19 dicembre 2016 12:49

MPS. Aderire o non aderire alla conversione delle obbligazioni subordinate in azioni?

di Alessandro Pedone



La CONSOB ed il Governo, ancora una volta, stanno dimostrando di non essere seriamente interessati a tutelare i piccoli investitori esponendoli ad una scelta estremamente complessa ed incerta senza, per altro, fornirgli tutte le informazioni indispensabili per poterla effettuare in modo consapevole.
Con questo articolo cerchiamo di sintetizzare le valutazioni chiave che devono essere ben presenti agli investitori prima di scegliere. Almeno sulla base delle informazioni ad oggi disponibili.

Ricapitoliamo la vicenda

La Banca MPS necessita di un aumento di capitale di 5 miliardi perché ha troppi crediti in sofferenza di cui si deve sbarazzare creando così un buco di bilancio.
Questo buco dovrà essere coperto dall'aumento di capitale.
Il 17 Novembre scorso la banca ha deciso l'aumento di capitale e la conversione volontaria delle obbligazioni subordinate in azioni. In quel momento l'Aduc aveva proposto un servizio di consulenza individuale ai piccoli obbligazionisti (http://investire.aduc.it/articolo/mps+propone+conversione+azioni+dei+bond+subordinati_25154.php) per poter valutare, in base al loro profilo di rischio, se fosse opportuno o meno aderire.
Spiegammo, in quell'articolo (http://investire.aduc.it/articolo/mps+propone+conversione+azioni+dei+bond+subordinati_25154.php), che si trattava di un classico caso di “dilemma del prigioniero” ovvero una situazione, studiata nella teoria dei giochi, nella quale la convenienza individuale diverge dalla convenienza del gruppo: se tutti si comportassero seguendo la convenienza individuale tutti ricadrebbero nello scenario peggiore.
Il 28 novembre la banca lancia l'offerta di cambio, ma la Consob – giustamente – verificato che la grande maggioranza dei privati possessori delle obbligazioni non ha il profilo di rischio per poter sottoscrivere le azioni vieta alla banca di fare una sollecitazione all'investimento attraverso le chiamate dalla filiale dei clienti. Questo accade poiché facendo le chiamate si ricadrebbe nella consulenza e la consulenza prevede che la banca debba verificare l'adeguatezza della proposta con il profilo di rischio del cliente.
L'operazione, quindi, raccoglie solo le adesioni degli istituzionali, circa un miliardo di euro.
In quel frangente la banca contava in un allungamento dei tempi per l'aumento di capitale, ma la Banca Centrale Europea nega la proroga ed il tutto va fatto entro fine anno.
Nel frattempo si forma il nuovo Governo (con il Ministero chiave, per questa vicenda, che resta lo stesso) il quale fa trapelare che in caso di fallimento dell'aumento di capitale è pronto ad intervenire. Dalla stampa si apprende, in modo del tutto incerto, che il 22 Dicembre dovrebbe essere emanato un decreto legge il quale prevedrebbe la possibilità di salvare le banche in difficoltà attraverso un fondo pari a 15 milioni di euro disponibili di liquidità per entrare a far parte del capitale sociale delle banche in difficoltà e 80 milioni di euro di garanzia per emissione di strumenti finanziari.
La banca tenta in extremis la strada dell'aumento di capitale privato e chiede, ed ottiene (incredibilmente!) dalla CONSOB la possibilità di estendere l'offerta anche agli investitori che non hanno il profilo di rischio adeguato facendogli firmare la finzione giuridica che l'operazione sarebbe svolta “su iniziativa del cliente”, sebbene sia del tutto evidente che l'informazione e la sollecitazione sia stata fatta attraverso le telefonate delle filiali.
Giunti a questo punto i piccoli obbligazionisti devono scegliere, non avendo però informazioni sufficienti, su cosa potrà effettivamente accadere in futuro nei vari scenari.

Il nodo finanziario della scelta

Cerchiamo di chiarire, nel modo più semplice possibile, cosa significa convertire in azioni le obbligazioni.

La differenza centrale fra essere obbligazionisti ed azioni è che le obbligazioni hanno una **data di scadenza** alla quale, se la banca è solvente, si rientra in possesso di una somma **predeterminata** di denaro, poiché rappresentano un prestito che il sottoscrittore ha fatto alla banca. Chi possiede azioni, invece, diventa socio della banca e non c'è una data di "scadenza" né, tantomeno, un prezzo prefissato al quale potrà vendere le azioni in futuro.
Il valore di queste azioni, quindi, dipende dall'andamento della banca.
Nel caso delle azioni bancarie, uno dei nodi centrali che possono far scendere il prezzo è determinato dai crediti in sofferenza, ovvero dai soldi che la banca ha prestato e che il debitore non è più in grado di restituire.
Nel caso di MPS, la ragione principale che ha portato le azioni a perdere praticamente tutto il loro valore ed a bruciare già una serie di precedenti aumenti di capitale sono stati proprio questi crediti in sofferenza che dovrebbero essere ceduti contestualmente all'intera operazione che oggi si propone.
In teoria, quindi, leggendo solo i numeri che sono scritti nelle informazioni oggi rilasciate dalla banca, l'operazione di conversione delle azioni potrebbe apparire perfino allettante.
Con un aumento di capitale di 5 Miliardi, i sottoscrittori, diventano proprietari di una banca che non ha più 27 miliardi di crediti deteriorati (così detti NPL, i quali verrebbero ceduti) e che mantiene asset per circa 7 miliardi.
Ricordiamo che MPS è una banca il cui patrimonio netto è positivo e guadagna dalla gestione ordinaria. Si tratterebbe, quindi, di un'operazione potenzialmente positiva.
Perché, allora, non c'è la fila a sottoscrivere questo aumento di capitale?
Fra le decine di pagine (scritte fra l'altro con varie correzioni e cancellazioni!) che i clienti che aderiscono all'operazione firmano di aver letto e compreso c'è una parte molto sibillina che dice quanto segue:

> "*il Nuovo Piano Industriale non considera gli impatti negativi che potrebbero derivare dall'**ispezione in corso da parte di BCE**, non essendo noti allo stato i relativi esiti (cfr.successivo punto 10) nonché i possibili effetti che derivino dall'eventuale mancato rispetto delle condizioni alle quali sono subordinate le autorizzazioni concesse da BCE nell'ambito dell'Operazione.*"

Di cosa si tratta? Secondo la comunicazione della stessa banca: "*l'ispezione ha per oggetto l'esame della quasi totalità del portafoglio, alla data del 31 dicembre 2015, e si concentra, secondo quanto comunicato alla Banca dalla BCE, su **classificazione del rischio** di credito per **l'intero** portafoglio crediti del Gruppo BMPS; **accantonamenti** effettuati in relazione a detto portafoglio; revisione dei valori dei collaterali inerenti le esposizioni non performing; controlli di primo, secondo e terzo livello relativi alla valutazione del rischio di credito. Nell'ambito dell'ispezione è in corso una credit file review inerente alcune posizioni creditizie oggetto di specifico approfondimento da parte dell'Autorità di vigilanza*".

In sostanza si vuole verificare se i crediti considerati *in bonis* siano effettivamente tali oppure se siano dei crediti in sofferenza mascherati dalla concessione di ulteriori finanziamenti serviti a pagare i vecchi finanziamenti che non potevano essere saldati diversamente.

Gli esiti di questa ispezione si conosceranno solo l'anno prossimo. Da questa ispezione potrebbe risultare che la banca deve fare ulteriori svalutazioni per coprire rischi che, fino ad oggi, non erano presenti nei bilanci ufficiali. A quanto ammonteranno queste svalutazioni? Nessuno, al momento, può dirlo. Questo è il nodo centrale, dal punto di vista strettamente finanziario, della scelta a cui oggi sono chiamati decine di migliaia di piccoli risparmiatori i quali non hanno minimamente le competenze per poter fare una scelta del genere.

Cosa succede se non aderisco?
Iniziamo adesso con il valutare l'opzione di non aderire all'offerta. Cosa può accadere?
Tutto dipende dall'esito finale dell'intera operazione. Se l'aumento di capitale entro fine anno va in porto allora la scelta sarà stata quella ottimale perché non si aumentano i rischi e ci si ritrova con un'obbligazione la quale, con tutta probabilità, a scadenza verrà rimborsata.
Ma cosa accade se l'intera operazione non andrà in porto? Qui sta la principale incognita, non finanziaria, della questione. Al momento ci sono solo ipotesi, non documenti dai quali trarre informazioni puntuali. Si ipotizza che lo Stato metterà i soldi e, in ragione della direttiva comunitaria BRRD che impone agli Stati membri che mettono soldi in soccorso delle banche di far partecipare anche alcune categorie di capitali privati, obbligherà la conversione forzosa delle obbligazioni subordinate in azioni ma non più alle condizioni proposte dalla banca (che sono favorevoli rispetto ai prezzi attuali di mercato) bensì a condizioni peggiori. Parallelamente, però, lo Stato dovrebbe

prevedere delle forme di risarcimento per i piccoli investitori.
Si tratta, come si può vedere, di frasi con tanti condizionali e ipotesi incerte.
E' una vergogna che il Governo non renda nota in questa fase quali siano le sue determinazioni.
Al momento, quindi, l'investitore dovrà scegliere sulla base di voci di stampa...

Cosa succede se aderisco?
Anche in questo caso tutto dipende al successo o meno dell'intera iniziativa.
Se l'aumento fallirà (quindi se molti altri non avranno aderito e noi sì), allora ci ritroveremo esattamente nelle stesse condizioni in cui saremmo stati se non avessimo aderito. Da questo punto di vista, quindi, se accettiamo i rischi connessi all'adesione, aderire è comunque vantaggioso anche rispetto all'ipotesi in cui l'operazione fallisca, perché in questa ipotesi non ci ritroveremmo in una situazione peggiorativa (come sarebbe stato se avessero accettato conversioni anche parziali).
Se l'operazione va in porto, però, gli obbligazionisti si ritroveranno da gennaio 2017 con le azioni in mano le quali saranno esposte alle oscillazioni di mercato tipiche della azioni.
Quale sarà il prezzo di mercato? Superiore o inferiore?
Ci sarà la corsa degli ex-obbligazionisti a liquidare l'investimento, spingendo quindi i prezzi al ribasso, oppure ci sarà euforia per il successo inatteso dell'operazione?
Quando usciranno le informazioni sull'indagine della Banca Centrale Europea? Aspetteranno un po' di tempo dando agli ex-obbligazionisti il tempo per liquidare le azioni?
Come saranno queste informazioni? Solo bruttine oppure molto negative?
Sono tutte incognite alle quali non è possibile dare risposte ragionevolmente certe.
Qualora i prezzi delle azioni, post aumento di capitale, rimanessero tendenzialmente stabili (tanto meglio se aumentassero), gli obbligazionisti potrebbero, in sostanza, liquidare subito la posizione senza rimettere nulla o quasi (dipende da quanto stabili rimangono).
Qualora i prezzi delle azioni iniziassero a scendere (magari per voci incontrollate) allora potrebbero rimetterci anche molti soldi.
C'è anche l'ipotesi che le azioni inizino a salire, magari sulla base del fatto che il provvedimento previsto del Governo possa portare buone sorprese per l'intero sistema bancario ed il clima di sfiducia che fino a poco tempo prima aleggiava sull'intero settore cambi bruscamente.
Non è affatto detto che aderire significhi rimetterci tanti soldi. E' sicuramente una possibilità, ma sarebbe scorretto far passare la tesi che tutti gli oltre 40 mila obbligazionisti subordinati MPS siano sul'orlo di veder volatilizzarsi i propri soldi: non è così.

E quindi?
In ultima analisi, la scelta fra aderire e non aderire dipende dalle caratteristiche del singolo investitore e non è possibile dare un'indicazione valida per tutti. Dipende anche, molto, dal peso che hanno queste obbligazioni sul complesso dei nostri investimenti finanziari.
Dipende, inoltre, dalle nostre aspettative sia sull'esito dell'intera operazione, sia sulla qualità dei crediti classificati come “in bonis” dalla banca e sotto revisione dalla Banca Centrale Europea.
Se si è piccoli investitori e si confida nel fatto che il provvedimento del Governo preveda un congruo risarcimento e non si vogliano azioni in portafoglio allora conviene non aderire. Se si ha dimestichezza con l'investimento azionario e la quota di queste obbligazioni sul complesso dell'investimento non è molto significativa e, ripetiamo, si è ottimisti sia sull'esito dell'intera operazione, sia sulla qualità dei crediti classificati come “in bonis” dalla banca e sotto revisione dalla Banca Centrale Europea, allora la scelta di aderire è sicuramente molto logica (anche se gli esiti, come per tutti gli investimenti azionari, sono per definizione incerti).

Scenario probabile
A noi di Aduc le cose piace dirle prima.
Già all'emissione della famosa obbligazione subordinata nel 2008, la causa di tutta la questione di cui ci stiamo occupati, scrivemmo a chiarissime lettere che l'obbligazione era sconsigliabile (a questo indirizzo (http://investire.aduc.it/articolo/banca+mps+obbligazione+subordinata+tasso+variabile_13562.php) si può leggere l'intero articolo che iniziava con la frase: “*Diciamo subito che noi sconsigliamo la sottoscrizione di questo titolo*”).
Nel contesto attuale riteniamo che le probabilità che la Banca riesca a completare l'intera operazione di aumento di capitale entro la fine dell'anno sono scarse.
A noi sembra che l'intera operazione sia congegnata per dimostrare che la banca ha fatto tutto (ma proprio tutto!)

quello che era possibile per ricorrere al mercato, senza successo, e quindi serve l'aiuto di Stato. Riuscire a convincere 40 mila clienti in pratica in tre giorni di lavoro ci sembra di fatto impossibile. Non vorremmo sapere (ma lo sapremo, perché i risparmiatori ce lo diranno) le sciocchezze che racconteranno in filiale nello spiegare perché dovrebbero convertire le obbligazioni.
Vedremo Giovedì quanti privati l'avranno fatto.

Noi continueremo a chiedere al Governo di informare i risparmiatori immediatamente circa le condizioni alle quali saranno sottoposti in caso di insuccesso dell'aumento di capitale.
Speriamo che il Governo non solo risponda, ma anche che abbia predisposto il provvedimento avendo imparato dalle enormi figuracce fatte a seguito del “Salvabanche” emanato l'anno scorso.