

18 aprile 2008 0:00

Banca MPS: Obbligazione subordinata tasso variabile. Rischio ben pagato?

di [Alessandro Pedone](#)



E' in emissione in questi giorni un prestito obbligazionario della Banca MPS emesso per un importo molto consistente: 2 miliardi di euro!

L'obbligazione paga una cedola semestrale a tasso variabile con uno spread del 2,5% rispetto all'Euribor. Una cedola allettante, almeno a prima vista.

Diciamo subito che noi sconsigliamo la sottoscrizione di questo titolo, ma la cosa importante e' che chi decide di sottoscriverla ne comprenda bene le caratteristiche.

Non si tratta, infatti, di una obbligazione come tutte le altre, bensì di uno strumento ibrido di patrimonializzazione. Uno strumento, insomma, che ha molto dell'obbligazione, ma anche qualcosa di un titolo azionario.

Per comprendere bene l'aspetto centrale del rischio riportiamo l'inizio dell'art. 9 del regolamento del prestito (invitiamo tutti a leggere per intero **almeno** il regolamento che si trova alla fine del prospetto informativo):

Le obbligazioni costituiscono "strumenti ibridi di patrimonializzazione" dell'Emittente, così classificate in base alle Nuove Disposizioni di Vigilanza Prudenziale per le Banche (circolare n. 263 del 27 Dicembre 2006 e relativi aggiornamenti) emesse dalla Banca d'Italia, in quanto:

(a) in caso di perdite di bilancio che determinino una diminuzione del capitale versato e delle riserve al di sotto del livello minimo di capitale previsto per l'autorizzazione dell'attività bancaria (Euro 6.300.000,00), le somme relative al capitale e agli interessi maturati possono essere utilizzate per far fronte alle perdite, al fine di consentire all'Emittente di continuare l'attività;

(b) in caso di andamenti negativi della gestione, il diritto alla remunerazione può essere sospeso nella misura necessaria ad evitare o limitare il più possibile l'insorgere di una perdita di esercizio;

Tecnicamente si tratta di una emissione subordinata di livello "upper tier II".

Le obbligazioni bancarie si distinguono nelle seguenti categorie partendo dal rischio più basso:

senior

tier 3

lower tier 2

upper tier 2

tier 1

In caso di default dell'emittente vengono prima pagate le obbligazioni senior, poi quelle tier 3, poi quelle tier 2 e poi quelle tier 1. Ovviamente, se non c'è capitale sufficiente (ed in caso di default la cosa è altamente probabile) gli obbligazionisti di livello inferiore non vedrebbero un euro.

All'interno del tier 2 si distinguono i titoli lower e upper. In caso di default vengono considerati entrambi obbligazionisti di pari livello, ma c'è una differenza: i titoli "upper tier 2" sono obbligazioni che prevedono anche la possibilità di differire il pagamento degli interessi nel caso di profitti insufficienti o di sospensione del pagamento dei dividendi sulle azioni ordinarie. Il rimborso alla scadenza del prestito è subordinato al nulla osta dell'organo di vigilanza. In caso di perdite che riducano il capitale sociale e le riserve al di sotto del minimo previsto, le somme verranno utilizzate per coprire le perdite. In caso di perdite nel corso dell'esercizio, è prevista la sospensione della remunerazione, ma gli interessi sono cumulabili.

In sostanza, quindi, in caso di andamento molto negativo della Banca il **rimborso del CAPITALE ed il pagamento**

delle cedole puo' essere sospeso senza che questo implichi il default della banca. Lo scopo di questi strumenti e' quello di consentire un indebitamento "flessibile". In sostanza non si diventa soci della banca, ma neppure semplici obbligazionisti. Si tratta di strumenti che possono essere valutati anche positivamente all'interno di un portafoglio molto diversificato a condizione che il rischio sia ben remunerato, certamente molto di piu' di una normale obbligazione bancaria.

Il punto, infatti, e' tutto qui: lo spread del 2,5% rispetto all'Euribor e' sufficiente?

C'e' da considerare che MPS ha acquistato Antonveneta ad un prezzo alto e (soprattutto) senza averne i soldi, il tutto proprio in un momento in cui i soldi, alle banche in generale, costano davvero molto!

MPS spende circa 9 miliardi di euro per Antonveneta e ne chiede al mercato 10 fra aumento di capitale, vendita dei propri asset e due prestiti obbligazionari di cui uno convertibile in azioni, riservato ad una controparte istituzionale, con uno spread quasi doppio rispetto a quello che MPS offre ai propri clienti. Gia' queste poche informazioni fanno capire che in questo momento il rischio che gli investitori professionali associano a MPS non e' trascurabile.

Una obbligazione gia' emessa da MPS (ISIN: XS0238916620) scadente sempre nel 2018 subordinata, ma **Lower Tier II** (non Upper Tier II), quindi con un livello di subordinazione migliore rispetto a quella di cui stiamo parlando, viene scambiata sul mercato a circa 95 centesimi. Il rendimento di questa obbligazione è paragonabile a quella di cui stiamo parlando (che viene emessa a 100 centesimi, cioè alla pari) ma, acquistandola a circa 95, nel caso in cui la banca migliori la sua situazione il prezzo dell'obbligazione tornerebbe intorno a 100 rapidamente (fra l'altro c'è una call nel 2013) e quindi si potrebbe realizzare un extrarendimento notevole.

In ogni caso si evita il rischio di sospensione di pagamento del capitale e degli interessi (e non e' poco).

La quotazione del titolo XS0238916620 dimostra che il tasso Euribor+2,5% non e' premiante rispetto al rischio aggiuntivo che questo titolo implica.

Un secondo aspetto rilevante riguarda il rischio **liquidita'**.

A tal proposito il prospetto ricorda che non e' prevista la quotazione del titolo nei mercati regolamentati (e non). E' prevista solo la negoziazione nel sistema di scambi organizzati (oggi si chiama sistema multilaterale di negoziazione) della stessa banca.

Sempre nel prospetto, si indica l'impegno a prezzare il titolo applicando sempre alla curva dei tassi uno spread di 250 punti base ma che tale impegno non puo' essere garantito a causa del limite del 10% al riacquisto.

In sostanza se tutti volessero vendere prezzandole 250 punti base, ma nessuno volesse acquistarle (sempre prezzando le obbligazioni a 250 punti base) allora dovrebbero intervenire altri operatori e si dovrebbe fare il prezzo di mercato...

Forse, a quel punto, si potrebbe anche valutare l'acquisto dell'obbligazione ai tassi di mercato...

In conclusione, un portafoglio di titoli obbligazionari bancari quotati sul mercato e ben diversificato puo' offrire un rendimento in linea con quello offerto da questa obbligazione diminuendo i rischi. Ci sentiamo, quindi, di sconsigliare di sottoscrivere questo titolo.