

del credito

Con il bail-in cedole dei bond più alte

Matricole prudenti Sul mercato italiano però c'è ottimismo

I subordinati più scambiati

Titoli per il retail più trattati negli ultimi 10 giorni sul Mot - In euro

ISIN	DESCRIZIONE	PREZZO	RENDIM. LORDO %	TAGLIO
IT0004966823	B.Popolare 18-11-20 5.5% sub	104,066	4,15	1.000
IT0004917842	Mediobanca AP-23 5.75% sub	113,097	3,77	1.000
IT0004645542	Mediobanca NV-20 5% sub	108,220	3,29	1.000
IT0004720436	Mediobanca 13-06-21 TV sub	106,363	3,42	1.000
IT0004457070	Ubi 13-03-19 TF/TV sub call	100,838	1,67	1.000
IT0004842370	Ubi 08-10-19 6% sub	106,161	3,12	1.000
IT0004497050	Ubi 30-06-19 TF/TV sub call	100,495	1,78	1.000
IT0004723489	Ubi 30-06-18 5.4% sub	104,765	2,90	600
IT0004767742	Ubi 18-11-18 TF/TV sub	98,099	1,57	1.000

FONTE: elaborazione su dati Skipper informatica

Secondo gli esperti soprattutto i subordinati sconteranno più rischio

Andrea Gennai

■ Inizia il conto alla rovescia per l'operatività del nuovo meccanismo di risoluzione delle crisi bancarie, il cosiddetto *bail in*, operativo da gennaio. Le nuove regole potrebbero avere delle ripercussioni sul mercato dei bond e in particolare sui rendimenti: è una conseguenza che è stata ancora poco studiata, ma che presto andrà al test del mercato. «Con i nuovi meccanismi di risoluzione delle crisi bancarie — spiega Giuseppe Bocuzzi, direttore generale del Fitd (Fondo di tutela dei depositi) e docente di Diritto dell'economia — in caso di *default*, i primi a pagare saranno gli azionisti e i titolari di prestiti subordinati, seguiti dagli obbligazionisti non garantiti. Sono esclusi i possessori di *covered bond* e i creditori garantiti, nonché i depositanti fino a 100.000 euro, che sono protetti dal Fondo interbancario. È quindi innegabile che questo nuovo meccanismo porterà a un aumento dei rendimenti, in particolare dei prestiti subordinati».

In caso di liquidazione, anche nel precedente quadro normativo, questi ultimi strumenti costituivano la categoria più rischiosa, ma con il nuovo sistema del *bail-in* il loro coinvolgimento nella copertura delle perdite viene anticipato, rispetto all'insolvenza, al momento in cui viene ufficialmente avviata la procedura di risoluzione della crisi. Quindi, anche in caso di risoluzione (ristrutturazione) i detentori di bond vedono aumentare i loro rischi.

«Le tipologie di obbligazioni e i relativi ammontari — continua Bocuzzi — che potranno essere penalizzati in caso di crisi bancarie, saranno inseriti nei piani di risoluzione predisposti dalle autorità per fronteggiare situazioni di insolvenza. Occorrerà, quindi, effettuare con maggiore attenzione le scelte di investimento in tali strumenti, che incorporano il rischio della banca: le variabili chiave sono la patrimonializzazione, la redditività e la liquidità. Nel nuovo contesto, le banche sono chiamate a fornire adeguate informazioni alla clientela».

Sulle obbligazioni subordinate non si è assistito a forti discese nell'ultimo periodo e il fattore greco al momento non sembra aver contagiato questo comparto di mercato. Nelle ultime sedute è stato soprattutto l'azionario a soffrire mentre sull'obbligazionario la presenza della Bce che acquista massicciamente tramite il programma di *quantitative easing* ha fatto da diga al mercato anche a questo segmento. Gli extra-rendimenti dei titoli subordinati non sono più così allettanti come in passato anche se, agendo con selettività, ci sono ancora emissioni interessanti.

«A livello storico — spiega Salvatore Gaziano, direttore investimenti SoldiExpertScf — i rendimenti di questo tipo di obbligazioni sono vicini ai minimi storici e da parte della nostra società abbiamo comunque deciso di operarci soprattutto tramite fondi specializzati piuttosto che tramite l'acquisto diretto per via degli alti lotti minimi nel caso di acquisto diretto di bond. Peraltro la possibilità di assistere nel prossimo futuro a un crescendo di emissioni di nuovi strumenti CoCo bond impone un maggior criterio selettivo sul tipo di subordinazione e sul rischio emittente: fattori che in questi anni di mercato obbligazionario "toro" sono stati pressoché dimenticati, ma che potrebbero tornare di maggiore attualità dal 2016 in poi con le nuove norme europee sul *bail in*».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

LA PAROLA CHIAVE

CoCo bond

Sta per *Convertible Contingent bond*. Si tratta in pratica di obbligazioni ibride convertibili che, in determinate condizioni, si trasformano in azioni, quindi in capitale della banca che li ha emessi, alleggerendone sostanzialmente l'esposizione debitoria. I CoCo bond sono dunque dei debiti che diventano capitale all'occorrenza, quando, per esempio, il *core tier 1 ratio*, il maggiore indicatore della solidità patrimoniale delle banche, scivola sotto una soglia prefissata.

Dalla Borsa confermano che non vi è frenata dei processi di quotazione

Vitaliano D'Angerio

■ Grecia e Cina. Prima ancora Russia-Ucraina e petrolio. Senza dimenticare il futuro rialzo dei tassi Usa. Tante le variabili che pesano sui mercati finanziari e, nello specifico, sul segmento dell'Ipo. In Europa, nel primo semestre 2015 fanno sapere da Banca Imi, il valore delle matricole è stato di 40 miliardi di dollari, il 20% in meno rispetto allo stesso periodo del 2014.

Qualche segnale di frenata dunque c'è. E in Italia? «Non vediamo un raffreddamento dei processi di quotazione. Non ci sono rallentamenti sulla *pipeline* dei collocamenti in Piazzaffari», ricorda Barbara Lunghi che in Borsa Italiana è la responsabile dei mercati per le pmi. Stessa manifestazione di ottimismo anche da parte di Marco Graffigna, responsabile *equity capital market* di Banca Imi, istituto presente in quasi tutti i principali collocamenti del 2015 (Ovs, Zanetti, Inwit, Aeroporti di Bologna): «Certo, sui mercati internazionali c'è stato un aumento di volatilità, ciò non toglie che in Italia vi sia una interessante *pipeline* di matricole in particolare nel settore immobiliare. Segnale tra l'altro il grande interesse sul mattone italiano da parte di investitori Usa e mediorientali». Eppure è proprio sul mattone in Borsa che vi sono state delle incertezze con lo stop alla quotazione di Domus Italia e qualche dubbio su quello di Sorgente Res (vedi il Sole24Ore del 7 luglio). «Per l'autunno — aggiunge Graffigna — ci sono altre operazioni e fra queste la più importante sarà quella di Poste Italiane. Dalla nostra prospettiva, guardiamo con relativa tranquillità ai prossimi mesi, nonostante la volatilità che ha interessato i mercati nell'ultimo periodo a causa del possibile rialzo dei tassi d'interesse americani, delle tensioni su Cina e Grecia e del calo delle *commodity*».

Fino a ora abbiamo parlato di Mta ovvero del segmento principale di Borsa Italiana. Sull'Aim, dedicato alle *small cap* italiane, sembra che invece non vi siano problemi. «Il processo di quotazione sull'Aim è molto snello, dieci giorni contro i due mesi previsti per l'Mta — spiega Lunghi —. Stiamo inoltre parlando di *small cap* a cui sono interessati principalmente investitori istituzionali specializzati che, in prospettiva, intendono tenere in portafoglio il titolo per un lungo periodo di tempo». In fase di premissione vi sono già Adre Hydropower e il broker Assiteca. In attesa dei prossimi collocamenti.

@vdangerio67

© RIPRODUZIONE RISERVATA

e Roe in %; valori 2014 da bilanci, valori 2015, 2016 attesi -e-

YIELD MEDIO (%)		PRICE/TANGIBLE BOOK				ROE (%)		
2015E	2016E	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E	
0,00	0,00	0,3	0,5	0,5	-23,06	-6,03	-2,43	
-	-	0,9	-	-	-	-	-	
4,03	4,14	8,1	7,2	6,6	34,98	37,62	33,02	
3,96	4,35	-	-	-	21,65	18,89	14,16	
0,00	0,71	0,3	0,4	0,4	-94,00	0,61	3,08	
1,63	2,84	0,8	0,8	0,7	0,76	3,89	5,53	
2,70	3,21	0,9	0,8	0,8	3,28	5,04	5,74	
2,47	2,47	0,8	0,8	0,7	-	7,45	6,72	
1,75	2,82	0,8	0,7	0,7	-23,41	4,30	5,03	
2,99	3,14	1,2	1,1	1,1	6,70	8,08	7,34	
1,78	2,92	0,7	0,6	0,6	-10,66	2,26	3,75	
2,81	3,35	1,0	0,9	0,8	4,63	6,93	7,35	
4,10	5,79	1,3	1,2	1,2	3,69	7,03	8,18	
2,17	2,98	0,8	0,7	0,7	1,79	3,44	4,44	
2,78	3,50	0,7	0,7	0,7	4,48	5,13	6,19	

FONTE: Factset

Banco Popolare

Tangible book in multipli, Rendimento del Tangible equity medio in %, valori a bilancio

BOOK VALUE		PRICE/TANGIBLE BOOK				REND. DEL TANGIBLE EQUITY MEDIO (%)				
2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E	
18,48	20,32	0,89	0,82	0,74	0,68	0,36	5,65	9,22	10,56	
60,74	62,09	1,60	1,38	1,28	1,25	12,82	11,70	11,46	11,73	
154,29	164,95	0,94	0,87	0,83	0,78	9,98	9,76	10,07	10,49	
30,32	31,40	0,62	0,58	0,56	0,54	4,81	4,97	5,05	5,31	
179,60	191,07	1,24	1,16	1,10	1,03	7,66	8,81	9,92	11,07	
9,96	10,67	16,62	1,22	1,32	1,23	6,10	7,38	9,40	10,90	
115,63	120,19	0,96	0,89	0,86	0,83	-1,06	6,61	8,57	9,64	
108,66	114,00	1,68	1,57	1,49	1,42	13,23	13,31	13,32	13,45	
87,96	94,77	1,58	1,56	1,45	1,34	9,84	12,74	14,31	14,15	
388,03	415,29	1,07	1,06	1,04	0,99	10,28	9,94	10,03	10,93	
569,01	600,70	1,42	1,01	0,96	0,91	6,45	8,56	9,55	10,37	
1.153,67	1.224,75	1,35	1,12	1,07	1,02	8,62	9,81	10,43	11,14	

FONTE: Deutsche Bank, valori all'8 luglio 2015