



Investimenti La mappa dei 368 bond in circolazione non utili per la solidità e soggetti al bail in. Istituti al lavoro per ridurre il peso

Subordinati Per le banche una zavorra da 61 miliardi

Entro il 2017 ben 10,3 dovranno essere rimborsati. Titoli rischiosi, ma oltre un terzo sarebbe in mano alle famiglie.

DI DANIELA POLIZZI

È un mercato che vale quasi 61 miliardi quello delle obbligazioni subordinate emesse dalle banche. E più di un terzo (poco sotto 23 miliardi) dei titoli in circolazione potrebbe essere in mano alle famiglie. Ma il totalizzatore sale se si includono anche gli investimenti indiretti realizzati attraverso fondi o sicav dedicati ai risparmiatori. Basti pensare che se nella somma si includono soltanto i subordinati bancari in cui hanno investito i fondi a cedola — prodotto tipicamente diretto ai risparmiatori — si arriva ad almeno 24 miliardi.

Dell'ammontare complessivo di 61 miliardi, tra la fine di quest'anno e del prossimo, andranno a rimborso 10,3 miliardi, di cui almeno 2,5 dovranno tornare ai risparmiatori. A conti fatti, i subordinati bancari, nel loro complesso, valgono circa l'11% dei 200 miliardi investiti dai risparmiatori.

La quota nel portafoglio dei risparmiatori vale più di Generali

ri in obbligazioni. Per avere un riferimento, 23 miliardi rappresentano la capitalizzazione di un titolo-guida del listino italiano. Poco sopra il valore a Piazza Affari di Generali oppure di Atlantia.

È quanto emerge dalla radiografia aggiornata a metà gennaio ed elaborata dagli esperti indipendenti di Consultique su dati Bloomberg. Le ultime rilevazioni segnalano una mappa di complessivi 368 titoli, tra quotati e non, che fanno capo a una cinquantina di emittenti. Di questi, ap-



punto, 200 sono stati offerti con un lotto minimo di 35 mila euro (o inferiore) e quindi, con tutta probabilità, sono stati sottoscritti dal retail. La percentuale di questi acquirenti è rimasta stabile negli ultimi anni, anzi sembrerebbe lievemente aumentata.

Ma ora è cambiata la percezione di questa categoria di titoli che è inserita nel capitale di vigilanza e che offre rendimenti più elevati degli altri bond in circolazione. La ragione è da ricercare nelle nuove norme Ue. In caso di crisi e «risoluzione» bancaria — vale a dire il bail-in entrato in vigore a inizio gennaio — i titoli subordinati potrebbero essere convertiti in azioni o assoggettati a una riduzione che potrebbe portare anche al loro azzeramento. Questo, nel caso in cui le azioni e gli altri titoli di capitale non bastassero a coprire le perdite. Da qui l'offerta di rendimenti più generosi.

In base alla fotografia — la più aggiornata di questo inizio d'anno — entro fine dicembre scadranno almeno 5,2 miliardi e quasi altrettanti nel 2017. A questi titoli si sarebbero dovute aggiungere anche le emissioni di Banca Etruria, azzerate

con il decreto Salva banche del 22 novembre che ha risolto banca Etruria, appunto, assieme a Banca delle Marche, Cassa di risparmio di Ferrara e Cassa di risparmio di Chieti.

Svolta

Dopo anni di rapporti stabili nei pesi tra sottoscrittori istituzionali e famiglie quest'anno gli equilibri potrebbero cambiare. A giocare, per l'investitore, è ovviamente la propensione al rischio. È proprio la nuova regolamentazione Ue che sta imponendo al mercato una revisione profonda. E i grandi hanno già imboccato strade diverse. È il ca-



Authority/1
Antonio Patuelli,
presidente dell'Abi



Authority/2
Giuseppe Vegas,
guida la Consob

so di Unicredit che ha varato il terzo buy back di titoli subordinati fino a 1,8 miliardi di bond Tier 2 detenuti dalla clientela retail. I dieci titoli oggetto dell'offerta che termina il 16 febbraio hanno scadenze tra il 2019 e il 2022, ultima tranche di bond *disqualified*, ossia non riconosciuti dalle autorità europee come capitale dopo l'entrata in vigore del regolamento nel 2014, reso poi operativo dall'Eba, la European banking authority. Troppo costosi e poco efficienti quindi per la banca guidata da Federico Ghizzoni. Molto volatili, spesso scambiati in Borsa sotto la pari, i titoli saranno rim-

borsati alla pari, in alcuni casi qualcosa di più, e per cassa, con condizioni che il mercato considera friendly, decise dall'istituto soprattutto come messaggio al retail sulle condizioni di liquidità della banca e sulle sue capacità di rispettare gli impegni con la clientela. L'adesione all'offerta dipenderà dalle quotazioni dei titoli da qui a metà febbraio. Un anno fa — quando non erano ancora apparse turbolenze e volatilità — Unicredit aveva avuto adesioni sopra il 60% alle offerte precedenti.

Altre strade

Quanto a Intesa Sanpaolo, non vende bond subordinati al retail da quattro anni, come ha spiegato il Ceo Carlo Messina. L'anno scorso la banca ha promosso un'offerta di scambio fino a 1,5 miliardi con titoli di debito subordinati Tier 2 di nuova emissione, finalizzati all'ottimizzazione del patrimonio regolamentare. Come dire che le grandi banche possono scegliere la strada più opportuna per fare funding.

Diversa la situazione per le più piccole o meno solide. O quelle che scontano il peso di sofferenze. I crediti deteriorati del Monte dei Paschi — scesi

a fine anno a 46,9 miliardi — hanno influito sul prezzo a cui sono scambiati i subordinati sull'Euro-Tlx (per esempio, i titoli in scadenza a maggio marivolti agli istituzionali) costringendo la banca a pagare rendimenti teorici più elevati nei giorni della forte volatilità. Anche se nei giorni scorsi ha prevalso la stabilità. La stessa tendenza vale per le emissioni

I grandi istituti riacquistano i bond non riconosciuti come capitale

di Carige, Banco Popolare e Popolare di Vicenza. In questo contesto, le aggregazioni tra istituti non potranno che migliorare la percezione dei subordinati. È prevedibile che le emissioni continuino a dominare la scena sul mercato del debito perché le banche piccole e medie hanno bisogno di fare provvista. Ma è scontato — sostengono gli esperti — che siano sempre più rivolte agli istituzionali. E la conseguenza sarà la crescita del costo del funding.

Glossario

Obbligazioni: le gradazioni del rischio allo sportello

Ecco una sintesi delle caratteristiche delle principali categorie di emissioni bancarie.

Additional Tier 1 (AT1)

Sono le emissioni subordinate più rischiose. Il pagamento della cedola è discrezionale. Concorrono interamente al ripianamento delle perdite in caso di difficoltà della banca (bail in). Hanno durata indefinita e per questo sono dette «perpetuità», ma possono essere richiamate a una data prefissata.

Tier 2

A differenza delle obbligazioni AT1 hanno scadenza predeterminata. Concorrono a ripagare le perdite nel caso in cui i bond AT1 non bastino a coprirle.

Senior debt

Obbligazioni abbastanza sicure ma che non sono escluse da un taglio del valore di rimborso se le azioni della banca, e le precedenti emissioni, non sono state sufficienti a coprire le perdite.

Covered bond

Sono le uniche emissioni bancarie davvero sicure perché sia il capitale che gli interessi sono garantiti da un asset collaterale e quindi il valore dell'obbligazione è rappresentato da un bene reale che può essere smobilizzato in caso di crisi. Non sono soggetti al bail in.

MARCO SABELLA

© RIPRODUZIONE RISERVATA