

Febbraio 2013

Dossier Montepaschi – Note tecniche sui prodotti finanziari che interessano le principali operazioni che costituiscono il dossier Monte Paschi Siena. Riflessioni emerse dalle ricostruzioni giornalistiche in attesa di documentazione ufficiale.

Dott. Ivan Fogliata

Capitolo 1 – Il prestito obbligazionario convertibile F.r.e.s.h. destinato a rafforzamento del capitale a fini dell’acquisizione di Banca Antonveneta.

Il prestito, da ciò che si apprende, è consistito nell’emissione - da parte di un veicolo di Banca *J.P. Morgan*¹ - di titoli obbligazionari convertibili subordinati sotto il nome di *Floating Rate Equity-linked Subordinated Hybrid Preferred Securities* (“F.R.E.S.H.”). *J.P. Morgan*, a sua volta, tramite la provvista riveniente dal collocamento di tali titoli andava ad acquisire la proprietà di 295.236.070 azioni ordinarie di M.P.S. del valore nominale di Euro 0,67 cadauna ad un prezzo unitario di emissione di Euro 3,218² per un importo complessivo di Euro 950.069.673,26; come da delibera assembleare del 6 Marzo 2008 di M.P.S.

Banca M.P.S. successivamente si riservava, versando un corrispettivo pari all’Euribor 3 mesi + 4,25%, il diritto di usufrutto per 30 anni su tali azioni mantenendo quindi il diritto di voto ed il diritto al dividendo sulle nuove azioni.

La Forma.

I sottoscrittori dei bond *FRESH* emessi da *J.P. Morgan*³ formalmente acquistavano un prestito obbligazionario convertibile subordinato. Il rischio per l’investitore del *Fresh* è assimilabile al rischio che si corre investendo direttamente in capitale proprio in quanto l’obbligazione rientra nei cosiddetti “strumenti ibridi” di capitale. L’obbligazione subordinata (detta anche *junior note*) è - infatti - l’ultima ad essere rimborsata in caso di *default* dell’emittente; solo gli azionisti sono rimborsati a seguito della soddisfazione di esse. In sostanza i sottoscrittori del *Fresh* compravano il rischio delle azioni ma il

¹ Si veda comunicato stampa di M.P.S. del 10 Aprile 2008 al link: <http://www.M.P.S.it/Investor+Relations/Comunicati/Archivio/BM.P.S.+delibera+aumento+di+capitale+per+950+milioni+di+euro.htm>

² Il maggior valore rispetto agli 0,67 € è dato dal cosiddetto “sovrapprezzo” ovvero un maggior prezzo che i nuovi azionisti devono versare per il maggior valore che un’azienda ha rispetto al suo mero valore contabile (*book value*).

³ 490 mio di Euro sono stati acquistati dalla stessa Fondazione Monte Paschi di Siena.

capitale investito riceveva una remunerazione contrattualmente stabilita tipica del titolo di debito.

Monte Paschi Siena quindi ha sostenuto di aver rafforzato il capitale in vista dell'operazione di acquisizione di Antonveneta in quanto formalmente ha emesso nuove azioni acquistate da *J.P. Morgan* che come tali sopportano il rischio di impresa in toto. Banca M.P.S. ha quindi iscritto le azioni di nuova emissione nel capitale di massima qualità: il *TIER 1*.

Il prestito obbligazionario *FRESH* emesso da *J.P. Morgan* presentava le seguenti caratteristiche tipiche dei prestiti subordinati:

- Rendimento Euribor 3 mesi + 4,25% (pari quindi alla remunerazione per l'usufrutto delle azioni riconosciuto da M.P.S.)
- Nessuna remunerazione nel caso in cui la banca non distribuisca dividendi.
- Nessun rimborso: il prestito è irredimibile (scadenza 2099).
- L'obbligazionista può convertire in azioni.
- In caso di *default* della Banca l'obbligazionista è subordinato al rimborso.

Formalmente quindi il sottoscrittore del prestito si ribadisce sopportava un rischio assimilabile al capitale proprio.

La sostanza.

Ciò che si osserva stia emergendo è l'esistenza di una "*indemnity side letter*" che interessa i sottoscrittori del *FRESH* di *J.P. Morgan* con la sola esclusione di Fondazione Monte Paschi Siena.

L'esistenza di tale lettera significherebbe che gli obbligazionisti avevano garanzia di ricevere dalla stessa M.P.S. un'indennità pari alla cedola in caso di mancato pagamento della cedola da parte di *J.P. Morgan*, emittente del *Fresh*, nel caso che a sua volta quest'ultima non avesse ricevuto remunerazione per il contratto di usufrutto da M.P.S.. Questa garanzia mostrerebbe che il rischio creditizio legato al *Fresh* sarebbe stato ancora a carico della stessa banca M.P.S.; si può affermare come formalmente fosse stato fatto un aumento di capitale ma sostanzialmente il sottoscrittore godesse di garanzie sul rendimento dell'investimento che avvicinano il capitale raccolto al debito.

Una simile garanzia non consentirebbe quindi di qualificare il capitale raccolto "dall'azionista" *J.P. Morgan* quale capitale di alta qualità ma bensì come capitale di qualità inferiore (*Tier 2*⁴) perché ibridato da peculiarità tipiche del debito. Ciò

⁴ Si consulti per una breve ma efficace spiegazione sulla composizione del capitale di vigilanza degli istituti bancari il link: <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/tier-capitale-banche164.htm>

significherebbe che l'acquisto di Antonveneta sarebbe stato realizzato senza l'adeguato rafforzamento patrimoniale richiesto dagli organi di vigilanza; Banca d'Italia in primis.

Perché tale fattispecie è così importante?

Una banca intermedia denaro e corre il rischio di impiegarlo non correttamente. Le perdite realizzate sugli impieghi, senza un adeguato “*buffer*”⁵ garantito dai mezzi propri investiti dagli azionisti della banca o creatisi attraverso il progressivo accumulo di utili, si andrebbero a scaricare sui risparmiatori che hanno affidato i propri denari alla banca.

Una adeguata dotazione di capitale proprio è quindi fondamentale per esercitare l'attività creditizia. I protocolli di Basilea, semplificando in maniera importante, impongono ad una Banca di mantenere quale livello di capitale minimo almeno l'8% del valore degli impieghi ponderati per il rischio di ognuno di essi⁶.

Acquisire Banca Antonveneta senza adeguata dotazione patrimoniale non sarebbe stato quindi possibile perché le autorità di vigilanza non avrebbero autorizzato l'operazione.

Non è un caso infatti che il paventato aumento del *buffer* di capitale dall'8% al 9% ipotizzato dall'introduzione di Basilea 3 al gennaio 2013 creasse grande preoccupazione nel mondo creditizio. M.P.S. apprese con piacere che l'aumento del *buffer* previsto da Basilea 3 fu rimandato.

Capitolo 2 – Alexandria.

Alexandria è il nome di un investimento in titoli obbligazionari realizzato il 15 Dicembre 2005 da M.P.S. per un importo di circa 400 milioni di euro.

Il veicolo *Alexandria Pie* di *Dresdner Bank* si apprende sia una società che investe nel veicolo *Alchemy* attraverso un *C.D.S. funded* (*funded credit default swap*). *Alchemy* a sua volta è una società che aveva acquistato titoli *C.D.O.* dal veicolo *Skylark* sempre di *Dresdner Bank*⁷.

Alexandria in sostanza quindi offre a M.P.S. titoli *C.D.O.* ovvero *Collateralized Debt Obligations*. Questi titoli (arrivando alla fonte *Skylark*) rappresentano cartolarizzazioni di mutui ed investimenti in altri *C.D.O.* emessi da altri veicoli. Proprio per quest'ultima

⁵ *Buffer* di capitale è il termine tecnico più diffuso, indica il cuscinetto di capitale che può sopportare perdite.

⁶ Si parla infatti, post Basilea 2, di *R.W.A.* ovvero di *Risk Weighted Assets*. Un mutuo ipotecario ad esempio assorbe un ammontare di capitale proprio inferiore rispetto ad un affidamento ad un'impresa cui è attribuito un rating non troppo elevato.

⁷ Notizie diffuse dall'agenzia Asca:

<http://www.asca.it/news->

M.P.S._da_prospetti_Alexandria_e_Skylark_numerosi_interrogativi_28punto29-1244555-ECO.html

caratteristica *Alexandria* è qualificato anche come *C.D.O. squared* ovvero “al quadrato”⁸.

Cosa è una C.D.O.?

Una *C.D.O.* è un’obbligazione (quindi un debito) emessa da una società creata per lo scopo (*special purpose vehicle* - *S.P.V.* nel caso in esame sono tre: *Alexandria Pie*, *Alchemy* e *Skylark*) che con tale provvista al suo attivo acquista dei crediti che fungono da garanzia (collaterale). Tali crediti sono spesso rappresentati da mutui ipotecari (*asset backed mortgages*) in quanto ben garantiti.

La banca che ha erogato i mutui e raccolto la garanzia ipotecaria cede quindi il credito verso il mutuatario e la relativa garanzia ipotecaria a questi veicoli che in cambio fanno tornare liquidità nelle casse della banca e riconoscono una parte del rendimento del mutuo⁹ alla banca che ha originato i prestiti ipotecari stessi. Le obbligazioni poi emesse dai veicoli assumono il nome di *asset backed securities od A.B.S.*; in gergo tecnico si afferma sono quindi “obbligazioni garantite da ipoteca” in quanto l’attivo su cui sono iscritte è effettivamente garantito da ipoteca (*asset backed*); i crediti sono – infatti - mutui ipotecari. Non è inusuale quindi vista la struttura di garanzie che tali emissioni ottengano rating particolarmente elevati.

Cosa è un *funded C.D.S.*?

Il semplice *Credit Default Swap* è uno scambio di rischi. Significa che il rischio di *default* di un emittente di titoli passa da chi detiene i titoli a chi emette il *C.D.S.* Chi detiene il titolo ed acquista il relativo *C.D.S.* in caso di *default* dell’emittente ha il diritto ad essere risarcito dalla società che ha originato il *C.D.S.*¹⁰.

Nel caso in esame *Alexandria* genera un *funded C.D.S.* verso *Alchemy* che è una figura leggermente più complessa del semplice *C.D.S.*. Ciò significa che *Alexandria* non vende una “polizza” ma bensì versa una somma iniziale ad *Alchemy* che la copre verso qualsiasi evento di default creditizio di *Skylark* (veicolo nel quale *Alchemy* ha investito). Un veicolo che realizza *funded C.D.S.* ed emette obbligazioni per finanziarsi assegna usualmente il nome di *credit-linked notes* alle obbligazioni che emette ovvero i titoli poi acquistati da M.P.S. dal veicolo *Alexandria*.

⁸ Un titolo che investe in un altro titolo che a sua volta rappresenta cartolarizzazioni è chiamata in gergo tecnico una cartolarizzazione al quadrato.

⁹ È questo infatti l’interesse principale degli istituti bancari che cartolarizzano, spogliarsi dal rischio di credito verso il mutuatario (vengono realizzate cessioni pro-soluto), ritornare in possesso della liquidità ma soprattutto garantirsi una parte di rendimento sul credito ceduto.

¹⁰ La società assicurativa americana A.I.G. (poi nazionalizzata dal governo degli Stati Uniti) è il caso più eclatante di fallimento di un emittente di *credit default swap*.

Alexandria: da investimento tripla A ad asset tossico.

Da ciò che si apprende la crisi dei mutui 2008-2009 ha portato il valore dell'emissione obbligazionaria di *Alexandria* sottoscritta da M.P.S. a crollare sulla stregua delle insolvenze dei mutuatari. Il titolo, divenuto a tutti gli effetti un "toxic asset", imporrebbe una trattazione bilancistica che imputi una svalutazione di circa 220 milioni di euro sul conto economico della banca M.P.S.

L'intervento di Nomura.

Da ciò che si apprende M.P.S. vuole accuratamente evitare di impattare sul proprio bilancio già provato. *Nomura Investment Bank* propone una soluzione per evitare la contabilizzazione della perdita sul *toxic asset Alexandria*. La soluzione prevede due fasi:

Fase 1. Sostituzione degli asset tossici con altri asset.

I titoli *Alexandria* vengono ceduti a *Nomura* al valore nominale pieno di 400 milioni di euro; M.P.S. non riceve denaro quale corrispettivo bensì riceve titoli per nominali 400 milioni di euro rappresentati da *Credit Linked Notes* legate a prestiti subordinati emessi da altre Banche sebbene in parte garantiti da obbligazioni *GE capital european fund*. Di fatto *Nomura* in questa prima fase si accolla la perdita di 220 milioni di euro.

Fase 2. Asset swap e term repurchase transaction.

Nomura naturalmente intende recuperare il differenziale sulla somma riconosciuta. Essa pone quale condizione la sottoscrizione da parte di M.P.S. di un *asset swap* e due operazioni pronti contro termine a 30 anni legate a tale *swap*.

Il 28 Settembre 2009 *Nomura* presta quindi denaro per 3 miliardi e 50 milioni ad M.P.S. Quest'ultima acquista B.T.P. italiani 30ennali (Agosto 2034) da *Nomura* stessa. A garanzia del prestito ricevuto M.P.S. deposita presso *Nomura* gli stessi B.T.P. trentennali acquistati con impegno a riacquistarli ad un prezzo già predeterminato che garantisce quindi *Nomura* da eventuali perdite di valore di B.T.P.¹¹ (operazioni di *asset swap* e di *term repurchase transaction - T.R.T.*).

Contemporaneamente M.P.S. e *Nomura* firmano un *interest rate swap (IRS)*. M.P.S. cederà il rendimento fisso dei BTP a *Nomura* ed incasserà il tasso variabile Euribor a 3 mesi.

¹¹ Tali contratti prevedono un meccanismo di continuo adeguamento del collaterale posto a garanzia dell'operazione al variare del prezzo del collaterale stesso. Si veda il comunicato di Banca d'Italia del 28 gennaio 2013. Al link: http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/comunicato_banca_ditalia_del_28_gennaio_2013.pdf

L'evoluzione delle transazioni concluse con Nomura.

Due eventi fanno precipitare l'operazione di ristrutturazione.

1. Il progressivo *downgrade* del merito creditizio italiano impoverisce la garanzia concessa da M.P.S. a *Nomura*. Il debito verso *Nomura* non è più interamente coperto occorre evidenziare in bilancio il costo della copertura del differenziale creatosi.
2. Il tasso Euribor continua a calare e con esso gli incassi di M.P.S. derivanti dallo *swap*; la Banca deve evidenziare in bilancio il *mark to market* sempre più negativo dello *swap* e versare differenziali sempre più elevati a *Nomura*.

Capitolo 3 – Santorini.

Santorini è un'operazione che nasce nel 2002. In quell'epoca tramite il veicolo societario *Santorini Investments LP* con sede in Edimburgo M.P.S. conferisce un pacchetto di azioni Banca Intesa San Paolo (4,99% della Banca) con una minusvalenza di 425,3 milioni di euro¹². *Deutsche Bank* versa denari ad M.P.S. per il 51% di *Santorini*. Di fatto M.P.S. cede una parte di azioni a *Deutsche Bank* senza venderle sul mercato. *Deutsche Bank* non copre la perdita gratuitamente; impone la sottoscrizione di un *equity swap* avente quale sottostante le azioni del veicolo *Santorini*. Ciò al fine di garantirsi su una eventuale perdita di valore delle azioni di Banca Intesa.

Cosa è un *equity swap*?

Un *equity swap* è un contratto derivato. Il termine *equity* significa “capitale azionario” (capitale proprio); il termine *swap* significa “scambio”. Attraverso un *equity swap* due parti si scambiano il rendimento su due indici o titoli azionari senza acquistarli.

Nel caso di M.P.S. si ritiene che l'*equity swap* con *Deutsche Bank* fosse diverso dagli standard e prevedesse l'acquisto da parte di *Deutsche Bank* di azioni di *Santorini* per conto di M.P.S. per rivenderle a termine a M.P.S. prezzi prestabiliti¹³.

L'evoluzione successiva.

Il veicolo *Santorini* aveva quindi al suo attivo il 4,99% di *Intesa Sanpaolo* ed era detenuto da *Deutsche Bank* al 51% e da M.P.S. al 49%. Nel 2006 la banca tedesca esercitò il diritto garantitore dall'*equity swap* ed M.P.S. dovette acquisire il 100% della società veicolo irlandese. Successivamente la perdita di valore delle azioni Intesa San

¹² Si consulti il link:

<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-01-27/rischi-oscurati-bilanci-162721.shtml?uuid=AbnBXeOH>

¹³ Un contratto molto simile fu l'*equity swap* fra *Société Générale* e *Lactalis* sulla azioni Parmalat. Da quell'operazione Consob prese in considerazione di prevedere che gli *equity swap* siano conteggiati ai fini della soglia di Opa.

Paolo a seguito della crisi del 2008 si rifletté sul valore della controllata Santorini; M.P.S. avrebbe dovuto contabilizzare a bilancio una perdita di circa 367 milioni di euro¹⁴.

Da ciò che si apprende dal dossier di *Bloomberg news*¹⁵ nel dicembre 2008 *Deutsche Bank* propose un'operazione per assorbire la perdita su Santorini divisa in due transazioni.

1° Transazione – Le opzioni digitali.

M.P.S. origina un portafoglio di opzioni digitali a valere sul tasso Euribor a favore di Deutsche Bank.

Un'opzione digitale (o binaria od anche detta *all or nothing*) è un prodotto derivato caratterizzato dal fatto che genera i suoi effetti solo se si verifica un particolare evento detto "trigger".

Ad esempio acquistare un'opzione digitale di tipo *call*¹⁶ sull'Euribor 3 mesi con *trigger* al 4% iscritta su un nozionale di 1.000.000 di euro dà diritto ad incassare il tasso Euribor 3 mesi sul nozionale solo se quest'ultimo ha toccato la soglia del 4%. In caso contrario nulla avviene.

Da ciò che si apprende *Deutsche Bank* tramite le opzioni digitali sottoscritte aveva diritto ad incassare da M.P.S. un importo se il tasso Euribor avesse toccato una determinata soglia. In caso contrario non avrebbe incassato nulla. Il valore attuale di tale operazione era già alla firma pari a 60 milioni di euro a favore di *Deutsche Bank*, quest'ultima poteva contabilizzare tale somma quale *fair value* (o *mark to market*) del suo portafoglio di opzioni che risulta arrivassero sino al 2018.

2° Transazione – La polizza assicurativa sul valore dei BTP Italiani

Nella seconda transazione M.P.S. garantisce *Deutsche Bank* contro la perdita di valore di un pacchetto di circa 1,5 miliardi di euro di BTP decennali. Di fatto si tratta di un *credit default swap* venduto da M.P.S. a favore di *Deutsche Bank*.

Note le vicende sui BTP italiani dovute ai picchi dello spread raggiunti a fine 2011 è possibile immaginare la magnitudo delle perdite che il *C.D.S.* venduto a *Deutsche Bank* potesse portare nel bilancio M.P.S..

¹⁴ Il principio del *Fair Value* contenuto nel principio contabile internazionale IFRS 39 impone di valorizzare un attivo finanziario al suo valore di mercato.

¹⁵ <http://www.bloomberg.com/news/2013-01-17/deutsche-bank-derivative-helped-monte-paschi-mask-losses.html>

¹⁶ L'opzione *call* è un contratto che dà diritto a comprare il sottostante, l'opzione *put* dà diritto a venderlo.

Nel 2008 la banca segnalava una perdita su *Santorini* per 62 milioni di euro dagli 87 milioni del 2007. È noto che il veicolo è stato poi liquidato da M.P.S. incassando 224,4 milioni.