livello medio del mercato di quel periodo, in quanto la banca inserisce nel contratto delle commissioni implicite (costi che il cliente il più delle volte non vede). Gli effetti negativi derivanti da questi elementi cominciano a manifestarsi sin da subito a causa di un deterioramento del mark to market (dovuto, appunto, alla discesa dei tassi).

Questo effetto, però, non viene percepito dalla Riguzzi e prima che la stessa iniziasse a pagare a causa del prodotto, quest'ultimo viene sostituito nel giugno 2002 con il contratto attuale denominato «Atlantic Cms swap». Di male in peggio. Perché?

Le caratteristiche

«Quest'ultimo contratto - ri-

sponde Massimiliano Palumbo della società di consulenza finanziaria indipendente Cfi&Partners - è un derivato che non ha alcuna caratteristica di copertura, ma solo ed esclusivamente finalità speculative. Con esso l'azienda riceve periodicamente un tasso pari al maggior valore tra 4% e il 70% del Constant maturity swap 30 anni (il Cms è il generico tasso di riferimento per

debiti a tasso fisso di durata trentennale). Quindi se a ogni scadenza periodica il 70% del tasso Cms 30 anni risulta inferiore al 4% l'azienda riceve il 4%, altrimenti incassa il 70% moltiplicato il Cms 30 anni».

L'azienda, poi, paga un tasso fisso che il primo anno si attesta a un livello (basso) pari al 3,85%, nel secondo anno si alza al 4%, mentre dal terzo anno e per i tre successivi il tasso da pagare diventa del 5,45%. A ciò si aggiunge inoltre la possibilità che questi tassi "fissi" da pagare, nonostante siano crescenti nel tempo, possono addirittura tornare variabili nel caso in cui il Libor dollaro a tre mesi sia superiore a determinati livelli. In particolare, se durante il secondo anno l'Usd Libor tre mesi è superiore al 5,5% l'azienda paga l'Usd Libor tre mesi, mentre dal terzo anno in poi il livello al di sopra del quale si paga questo tasso variabile diventa 6,5%. Sostanzialmente il cliente vende alla banca delle opzioni implicite.

«Dall'articolazione dello strumento - continua Palumbo -, l'obiettivo della banca non poteva che essere quello di speculare sul differenziale tra tassi a lungo termine dell'area euro e quelli a breve dell'area dollaro, al fine di tentare un recupero delle perdite maturate a causa del contratto precedente. Tentativo rivelato-

LA PAROLA MISTERIOSA

Atlantic Cms swap

■ È un contratto attraverso il quale l'azienda riceve una parte (70%) del tasso trentennale (Cms 30 anni) con un minimo del 4%, mentre paga un tasso fisso che può trasformarsi in variabile nel caso in cui i tassi monetari americani (in particolare Usd Libor tre mesi) superino determinati livelli. Il contratto espone di fatto il cliente a fenomeni completamente scollegati dalle proprie esigenze, non avendo l'azienda poste di bilancio ancorate ai tassi trentennali e quindi necessari di una copertura.

Per cercare di capirne di più inviate il vostro contratto derivato (o la vostra obbligazione strutturata) in formato Pdf all'indirizzo e-mail: plus@ilssole24ore.com. Nell'oggetto riportare la dicitura «Derivati chiari» e il nome dell'azienda o dell'investitore.



A Piazza Affari. Un dividendo del 25% per gli azionisti di risparmio della Bicocca

La maxi-cedola Pirelli? Un'arma a doppio taglio

A lungo termine si rischia un impatto negativo del 14% sui prezzi

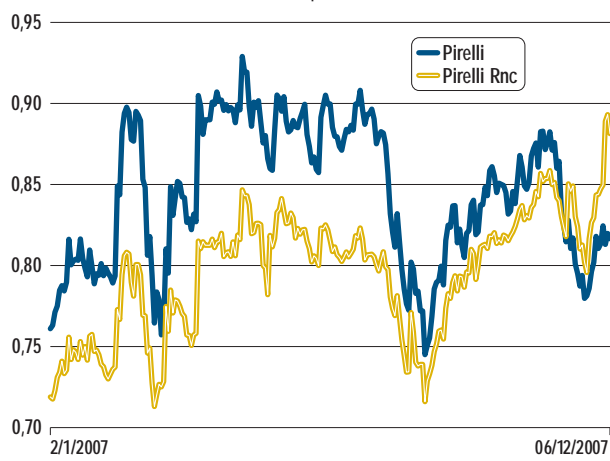
Il mercato l'ha accolta come una vera e propria strenna natalizia e nella seduta di mercoledì scorso ha fatto lievitare i titoli in un vortice di scambi che non si vedeva da tempo, ma l'anticipazione di un maxi-dividendo da almeno 0,227 euro per azione a vantaggio degli azionisti di risparmio di Pirelli è una di quelle notizie che il risparmiatore deve vagliare con attenzione, prima di prendere una decisione.

Le opportunità

Intascare una cedola che ai prezzi correnti corrisponderebbe circa al 25% di ciascun titolo (peraltro esentasse) rappresenta certo un'opportunità piuttosto interessante. Bisogna tuttavia tener presente che allo stacco del dividendo, la prossima primavera, gli azionisti di risparmio si troveranno con in mano un pacchetto di azioni che comunque varranno meno a seguito del pagamento della cedola. Ma le considerazioni non finiscono qui, per-

La rincorsa delle risparmio

Andamento delle azioni Pirelli ordinarie e risparmio da inizio anno



ché le Pirelli rnc godono infatti di particolari privilegi rispetto alle ordinarie: un dividendo maggiorato del 2% e pari almeno al 7% del valore nominale dei titoli, oltre al diritto di cumulo sulle cedole non distribuite nei tre esercizi precedenti.

Il problema è che per effetto della distribuzione del dividendo straordinario legato alla cessione della partecipazione in Olimpia (la holding che controllava il 18% di Telecom), il valore nominale unitario delle azioni Pirelli ordinarie e risparmio pas-

serà dagli attuali 0,54 euro a 0,29 euro, con conseguenze sul flusso futuro di dividendi da percepire dall'esercizio 2008 in poi (per l'anno in corso la cedola sarà calcolata ancora sul vecchio prezzo nominale).

L'impatto reale

Quantificare l'effetto complessivo non è tuttavia semplice, anche perché dipende dal flusso di dividendi che la stessa Pirelli, nella sua nuova veste di business, sarà in grado di garantire. Una stima però si può ugualmente

azzardare: «Lo scorso anno - spiega Stefano Mengoli, docente di Finanza Aziendale all'Università di Bologna - Pirelli ha stabilito di distribuire 0,021 euro per titolo agli azionisti ordinari e di conseguenza ha dovuto riconoscere alle risparmio il 7% del valore nominale, cioè 0,0364 euro. Se si abbassa il valore nominale, si riduce anche il livello minimo garantito ai "risparmisti", che nel caso in questione risulterebbe pari a 0,0268. La differenza di 0,0096 euro sembrerebbe abbastanza ridotta, ma se si considera che il flusso cedolare è in realtà una rendita perpetua si può stimare che, anche nell'ipotesi più prudente, l'impatto sia pari a 0,123 euro, ossia quasi il 14% del prezzo stesso».

Occhi puntati sull'Assemblea

La parola passa adesso all'assemblea Pirelli, che la prossima settimana (il 12 dicembre gli azionisti ordinari, il 14 quelli di risparmio) dovrà approvare la riduzione del capitale deliberata un mese fa in seguito all'uscita da Olimpia. Sulla carta i problemi maggiori si potrebbero presentare proprio nell'appuntamento con gli azionisti di risparmio, dove sarà necessario prima raggiungere un quorum del 20%, poi ottenere il via libera dalla maggioranza assoluta dei partecipanti. Nel caso l'operazione dovesse andare in porto, l'azionista di risparmio in disaccordo potrebbe sempre esercitare il diritto di recesso. Il prezzo riconosciuto sarebbe però pari a 0,8055, il 9% in meno della chiusura di giovedì.

Maximilian Cellino

RNC E DINTORNI

Quei fossili in Borsa

Le azioni di risparmio sono una tipica anomalia italiana. Per qualcuno sono dinosauri di Borsa, ma a differenza degli animali preistorici faticano ad estinguersi. Se ne parla di rado, eppure a volte tornano inaspettatamente alla ribalta, come per l'Opa lanciata due anni fa da Allianz su Ras o nel caso di Telecom. Spesso creano grattacapi agli azionisti di riferimento, che devono passare dalle Forche Caudine delle assemblee di risparmio per approvare operazioni straordinarie. Non sarebbe meglio toglierle di mezzo? D'accordo, a volte i soci di controllo rischiano una pericolosa diluizione delle proprie quote. Ma nel caso di Pirelli, che pericolo c'è? L'operazione non è all'ordine del giorno, ma in fondo i 134 milioni di titoli rnc sono soltanto il 2,5% dell'intero capitale sociale, ai prezzi attuali valgono circa 118 milioni di euro e ritrarli non costerebbe poi molto. Da un mese i prezzi sono a premio rispetto alle ordinarie, che stia bollendo qualcosa in pentola?



di Fabrizio Galimberti

Gli utili Usa assorbono i subprime

A fine novembre il Department of Commerce americano ha rilasciato la prima stima dei profitti societari (ricalcolati con ammortamenti e rimanenze al costo di sostituzione). Una prima consolante notazione sta negli altissimi utili delle società finanziarie. Traguando gli alti e bassi nella media mobile di 4 trimestri, questi utili non sono mai stati così alti (in quota del valore aggiunto di settore) dal 1961, vale a dire da quasi mezzo secolo.

Ora, sono proprio banche e società finanziarie quelle più colpite nei bilanci dalla crisi dei mutui. Le minusvalenze si sono moltiplicate negli ultimi mesi, ma queste minusvalenze sono più facili da assorbire se le spalle dei profitti sono

Borsa e profitti in Usa

Indice, III trimestre 1995=100

	Profitti prima dell'imposta	Profitti dopo l'imposta	Wilshire
I 00	115.5	113.2	252.0
IV 02	132.7	151.0	152.7
IV 06	212.5	218.3	255.6
III 07	225.2	233.1	269.1
IV 07	-	-	264.5

Fonte: elaborazioni il Sole-24 Ore su dati Us Department of commerce e Reuters

larghe, e questo è certamente il caso.

Il ciclone subprime ha colpito insomma il sistema finanziario americano nel momento di massima fioritura dei conti. A un livello più generale, il grafico mostra, per l'intero universo societario americano - finanziario e non, inclusi i profitti esteri dalle società Usa - come l'andamento di questi utili si confronta con l'andamento dell'indice più comprensivo delle società quotate (l'Indice Wilshire 5000, che malgrado il nome copre circa 6700 società).

Come si vede le pazzie del 2000 sono lontane: allora l'indice di Borsa (fatto 100 il già effervescente terzo trimestre 1995, subito prima della famosa esternazione di Alan Greenspan sulla "irrazionale esuberanza" di Wall Street) era più che doppio rispetto a un analogo indice dei profitti. La distanza si era molto raccorciata già due anni dopo, grazie all'aumento degli utili e alla caduta dell'indice.

E da allora i due sono andati crescendo di conserva, anche se l'indice tende ancora a sopravanzare gli utili. Gli utili di contabilità nazionale dipendono dalle operazioni correnti, e non includono minusvalenze. E per giudicare della solidità del tessuto societario sono questi gli utili che contano.