13 febbraio 2013 14:42

Il caso SNS Bank: le conseguenze sulle obbligazioni subordinate

di Alessandro Pedone

Il 1 Febbraio scorso è accaduto qualcosa che molti investitori, anche esperti, non avevano mai preso in considerazione. Uno stato appartenente all'area Euro ha espropriato non solo le azioni di una banca in difficoltà (cosa più che legittima) ma anche **tutte** le obbligazioni **subordinate** (1). Mi riferisco al caso della SNS Bank che non ha avuto un grande rilievo nella stampa, ma che comunque ha interessato migliaia di investitori italiani.
I lettori più attenti di Aduc Investire Informati sanno che le obbligazioni – anche quelle emesse da uno stesso emittente – non sono tutte uguali in termini di rischio ed anche fra le obbligazioni subordinate ci sono diversi gradi di rischio. Le obbligazioni bancarie si distinguono nelle seguenti categorie partendo dal rischio più basso:

- senior
- subordinate tier 3
- subordinate lower tier 2
- subordinate upper tier 2
- subordinate tier 1

In caso di default dell'emittente, vengono prima rimborsate le senior e poi via via le altre. E' ovvio che se non c'è capitale a sufficienza (ed in caso di default è certo che non vi sia) le subordinate non verrebbero rimborsate per niente o pochissimo. Le subordinate tier 2 si dividono in due categorie anche se in caso di default verrebbero considerate di pari livello ai fini del rimborso. La differenza è che le upper tier 2 possono anche prevedere, in alcuni casi, la sospensione del pagamento della cedola ed anche del capitale. I tier 1, poi, sono strumenti più assimilabili ad un'azione che ad un'obbligazione.

Come si può vedere c'è molta varietà. Un'obbligazione subordinata tier 3 od anche lower tier 2 dovrebbe presentare rischi sensibilmente diversi solo in caso effettiva insolvenza dell'emittente.

Da un po' di tempo, però, in Europa tira una bruttissima aria per gli obbligazionisti subordinati.

Già a luglio del 2011 il Governo Irlandese propose una ristrutturazione capestro agli obbligazioni subordinati non facendo sostanziali distinzioni. Pochi giorni fa, l'Olanda ha fatto peggio: ha direttamente espropriato questi obbligazionisti che adesso rischiano seriamente di non avere un euro in cambio.

La cosa grave è che a livello di Commissione Europea non si sono levate voci di dissenso contro il Governo irlandese prima e olandese oggi. Anzi, il governo Irlandese ha incassato pure gli elogi dei burocrati europei per aver coinvolto anche gli obbligazionisti nella ristrutturazione della banca.

Circa un anno fa l'Olanda (che viene dalla nazionalizzazione di altre banche, con costi per i contribuenti notevoli) aveva fatto un'apposita legge che le ha permesso di fare quello che ha fatto. In Italia, ad oggi, non sarebbe possibile, ma l'aria che tira in tutta Europa è quella di considerare gli obbligazionisti subordinati come una sorta di “azionisti di serie b”. Partecipano al rischio di capitale se le cose vanno molto male e lo stato ci deve mettere i soldi, ma non hanno i guadagni che potenzialmente possono avere gli azionisti nel caso in cui la banca vada bene.

Come Aduc seguiremo da vicino il caso SNS Bank per capire se ci sono ragionevoli speranze per ottenere almeno un parziale risarcimento dal governo olandese.

Allo stato dei fatti, un gruppo di investitori ha proposto opposizione al decreto di esproprio. Non ci sono molte

speranze che questa venga accolta ed il prossimo passo sarà la fissazione del corrispettivo per l'esproprio. Il ministro delle finanze ha proposto che il corrispettivo sia pari a zero sia per le azioni sia per tutte le obbligazioni subordinate. Se questo verrà confermato ufficialmente si potrà fare opposizione anche a questa determinazione e questa volta con argomenti più pregnanti sia in sede nazionale sia in sede europea.

Se l'Europa continuerà ad avere questo atteggiamento verso gli obbligazionisti subordinati (non facendo distinzione alcuna fra i vari gradi di subordinazione) ci sembra evidente che non avrà più alcun senso continuare ad investire in questi strumenti. Questo ci dimostra ancora una volta, se ce ne fosse bisogno, come in finanza tutto sia aleatorio. Anche quando ci sono regolamenti e prospetti informativi che indicano chiaramente le tipologie di rischio che l'investitore si assume, le cose possono sempre e comunque cambiare nel tempo. Per questo la prudenza è il primo concetto dal quale partire e per questo è fondamentale non investire su un singolo titolo obbligazionario emesso da un'azienda, qualunque essa sia, più di un 2-3% del proprio portafoglio.

Nel caso delle obbligazioni subordinate, se l'orientamento comunitario rimane questo, probabilmente non sarà più una tipologia di strumento finanziario da prendere in considerazione.

(1) Per la precisione, le obbligazioni oggetto di esproprio sono quelle con i seguenti codici ISIN: XS0310904155; XS0382843802; XS0468954523; XS0172565482; XS0552743048; XS0363514893.