

# Chi vince e chi perde nell'operazione Ubs-Credit Suisse

**R** [repubblica.it/economia/2023/03/20/news/chi\\_ha\\_vinto\\_e\\_chi\\_ha\\_perso\\_nelloperazione\\_ubscredit\\_suisse-393003855](https://www.repubblica.it/economia/2023/03/20/news/chi_ha_vinto_e_chi_ha_perso_nelloperazione_ubscredit_suisse-393003855)

20 marzo 2023

Milano - Il primo verdetto del mercato sul matrimonio forzato tra Ubs e Credit Suisse è sicuramente favorevole alla prima. E la quotazione lo dimostra, **dopo essere scesa inizialmente del 9% il titolo Ubs è risalito e ha chiuso con un rialzo dell'1,26%**. Mentre le azioni Credit Suisse sono crollate in un primo momento del 63% per poi assestarsi a meno 55,7%, un valore poco superiore ai 3 miliardi di franchi stabilito per la sua acquisizione. **Lo stesso calo, meno 55,74% è toccato ai bond subordinati del Credit Suisse denominati At1, alimentando lo sconcerto degli operatori.**

## UBS VINCE SU TUTTI I FRONTI

Ubs è stata nettamente favorita nell'operazione sia dal sostegno pubblico che ha ricevuto, sia nelle condizioni spuntate dato che doveva accollarsi al buio gli attivi di una banca rivale. Ha ottenuto un prezzo che è meno della metà del valore di Borsa dopo i rovesci della scorsa settimana, 3 miliardi contro gli 8 della capitalizzazione. **Ha ottenuto 9 miliardi di franchi di garanzie pubbliche per future perdite e cause legali se supereranno i 5 miliardi, 100 miliardi di linee di credito di liquidità a tassi favorevoli.**

Ma soprattutto ha ottenuto di poter tenere per sé la banca svizzera del Credit Suisse, cioè la banca commerciale, profittevole, grazie a un provvedimento della Finma che dice che la stabilità finanziaria è un obiettivo che va oltre le regole antitrust. **Sul mercato svizzero del credito, dunque, si avrà una concentrazione di sportelli che avrà il sapore del quasi monopolio, e dunque ciò si tradurrà in maggiori utili per la futura banca unita.** E di questo fatto gli investitori di Borsa hanno preso contezza facendo salire la quotazione del titolo.

"Ubs ha fatto l'affare della vita. Mai nella storia una banca ha aumentato il proprio Nav del 70% in una notte. Questo sarà molto positivo per tutti gli stakeholder di Ubs", ha detto Davide Serra, fondatore del gestore di patrimoni Algebris.

Inoltre Ubs ha potuto beneficiare anche di una corsia preferenziale per l'approvazione dell'operazione, senza passare dall'assemblea dei soci, che avrebbe impiegato sei settimane, ma viene decisa con un colpo di bacchetta magica (una modifica della legge nella notte) dalle autorità elvetiche in nome della stabilità dei mercati.

## GLI AZIONISTI CREDIT SUISSE A FONDO

Il valore dell'equity di Credit Suisse si è ridotto a soli 3 miliardi, 0,5 centesimi contro i 4,5 franchi che valeva solo a fine ottobre, quando si è cominciato a parlare di aumento di capitale. A registrare le maggiori perdite sono, in questo caso, gli investitori della Saudi National Bank e della Qatar Investment Authority: i primi hanno investito al prezzo di

3,82 per acquisire fino al 9,9% del capitale attraverso l'aumento da 4,3 miliardi varato il 22 novembre scorso; i secondi hanno aumentato la loro presenza dal 5,57% al 6,87% a gennaio quando il titolo veleggiava intorno a 3,1 franchi.

## GLI OBBLIGAZIONISTI SUBORDINATI SPAZZATI VIA DALLE AUTORITÀ

A inizio seduta i titoli che hanno sofferto di più andando quasi fino a zero sono stati i 16 miliardi di bond At1, che sta per Additional Tier1, cioè bond che non vengono per primi nella gerarchia del rimborso. **Questi bond, nella soluzione congegnata dalla Banca nazionale svizzera, sono stati coinvolti nelle perdite legate al salvataggio di Credit Suisse e sono stati praticamente "spazzati via"**. La cosa ha immediatamente provocato nuove turbolenze sui mercati e polemiche tra gli investitori, che hanno interpretato la mossa come un aggiramento delle regole in vigore in Europa sulle crisi bancarie. Tali regole, introdotte nel 2016 con la direttiva sul "bail in", descrivono una precisa gerarchia degli strumenti finanziari chiamati a rispondere delle perdite degli istituti: le azioni vengono al primo posto, e solo se il capitale azionario non basta sono coinvolti i prestiti subordinati, a partire proprio dagli At1, che sono i più rischiosi (e quindi redditizi) perché sottoposti a ristrette clausole per la remunerazione, e passibili di trasformazione automatica in azioni in certe condizioni.

La legge svizzera, invece, prevede regole diverse e queste erano esplicitamente indicate nei prospetti informativi dei bond in questione. In base alla clausola "Point of Non Viability" è indicato **che in caso di finanziamento pubblico alla banca, come in effetti sono le garanzie da 9 miliardi fornite dal governo, la Finma, cioè l'autorità che regola i mercati, può decidere arbitrariamente cosa fare di questi bond**. E la Finma nel caso specifico del Credit Suisse ha deciso di sacrificarli per rendere più attraente l'operazione per Ubs e anche per non gravare ulteriormente sul contribuente svizzero. Sacrificando così gli investitori istituzionali che avevano investito in quei titoli che ora non valgono più nulla, forse scordando che i maggiori sottoscrittori di quei bond At1, parte cospicua di un mercato europeo stimato in 250 miliardi di euro, sono gli investitori professionali di tutta Europa: che difatti si sono svegliati con la brutta notizia e sono corsi a vendere bond e azioni bancarie.

Visto lo scompiglio creato sul mercato da questa decisione, **le autorità europee hanno ritenuto di dover chiarire la situazione con una nota congiunta di Bce, Eba e Fondo di risoluzione (Srb)**, ribadendo che in caso di risoluzione "i primi a dover essere colpiti da perdite sono gli azionisti e solo dopo il loro pieno utilizzo sarebbe necessario procedere alla svalutazione degli strumenti Additional tier 1", ribadendo che "gli At1 sono e rimarranno un'importante componente della struttura del capitale delle banche europee".

## LA MANO VISIBILE DELLO STATO SVIZZERO

Il ministro delle Finanze svizzero ha annunciato domenica sera che quella tra Ubs e Credit Suisse è un'operazione tra privati, di mercato, senza intervento statale che impiega i soldi dei contribuenti. In realtà non è proprio così, la mano pubblica si è sentita eccome.

E' vero che lo Stato non è entrato direttamente nel capitale del Credit Suisse, ma **"ha decretato che 16 miliardi di bond non fossero recuperabili, ha messo a disposizione liquidità per 100 miliardi di franchi a costi minimi, ha garantito 9 miliardi di possibili perdite"**, osserva Francesco Castelli, responsabile fixed income di **Banor Capital**, **"mi pare un forte intervento di matrice pubblica"**. Ora è possibile prevedere che ci possa essere una forte spinta affinché queste regole in vigore in Svizzera siano riviste, altrimenti diventerà difficile, su questo mercato, trovare futuri investitori per i bond subordinati.