



Risiko bancario

L'impatto sulle emissioni obbligazionarie dei vari istituti

Pagina 9

Bond subordinati. Dal risiko bancario maggior rendimento ma occhio alla solidità dell'istituto

Le recenti mosse di M&A in Italia vanno valutate bene per evitare rischi

Pagina a cura di
Marcello Frisone

I presupposti ci sono. Se il risiko bancario italiano vedrà chiudere alcune delle operazioni di M&A (Mergers&Acquisitions) annunciate di recente, le obbligazioni subordinate potrebbero rappresentare una valida alternativa per ottenere un po' di rendimento in più sul fronte dei titoli di debito. Tanto più che la presidentessa della Bce, Christine Lagarde, ha detto il 16 dicembre scorso che «prevediamo di ridurre ulteriormente i tassi di interesse».

Insomma, non proprio una buona notizia per chi è in cerca di rendimento dai bond. Le obbligazioni subordinate bancarie potrebbero dunque offrire opportunità, ma anche rischi (basti pensare alle débâcle sui bond subordinati Mps nel 2017, di Carige nel 2018 e di Credit Suisse nel 2023). Ma andiamo con ordine.

Il fronte italiano

È indubbiamente UniCredit l'istituto principe al centro della scena del risiko bancario in Europa: il suo amministratore delegato, Andrea Orcel, ha sempre dichiarato l'interesse strategico nella ricerca di deal accrescitivi per UniCredit. E così la banca italiana è salita su Commerzbank a settembre al 21%, il 18 dicembre al 28% e vorrà arrivare al 29,9%, mentre in Italia lo scorso 25 novembre ha lanciato un'offerta pubblica di scambio (Ops) su Banco Bpm. Un'operazione, quest'ultima, che

renderebbe UniCredit la prima banca italiana per dimensione degli attivi superando Intesa Sanpaolo.

L'Ops di UniCredit ha, infine, innescato la mossa dei francesi di Crédit Agricole che hanno incrementato la loro quota (attualmente del 9,9%) in Banco Bpm di un ulteriore 5% con opzione a salire fino alla soglia del 20 per cento. La banca francese condivide diversi interessi con la banca di Piazza Meda: al 61%, detiene la società di credito al consumo Agos, di cui Bpm ha invece il rimanente 39%, oltre a diversi accordi distributivi nel settore assicurativo. Le due mosse di Orcel hanno incontrato ostacoli a livello politico, per cui è ancora incerto l'esito di entrambe le offerte.

Le prospettive

«Nonostante l'ottimo 2024 – spiega Filippo Alloatti, Head of financials credit di Federated Hermes, – le obbligazioni subordinate di banche e compagnie d'assicurazione italiane restano molto interessanti per il 2025. A differenza di molti settori all'interno del segmento investment grade e high yield, che pur hanno ben corso nel 2024, i fondamentali delle società finanziarie restano solidi, aiutati anche da lautissimi stacchi agli azionisti, che ne abbassano il costo dell'equity, e di rimando stringono gli spread creditizi. Il risiko bancario nelle formule di combinazione allo studio dovrebbe essere positivo per le obbligazioni subordinate».

Fin qui le opportunità, ma i rischi? «L'indebolimento della congiuntura economica e le minacce di dazi made in Usa – risponde Alloatti –, che colpirebbero soprattutto tre Paesi europei con un avanzo commerciale verso gli Stati Uniti: Germania, Irlanda e Italia. Un'inattesa impennata nel tasso di disoccupazione sarebbe pericolosa. Sui mercati, poi, ritardi nel rientro del deficit, si pensi all'esempio francese, non sarebbero tollerati».

Le cose da sapere

Nelle operazioni di questo tipo sono almeno tre le cose da valutare. 1) Il rating nelle fasi successive all'annuncio del deal: i titoli con rating più basso tendono a convergere verso il rendimento di quelli con un rating migliore, riflettendo le attese di mercato su un miglioramento della qualità creditizia. 2) La dimensione dei soggetti coinvolti: i bond dell'istituto più piccolo – solitamente la società target – acquisiscono il rating del compratore, che è spesso più alto. Questo cambio di rating si traduce in un calo dei rendimenti e, di conseguenza, in un aumento del valore dei bond della società target. 3) Dare attenzione al rating della "combined entity", cioè della nuova banca al completamento della fusione/acquisizione.

«Il risiko bancario – spiega Alesio Garzone, Senior analyst Gamma capital markets – offre opportunità significative per i detentori di bond subordinati, ma richiede un'analisi attenta. Questi strumenti, che offrono rendimenti più elevati rispetto ai bond senior, sono intrinsecamente più rischiosi, soprattutto in contesti di ristrutturazione o consolidamento bancario.

Gli investitori dovrebbero puntare su istituti solidi con buoni ratio patrimoniali evitando strumenti emessi da banche più fragili o con bilanci incerti».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Sul mercato

I bond subordinati di banche italiane

ISIN	BANCA	RATING MOODY'S/S&P/FITCH	PREZZO	DURATION	RENDIMENTO %	SENIORITY	CEDOLA %	SCADENZA	DATA CALL
IT0005586729	Banco Bpm Spa 5%	Ba1 BB BB	104,2	3,9	3,9	Tier 2	5,00	18/06/2034	18/03/2029
XS1752894292	Banca Monte dei Paschi S 7,708%	Ba3 - BB-	110,7	2,6	4,0	Tier 2	7,71	18/01/2028	-
XS2247614493	Cassa di Risparmio Asti 9,25%	- - -	101,0	0,9	8,1	At1	9,25	Perpetuo	27/11/2025
XS2830523895	Illimity Bank Sp 5,75%	Ba1 - -	100,1	2,2	5,7	Senior	5,75	31/05/2027	-
XS2411537033	Banca Popolare Sondrio 3,875%	- - BB	100,6	1,8	3,6	Tier 2	3,88	25/02/2032	25/11/2026
XS2433828071	Bper Banca 3,875%	Ba1 - BB	100,8	2,4	3,5	Tier 2	3,88	25/02/2032	25/01/2027
IT0005580102	UniCredit Spa 5,375%	Ba1 BB+ -	106,5	3,5	3,6	Tier 2	5,38	25/07/2032	16/01/2029
XS2397352662	Iccrea Banca Spa 4,75%	- BB BB	102,0	1,7	3,6	Tier 2	4,75	16/04/2034	18/10/2026
XS2939329996	Intesa Sanpaolo Spa 4,271%	Baa3 BB+ BB+	101,4	5,9	4,0	Tier 2	4,27	18/01/2032	14/11/2031
IT0005597395	Banca Popolare Sondrio 4,125%	- BBB- BBB-	103,5	4,0	3,3	Sr Preferred	4,13	14/11/2036	04/06/2029

Fonte: Bloomberg

DA SAPERE

Bond subordinati

Sono titoli il cui rimborso, nel caso di liquidazione o fallimento dell'emittente, avviene dopo le normali obbligazioni definite senior. Le obbligazioni subordinate si distinguono dagli altri bond non in base al tipo di tasso, ma per la tipologia di rischio (più elevato rispetto ai bond senior e, pertanto, hanno un maggior rendimento).

La regolamentazione

Le banche devono mantenere un certo livello di capitale per coprire i rischi legati alle loro attività, garantendo che questo capitale possa assorbire eventuali perdite senza compromettere il funzionamento del sistema finanziario e senza richiedere l'intervento dei contribuenti per il salvataggio delle banche. Per raggiungere questo obiettivo, oltre al capitale azionario, le banche devono detenere strumenti subordinati, che si suddividono principalmente in tipo Tier 2 e Additional Tier 1 (AT1).

Tier 2

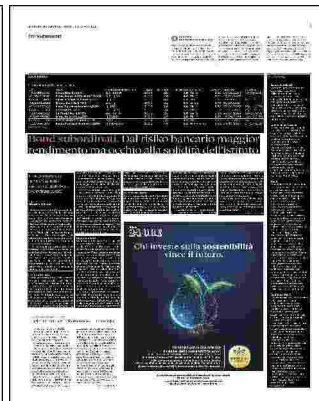
I bond Tier 2 hanno una durata minima prestabilita di almeno 5 anni, possono essere rimborsati anticipatamente dall'emittente, ma soltanto dopo 5 anni dalla data di emissione. Il rimborso anticipato deve essere autorizzato dal regulator e deve essere accompagnato dall'emissione di uno strumento di simile qualità o

superiore. Il pagamento della cedola è obbligatorio e non è soggetto a discrezionalità dell'emittente, salvo in caso di attivazione di misure di risoluzione da parte del regulator. Rispetto ai bond senior hanno una priorità di pagamento inferiore. I principali rischi associati ai Tier 2 sono l'extension risk (cioè l'aleatorietà dei tempi di rimborso, dato che l'emittente può decidere se esercitare l'opzione di richiamo anticipato dopo 5 anni o rimborsare l'obbligazione a scadenza), il bail in risk (il rischio che, al verificarsi di determinate condizioni, il nominale del titolo possa essere ridotto, azzerato o convertito in capitale, anche in assenza di una formale dichiarazione di insolvenza della banca ma per decisione della "Resolution Authority").

Additional Tier 1

Gli Additional Tier 1 (AT1) sono obbligazioni bancarie subordinate e perpetue, progettate per assorbire perdite in caso di difficoltà finanziarie. Sono senza scadenza fissa, ma richiamabili dall'emittente dopo 5 anni. L'emittente ha piena discrezionalità sul pagamento delle cedole che possono essere sospese senza obbligo di recupero futuro. Rispetto ai Tier 2, sono strumenti junior, quindi con priorità di pagamento inferiore. I principali rischi associati agli AT1 includono il rischio di conversione (svalutazione del nominale o conversione in azioni), il rischio di cedola (sospensione o pagamento

parziale della cedola per decisione dell'emittente o del regolatore) e l'extension risk (rimborso ritardato in caso di mancato esercizio del rimborso anticipato da parte dell'emittente alla prima data possibile, con ricalcolo della cedola per il periodo successivo).



Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.