

# BOND DEXIA DI NUOVO SULLE MONTAGNE RUSSE. ANZI GRECHE. CHE ACCADE?

4 ottobre 2011 By [Salvatore Gaziano](#) [Lascia un commento](#)

Qualche mese fa avevamo parlato diffusamente su MoneyReport.it di [Dexia Crediop](#) e della controllante Dexia, [intervistando](#) anche il direttore finanziario della controllata italiana, Stefano Catalano. Ma il caso Dexia resta sempre d'attualità come dimostrano le ultime notizie che arrivano da Bruxelles e dintorni in questi giorni. Ed eravamo stati facili profeti a scrivere allora che "essere possessori di obbligazioni Dexia garantisce sempre emozioni forti".



Nel giro di pochi giorni sono arrivate, infatti, sul mercato una serie di notizie che hanno di nuovo riportato i riflettori sulla capogruppo franco-belga Dexia e le difficoltà passate che si trova a gestire aggravate dalla difficile situazione del credito e dei debiti sovrani. Ma partiamo con gli ultimi eventi. Ieri è arrivata, infatti, la notizia che la società di rating Moody's ha dichiarato l'intenzione di abbassare il rating del gruppo bancario franco-belga Dexia, per i timori crescenti circa la liquidità dell'istituto di credito a fronte del peggioramento delle condizioni di mercato.

Ricordiamo che oggi Dexia ha attualmente un rating A3 per il debito a lungo e Prime -1 per quello a breve per quanto i mercati assegnano a questa società un giudizio nettamente peggiore. "La volatilità dei mercati finanziari – ha spiegato Moody's – spingerà probabilmente Dexia a ricorrere un po' di più ai finanziamenti a breve, cosa che sfocerà probabilmente in una compressione delle riserve di liquidità disponibili".

Ma che la situazione in casa Dexia non sia delle più tranquille i banchieri franco-belgi lo sanno già da tempo tanto che ieri sera era stata convocata una riunione straordinaria del consiglio di amministrazione per affrontare la situazione. Fino a qualche settimana fa si parlava per "risanare" la situazione di aumentare ulteriormente il programma di cessioni di asset di 20 miliardi di euro dopo che già dopo la crisi del 2008-2009 erano state effettuate dismissioni per 80 miliardi di euro di prestiti tossici dopo la crisi del 2008-2009 (quando rischiò il fallimento), liberandosi così di molti crediti in sofferenza che pesano e parecchio sul bilancio della banca.

E si era parlato anche di un possibile aumento di capitale di almeno 5 miliardi di euro. Ma le difficoltà dei mercati devono aver convinto i vertici di Dexia e i governi francesi e belga a passare al piano B tanto che questa mattina il ministro delle Finanze francesi Francois Baroin e il suo omologo belga Didier Reynders hanno assicurato l'impegno di Francia e Belgio, e delle rispettive banche centrali, ad adottare tutte le misure necessarie "per assicurare la sicurezza dei depositanti e dei creditori" del gruppo Dexia. Ricordiamo che 17,6% del capitale di Dexia è in mano di fatto allo Stato francese attraverso la Caisse des Dépôts et Consignations.

I governi francese e belga detengono poi un ulteriore 5,7% della banca mentre ulteriori 3 autorità belghe regionali congiuntamente detengono un'altra quota del 5,7 del capitale. Una rassicurazione che ha in parte fatto risalire il corso delle azioni Dexia (il cui flottante è però molto basso) che

stamane alla Borsa di Parigi erano arrivate a perdere oltre il 35% con il prezzo crollato sotto la quota simbolica di 1 euro mentre in apertura si diffondevano le voci di uno “smantellamento” dell’istituto senza spiegare bene cosa avrebbe comportato per creditori, depositanti ed obbligazionisti questo “shutdown”.

Il probabile intervento del governo francese e di quello belga è peraltro un film già visto dato che la crisi dei “subprime” nel 2008 aveva costretto le autorità di questi Paesi (Lussemburgo compreso) a intervenire massicciamente con 6.4 miliardi di euro per evitarne il patatrac causato soprattutto dalla società FSA poi ceduta a prezzi da liquidazione che si era ritrovata a gestire una quantità abnorme di prestiti non restituiti da parte di mutuatari americani.

Un massiccio intervento pubblico che in quei mesi fu adottato anche altri governi (si pensi in Olanda per il gruppo ING, quello del Conto Arancio) o in Svizzera addirittura per UBS con un maxi intervento fino a 60 miliardi di dollari per cercare di anestetizzare gli effetti dei titoli tossici detenuti dall’istituto svizzero più famoso a dimostrazione che quando lo tsunami arriva si fa veramente difficile trovare porti sicuri.

Ieri il Consiglio di Amministrazione di Dexia ha ammesso le gravi difficoltà di rifinanziamento, ammettendo che la “dimensione del portafoglio di asset non strategici pesa sul gruppo in modo strutturale nonostante la buona qualità creditizia del suo patrimonio”. La rassicurazione da parte dei governi è arrivata qualche ora dopo un comunicato emesso da Dexia che lasciava tutte le porte aperte. *“Abbiamo promesso a tutti i correntisti e risparmiatori che non avrebbero perso un centesimo di euro nella crisi”*.

*“Non vi è alcun motivo per cui si verifichi questa evenienza”* ha, infatti, rassicurato Yves Leterme, primo ministro del governo di transizione belga sul canale VRT, l’emittente radiotelevisiva del servizio pubblico belga. Dexia, quale futuro? Sui giornali belgi si ipotizza che la banca possa essere divisa e che le sue parti sane ( Denizbank in Turchia, Dexia Asset Management, la canadese RBC Dexia-BIL, Dexia Bank Belgium) potrebbero essere già vendute singolarmente quest’anno, se si trovano i compratori.

E il ricavato dalla vendita insieme alle garanzie statali fornite da Francia e Belgio, potrebbe essere utilizzato per sostenere gli asset tossici (ovvero i titoli detenuti illiquidi) di Dexia mentre per la controllata italiana Dexia Crediop o la spagnola Sabadell i tempi di vendita sembrano allungarsi vista la situazione incerta che grava su questi Paesi tiene alla larga molti compratori. Ai problemi della capogruppo Dexia che vengono dalla crisi dei subprime e dalla pesante esposizione in titoli tossici si sommano poi i problemi attuali dati sia dalla scarsa capacità di finanziarsi sul mercato che dalla presenza in portafoglio di una significativa esposizione alla Grecia e ad altri Paesi considerati non proprio il massimo dell’affidabilità (Italia compresa).

Quali prospettive per Dexia e per la controllata italiana e i possessori dei bond?

Sui titoli di Stato greci Dexia ha un’esposizione diretta di circa 3,5 miliardi di euro (circa il 22% del capitale secondo un recente report di Ubs) a cui si aggiunge una posizione di circa 1,83 miliardi sul debito sovrano portoghese (sull’Irlanda non detiene posizioni) su un portafoglio complessivo obbligazionari di circa 100 miliardi di euro. Fino a qualche mese fa il ceo di Dexia mostrava sicurezza nel poter affrontare senza grandi problemi il caso Grecia ma nelle ultime settimane tanta sicurezza deve esser vacillata, considerato che questa banca non ha solo questo come pensiero ma una quantità di titoli tossici da smaltire da primato e che ammontavano secondo il bilancio 2010 a quasi 52,3 miliardi di euro di attivi illiquidi ovvero quasi 6 volte il proprio patrimonio e una quota significativa dell’attivo.

## Dexia's sovereign exposures

31 March 2011, €m

	Gross exposures	of which:	
		banking book	trading book
Greece	3,470	3,469	1
Ireland	0	0	0
Italy	15,599	14,874	725
Portugal	1,830	1,830	0
Spain	1,450	1,438	13
<b>Total</b>	<b>49,711</b>	<b>48,208</b>	<b>1,503</b>

Source: Dexia

### E quale futuro per la controllata italiana, Dexia Crediop e i bond tricolori?

Le notizie provenienti da Bruxelles hanno evidentemente influito anche sui bond della controllata Dexia Crediop che sono quotati sul Mot e sul Tlx e sono detenuti soprattutto da investitori privati e piccoli risparmiatori e che hanno assistito in questi giorni a una fortissima volatilità delle quotazioni complice l'uno-due dell'accoppiata "possibile riduzione del rating da parte di Moody's" e "piano B". Un panico che ha avuto il suo acme questa mattina e che si è in parte placato dopo le dichiarazioni impegnative dei governi francesi e belgi di star lavorando dietro le quinte a una "sistemazione" e che hanno rassicurato anche i possessori dei bond della controllata italiana Dexia Crediop.

E va detto che questo istituto non presenta certo situazioni di bilancio problematiche come quelle della controllante per quanto una recente sentenza sui derivati (con la provincia di Pisa) potrebbe rivelarsi piuttosto antipatica (e soprattutto costosa) se venisse confermato il giudizio del Consiglio di Stato che stabilisce che la competenza sugli atti amministrativi relativi alla ristrutturazione del debito è della giustizia amministrativa e non di quella ordinaria, aprendo così le porte a molti comuni che in questi hanno stipulato derivati con le amministrazioni pubbliche locali (di cui Dexia erano dei principali player passati visto che questo business negli ultimi anni si è sostanzialmente estinto) a percorrere la strada all'annullamento in autotutela da parte dell'amministrazioni.

Entro il 31 ottobre 2012 la capogruppo Dexia aveva preso l'impegno con la Commissione Europea di effettuare alcune cessioni fra cui la divisione italiana di cui il 70% del capitale è controllato dalla banca franco-belga Dexia mentre Banca Popolare di Milano, Banco Popolare e Banca Popolare dell'Emilia Romagna detengono una quota del 10% ciascuna. E non risulta attualmente con questi chiari di mercato che i compratori sgomitino per rilevare la società in tempi brevissimi.

La società italiana ha concentrato comunque in questi anni la sua attività sugli enti locali e municipalizzate, eliminando tutte le attività non 'core' e secondo i vertici della banca questo business model funziona economicamente (nel primo semestre 2011 l'utile netto è stato di 42 milioni di euro in netta crescita rispetto all'anno precedente) e sta in piedi, salvo che improvvisamente dal portafoglio dei debitori (ovvero amministrazioni pubbliche italiane) emergessero forti insoluti. E secondo le dichiarazioni fornite anche a MoneyReport.it dalla società non esiste per Dexia Crediop alcun problema "greco" visto che non sono detenuti in portafoglio titoli di Stato di quel Paese.

Una situazione di "sanità" finanziaria ribadita dal presidente di Dexia Crediop, Mario Sarcinelli, in queste ore ai cronisti: "Noi in Italia produciamo utili".

La nuova crisi "e' un problema a livello di direzione di gruppo e di governi" osserva il banchiere che prende atto delle dichiarazioni dei governi di Francia e Belgio che già tre anni fa intervennero per salvare l'istituto. "Certo, in tre anni la problematica, che sembrava essere contenuta, si è rivelata molto più vasta", prosegue Sarcinelli.

In Italia la banca va bene ma potrebbe andare meglio ha fatto capire il banchiere, "se gli enti locali

non avessero i vincoli del patto di stabilità' e noi trovassimo più' fondi sul mercato". E parlando chiaramente, fatto quasi inusuale per un banchiere Sarcinelli ha ammesso uno dei nei della società italiana "abbiamo impieghi a 15-20 anni" mentre la raccolta è fatta "con bond a 5-10 anni. Si tratta di un disallineamento noto" ha spiegato Sarcinelli, evidenziando come "purtroppo negli anni regolatori e regolati si comportarono in modo allegro".

Dal punto di vista operativo molti risparmiatori con questi chiari di luna s'interrogano comunque su cosa potrebbe accadere ai loro bond se la situazione dovesse precipitare. Fino a quando un nuovo azionista di maggioranza non si appaleserà "mamma" Dexia deve comunque intervenire nel caso di eventuali problemi dell'istituto italiano, non potendo certo disinteressarsi di questo istituto poiché se accadesse l'ipotesi (del tutto scolastica allo stato attuale) che Dexia Crediop non rimborsarsi un obbligazionista per il principio del "cross default" anche la controllante Dexia finirebbe all'aria.

E questa ipotesi con le dichiarazioni dei governi francesi e belga sembra nel breve allontanarsi salvo l'arrivo di un ciclone finanziario così poderoso che costringesse i vari Stati a rimangiarsi la parola data.

E nell'ipotesi (domandano alcuni lettori ansiosi) che a "saltare" fosse invece la controllante (se vogliamo prendere in considerazione anche questa ipotesi speriamo remota) questo non significherebbe automaticamente la stessa fine anche per le controllate, Dexia Crediop compresa.

Sui bond Dexia Crediop il nostro giudizio si mantiene comunque tiepido come quello formulato alcuni mesi fa su MoneyReport.it in cui consigliavamo se proprio si voleva investire su questa banca di far proprio il principio della "modica quantità", limitandosi a investire su questo emittente non più di pochi percentuali del proprio patrimonio e privilegiando le scadenze più brevi salvo non avere una propensione al rischio capace di reggere a "emozioni" superiori alla media e comunque una diversificazione del proprio patrimonio obbligazionaria molto forte.

I rendimenti erano allettanti già allora e adesso in questi mesi e settimane lo sono diventati ancora di più ma incrementare in modo esagerato l'esposizione su un emittente, soprattutto sull'onda di notizie che ne confermano la fragilità dei conti per quanto della capogruppo, non ci sembra una brillante idea contemplata in alcun manuale di sano money management.

\*\*\*\*\*