

# Bond con più appeal

Castelli (Banor Capital) è positivo sulle obbligazioni emesse dalle banche italiane. E investirci attraverso un fondo oggi è la strada da preferire

di **Francesca Vercesi**

**I**n Italia, secondo i dati di Bloomberg, ci sono 83,9 miliardi di euro in obbligazioni bancarie subordinate. Un grande aiuto è arrivato dal fondo Atlante, strumento che ha dato una boccata d'ossigeno a due istituti italiani dal fiato corto: la Popolare di Vicenza e Veneto Banca. Mentre anche Mps ne beneficia, in termini prospettici. Come valutare dunque e quale spazio dare ai titoli bancari? Ecco le indicazioni di Francesco Castelli, gestore di Banor Capital ed esperto del settore.

**Domanda. La gran parte del debito subordinato delle banche più in crisi, con il decreto di novembre sul bail-in, è arrivata in alcuni casi al 50% del valore. Senza il fondo, la Popolare di Vicenza sarebbe stata il primo caso di bail-in italiano. È tutto merito di Atlante?**

**Risposta.** Atlante ha svolto un ruolo importante, dimostrando la capacità di mobilitazione e le risorse nascoste del sistema bancario. Atlante ha soccorso un istituto in seria difficoltà, evitando la messa in risoluzione della banca stessa. Già a novembre il pubblico italiano aveva pagato il suo tributo nelle quattro banche poste in risoluzione. In quel caso però, oltre all'azzeramento degli azionisti, il bail-in si era fermato ai soli debiti subordinati, comunque più di 800 milioni. Da gennaio 2016, invece, in virtù della nuova normativa europea sulle risoluzioni bancarie, la Brrd, è possibile che siano sottoposti a bail-in anche i creditori senior e questo potrebbe essere stato il destino di Vicenza se l'aumento di capitale non si fosse completato.

**D. Se un fondo si fa garante del capitale che serve a queste banche, va da sé che i bond subordinati non verranno toccati. Ma al retail consiglierebbe di acquistare debito subordinato, ovviamente attraverso un fondo, e quanto dovrebbe essere il peso in portafoglio?**

**R.** Atlante ha, nel breve periodo, ridotto il rischio di insolvenza delle banche italiane. D'altra parte, sappiamo anche che il fondo di dotazione iniziale si sta esaurendo a una velocità preoccupante, tanto che già si parla di rafforzamento del capitale del fondo. In sintesi, Atlante ha dato una boccata d'ossigeno ma non ha la forza di erogare una garanzia sistemica. In generale, riteniamo che le obbligazioni subordinate siano una buona opportunità di diversificazione in un portafoglio a reddito fisso dove possono arrivare a un 10-15% dell'allocazione complessiva. Tuttavia, in un settore così complesso è meglio evitare il fai-da-te, e in questo senso va anche la tendenza regolamentare di Consob, che spinge per una riduzione al minimo della distribuzione di tali prodotti sul retail. La nostra società inserisce tali titoli sia nelle gestioni individuali sia nei comparti di sicav.

**D. Su quali banche si sente di essere positivo oggi?**

**R.** In generale, siamo positivi sul debito emesso dal sistema bancario italiano, ritenendo improbabile il ripetersi di episodi di risoluzione su larga scala come quelli avvenuti a novembre. Per lo stesso motivo, siamo spesso investiti in titoli subordinati. L'allocazione per emittente è coerente alla solidità della banca: su un nome molto affidabile come

Intesa, siamo disposti ad affrontare anche il rischio di titoli molto subordinati (come i famosi CoCos tecnicamente definiti Additional Tier 1, ndr). Su altri nomi come Ubi e Unicredit, caratterizzati da rating inferiori, troviamo comunque buone opportunità tra i Lower Tier 2, dove la subordinazione è minore.

**D. Come giudica il nuovo impianto normativo?**

**R.** I subordinati hanno subito forti ribassi a inizio anno in tutta Europa, per l'effetto di varie iniziative regolamentari, tutte di natura restrittiva. L'Italia ha reagito in maniera sproporzionatamente negativa per l'alta esposizione ai crediti deteriorati che rende le nostre banche più fragili e per l'impatto psicologico derivante dalla risoluzione delle quattro banche. Purtroppo l'impressione è che in sede Ue sia stata richiesta un'applicazione stringente della normativa. Ex-post, la Brrd appare come una direttiva eccessivamente inflessibile: punta a proteggere i contribuenti, ma propone una ricetta che, alle prime applicazioni, non ha dato i frutti sperati, anzi: pensata per stabilizzare il sistema, ha finora prodotto molta confusione e maggiore volatilità. (riproduzione riservata)



Francesco  
Castelli