



**MONTE
DEI PASCHI
DI SIENA**
BANCA DAL 1472

PUNTO 4 ALL'ORDINE DEL GIORNO
DELL'ASSEMBLEA ORDINARIA DEL
29 APRILE 2013
(30 aprile 2013 in seconda convocazione)

DI
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA S.P.A.
Società quotata

Azione di responsabilità, deliberazioni inerenti e conseguenti

**RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI REDATTA
AI SENSI DELL'ART. 125-TER D.LGS. 58/1998
RELATIVA ALL'ASSEMBLEA ORDINARIA DEGLI AZIONISTI**

**29 aprile 2013 (Prima convocazione)
30 aprile 2013 (Seconda convocazione)**

con riferimento all'avviso di convocazione dell'assemblea degli azionisti, convocata in Siena, presso via Mazzini n. 23, per il giorno 29 aprile 2013, alle ore 10.00 in prima convocazione e, occorrendo, per il giorno 30 aprile 2013, in seconda convocazione, presso il medesimo luogo, alle ore 10.00, il Consiglio di Amministrazione, nella riunione del 28 marzo 2013, con il seguente ordine del giorno:

1. Approvazione del Regolamento Assembleare
2. Bilancio di esercizio e consolidato al 31 dicembre 2012
3. Nomina di un Vice Presidente del Consiglio di Amministrazione;
4. Azione di responsabilità, deliberazioni inerenti e conseguenti;
5. Relazione sulla remunerazione

viene discussa la proposta di delibera di azioni sociali di responsabilità ex artt. 2393 e 2396 c.c. nei confronti dell'ex Presidente del Consiglio di Amministrazione e dell'ex Direttore Generale (anche in concorso con altri soggetti).

* * * *

. SUL PUNTO 4 ALL'ORDINE DEL GIORNO RELATIVO ALLE AZIONI SOCIALI DI RESPONSABILITÀ

PREMESSA

Nell'ambito del presente punto all'ordine del giorno siete chiamati a deliberare, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2393 c.c., l'autorizzazione all'azione di responsabilità nei confronti dell'ex Presidente del Consiglio di Amministrazione, avv. Giuseppe Mussari, e

dell'ex Direttore Generale, dott. Antonio Vigni. L'autorizzazione viene richiesta in via successiva rispetto alle azioni già promosse il 1° marzo 2013, in forza di delibera del Consiglio di Amministrazione del 28 febbraio 2013, in relazione alle operazioni con Nomura International Plc (“**Nomura**”) e con Deutsche Bank AG (“**DB**”).

Al di là di tali iniziative, il Consiglio di Amministrazione sta svolgendo ulteriori indagini e approfondimenti per evidenziare eventuali ulteriori profili di responsabilità degli stessi e di altri soggetti, anche in relazione ad altre operazioni. In particolare, la Banca si riserva di agire in ogni sede nei confronti dell'ex Direttore dell'Area Finanza, Dott. Gianluca Baldassarri e di altri corresponsabili, in relazione agli illeciti in corso di accertamento.

La Banca si riserva altresì di assumere ogni più opportuna iniziativa, ivi compresa la costituzione di parte civile, in relazione agli sviluppi e agli esiti delle indagini penali attualmente in corso da parte dell'autorità giudiziaria.

LE AZIONI DI RESPONSABILITÀ RELATIVE ALLE OPERAZIONI CON NOMURA INTERNATIONAL PLC E DEUTSCHE BANK AG

Dopo il rinvenimento in data 12 ottobre 2012 di un contratto denominato *Mandate Agreement* stipulato in data 31 luglio 2009 tra la Banca e Nomura, la Banca ha svolto, anche con l'ausilio di *advisor* appositamente nominati, un'approfondita analisi di tale operazione e di altra avente parzialmente le stesse caratteristiche, entrambe di sicuro rilievo per l'ammontare e le conseguenze che sono derivate alla Banca. Trattasi in particolare:

- (i) delle operazioni poste in essere con Nomura per la ristrutturazione delle *notes* Alexandria e perfezionate nel periodo luglio-ottobre 2009;
- (ii) delle operazioni poste in essere con DB dalla Banca e dal veicolo Santorini nel dicembre 2008.

Le analisi, approfondite anche con l'ausilio di consulenti esterni, condotte sulle predette operazioni hanno evidenziato elementi e circostanze di assoluta gravità ed illegittimità che hanno determinato, e continuano a determinare, danni di ingentissimo ammontare. In particolare, dall'esame dei fatti è emerso, da un lato, il ruolo svolto da alcuni esponenti apicali della Banca, tra cui l'ex Direttore Generale Dr. Antonio Vigni e, per quanto riguarda l'“operazione Nomura”, anche dell'ex Presidente Avv. Giuseppe Mussari;

dall'altro lato, che tali operazioni non avrebbero potuto essere realizzate senza il concorso determinante di controparti terze, ossia Nomura e DB.

Considerata l'esigenza di difendere gli interessi della Banca con un'azione incisiva e tempestiva anche nei confronti delle controparti terze interessate, il Consiglio di Amministrazione nella riunione del 28 febbraio 2013 ha deliberato di avviare l'azione sociale di responsabilità nei confronti dell'ex Presidente e dell'ex Direttore Generale (per quanto riguarda l'operazione con Nomura) e nei confronti dell'ex Direttore Generale (per quanto riguarda l'operazione con DB), impegnandosi nel contempo a convocare quanto prima l'assemblea ordinaria per ratificare le azioni promosse. Con tale iniziativa la Banca ha fatto altresì valere la concorrente responsabilità di Nomura e DB negli inadempimenti e/o comunque negli illeciti degli *ex* vertici della Banca.

Conseguentemente in data 1° marzo 2013 la Banca ha promosso, nei confronti dei predetti soggetti, due distinte cause (una per ciascuna operazione) avanti il Tribunale di Firenze, Sezione specializzata in materia d'impresa.

La scelta di avviare l'azione sociale di responsabilità, citando in giudizio anche le due predette banche d'investimento, è stata assunta in considerazione dell'opportunità di convenire, in un unico contesto, sia i predetti esponenti della Banca che avevano autorizzato le operazioni, sia le due controparti bancarie, senza il cui concorso le operazioni contestate non si sarebbero potute realizzare. Per quanto riguarda queste ultime, negli atti di citazione la Banca ha fatto valere la responsabilità extracontrattuale da concorso di Nomura e DB, ma si è espressamente riservata di far valere, in separata sede, l'eventuale invalidità dei contratti, anche all'esito delle verifiche in corso e degli sviluppi delle indagini della magistratura inquirente.

L'urgenza di promuovere l'avvio contestuale delle azioni di responsabilità, prima di porre la questione all'attenzione dell'assemblea, si spiega con il rischio concreto di subire un'azione in via preventiva, di fronte alle corti inglesi, da parte di Nomura e/o DB, le quali, ove la Banca avesse in qualunque modo palesato il proprio intento (ad es. con la convocazione dell'assemblea e quindi con il previo deposito della relazione *ex art. 125-ter* TUF), avrebbero con ogni probabilità anticipato l'iniziativa. In effetti, l'urgenza è risultata più che giustificata. Infatti, lo stesso giorno in cui la Banca ha portato alla notifica i due atti di citazione predetti Nomura – ma in orario successivo, sulla base dei riscontri effettuati dai nostri legali inglesi – ha formalmente attivato avanti la High Court di Londra un giudizio per far accertare, da un lato, la validità dei contratti stipulati con la Banca e, dall'altro lato, l'assenza di qualunque propria responsabilità, anche extracontrattuale, in relazione all'operazione contestata. Si ritiene che, avviando l'azione

per prima, la Banca abbia operato efficacemente, anche e non solo con riguardo alle regole processuali (Reg. UE n. 44/2001 artt. 27-28), che disciplinano la litispendenza internazionale.

Si provvede a fornire qui di seguito, per ciascuna operazione, una sintetica illustrazione delle rispettive caratteristiche, degli elementi di anomalia e illiceità, delle responsabilità ascrivibili agli ex vertici (per azionare le quali Vi si chiede l'autorizzazione *ex art. 2393 c.c.*), nonché dei danni derivanti a carico del patrimonio sociale.

1) *L'operazione posta in essere con Nomura relativamente alle notes Alexandria e perfezionata nel periodo luglio - ottobre 2009*

Nell'estate del 2009, allo scopo di occultare una perdita in formazione, allora stimata in circa Euro 220 milioni, l'ex Presidente e l'ex Direttore Generale della Banca hanno congegnato e posto in essere con Nomura una complessa operazione di finanza strutturata, che comprendeva strumenti derivati, rischiosa e dannosa per la Banca.

La perdita era relativa ad alcuni titoli detenuti in portafoglio, le *notes* Alexandria, il cui rendimento e rimborso – come vedremo *infra* – era legato alla *performance* di altri titoli sottostanti (le *notes* Skylark, a loro volta collegate ad un portafoglio di mutui ipotecari e ad alcune *Collateralized Debt Obligations, CDO*). Le *notes* Alexandria – rivenienti da una complessa operazione strutturata dalla banca Dresdner – erano state sottoscritte dalla Banca il 15 dicembre 2005 al valore nominale di Euro 400 milioni.

A causa del calo del valore degli *assets* cui erano collegate le *notes* Alexandria, queste ultime, nel corso del 2009, erano divenute fortemente minusvalenti. In quella situazione, i vertici della Banca hanno ritenuto di non far emergere tale perdita.

E' stata quindi creata, con il contributo decisivo di Nomura, una complessa operazione di acquisto di BTP aventi scadenza 2034, per tre miliardi di Euro, realizzata tramite *Asset Swap*, con contestuale sottoscrizione di due *Repurchase Transactions*, nei quali è stato "traslato" il valore negativo delle *notes* Alexandria, con in più l'aggravio di un ragguardevole ricarico a beneficio di Nomura: la minusvalenza delle *notes* Alexandria, quantificata dalle parti in Euro 220 milioni alla data del 22 settembre 2009, veniva "assorbita" da Nomura (tramite uno scambio del sottostante delle *notes* Alexandria) e contestualmente veniva posta a carico della Banca, tramite le nuove operazioni finanziarie, una nuova passività il cui *fair value* iniziale, non rilevato in bilancio, era negativo per ben Euro 308 milioni. La nuova operazione dell'estate 2009 ha posto, in tale modo, in capo alla Banca aggravii e rischi sotto l'apparenza di un'ordinaria operazione di *carry trade* (ossia di un'operazione di raccolta fondi finalizzata all'investimento in titoli più remunerativi).

Attraverso quest'operazione, i vertici allora in carica della Banca, con la complicità di Nomura, non solo hanno potuto dissimulare una perdita (quella delle *notes* Alexandria) – la cui evidenza tra l'altro avrebbe intaccato la loro *leadership* –, ma ne hanno prodotta una maggiore, foriera di ulteriori e più gravi problemi per la Banca da loro guidata, come in effetti si è poi verificato.

L'operazione, come strutturata nel *Mandate Agreement* sottoscritto il 31 luglio 2009, è stata poi realizzata tra il 22 settembre e il 12 ottobre 2009 mediante le operazioni di *Asset Exchange*, *Asset Swap*, *Long Term Repo e Repo Facility*.

In particolare e più nel dettaglio si dava corso ai seguenti passaggi:

(A) In data 22 settembre 2009, le parti concordavano il c.d. *Settlement Value* (ossia la minusvalenza sulle *notes* Alexandria), quantificandola in Euro 220 milioni; tale valore – in base al *Mandate Agreement* – costituiva il corrispettivo minimo per il quale Nomura aveva dichiarato di essere disponibile a realizzare la nuova operazione.

(B) in data 24 settembre 2009, veniva sottoscritto l'accordo di *Exchange* tra Nomura, Alchemy Capital e Aphex Capital, attraverso il quale gli attivi originari collegati alle *notes* Alexandria venivano sostituiti, alla pari, con altri di maggiore qualità.

(C) Attraverso una serie di *Asset Swap Transactions*, con *Effective Date* al 28 settembre 2009:

- la Banca acquistava da Nomura (con effetto e regolamento al 28 settembre 2009) BTP emessi dalla Repubblica Italiana, per nominali Euro 3.050.412.000,00, con scadenza 1° agosto 2034 (titoli che Nomura aveva precedentemente acquistato sul mercato secondario, con 40 operazioni poste in essere su incarico della Banca con *trade date* tra il 3 agosto e il 18 settembre 2009);

- Nomura si impegnava a pagare alla Banca interessi ad un tasso variabile pari all'Euribor 3 mesi maggiorato di uno *spread* medio ponderato di 98,3 *basis points*, e applicato sul nozionale dei BTP 2034 ceduti alla Banca; mentre la Banca si impegnava a pagare a Nomura interessi a tasso fisso del 5% corrispondenti a quelli incassati dalla stessa Banca sui BTP 2034, sempre a valere sullo stesso nozionale (tale parte dell'operazione equivale nella sostanza alla sottoscrizione di un *Interest Rate Swap*);

(D) Nomura e la Banca, in data 9-12 ottobre 2009, sottoscrivevano nell'ambito del *Global Master Repurchase Agreement* (o *GMR A*) una *Long Term Repurchase Transaction* (o *Long Term Repo*), con durata corrispondente alla scadenza del BTP 2034, e in base alla quale la Banca (quale *Seller*) cedeva a pronti i titoli BTP 2034 (gli stessi dell'operazione di *Asset Swap*) a Nomura (quale *Buyer*) a fronte del pagamento da parte di Nomura di un "*Purchase Price*" di Euro 3.101.904.174,72 e dell'impegno sempre di Nomura a pagare alla Banca i flussi cedolari dei titoli BTP in questione sino al 1° agosto 2034; per parte sua, la Banca si impegnava a riacquistare i titoli a scadenza (al *Repurchase Price*) e, nel corso dell'operazione, a versare a Nomura interessi pari al tasso Euribor 3 mesi, maggiorato di uno *spread* di 59,15 *basis points*, applicato sulle somme versate da Nomura per l'acquisto a pronti dei titoli; nel contesto di quest'accordo, nell'eventualità di chiusura anticipata

dell'operazione, Nomura acquisiva la facoltà di consegnare un titolo di stato, anche diverso dal BTP 2034, purché sempre emesso e garantito dalla Repubblica italiana, c.d. *Cheapest to Delivery (CTD) Option*.

(E) le parti infine, sempre nell'ambito del *Global Master Repurchase Agreement*, sottoscrivevano una *Repurchase Facility* (o *Repo Facility*), consistente in una linea di credito di tipo *revolving*, per un nozionale-massimale (ancora una volta) di Euro 3.050.412.000,00 (denominato *Maximum Transaction Amount*), messa a disposizione da Banca a favore di Nomura, con scadenza 1° settembre 2040. In relazione a detta linea, Nomura si impegnavo a consegnare alla Banca, a fronte di ciascun utilizzo, titoli di stato italiani (diversi dal BTP 2034), o anche *bond* con diversa scadenza emessi da Francia, Germania o altri Paesi del G7. Per la disponibilità della linea di credito da parte di Nomura, veniva prevista una “*commitment fee*” pari a 5 *basis points* sul nozionale, oltre ad interessi Euribor 3 mesi *flat* sui singoli utilizzi. La linea di credito è stata tirata più volte da Nomura, sino ad arrivare ad un utilizzo *outstanding* complessivo di Euro 2.000.000.000,00, rimasto invariato dall'ultimo utilizzo del 15 giugno 2012 sino ad oggi.

Si segnala, infine, che tutte le operazioni in derivati sopra descritte (*Swaps* regolati dall'*ISDA Master Agreement* e *Repo Transactions* disciplinati dal *GMRA* e dal *Deed of Amendment and Restatement*) sono soggette ad obbligo di c.d. collateralizzazione o marginazione su base giornaliera. Dunque, le parti dovevano (e continuano a) versare – aa seconda degli andamenti dei *mark-to-market* degli strumenti e sulla base di previsioni contrattuali non simmetriche – i c.d. margini di garanzia o collaterali per assicurare la liquidabilità delle transazioni, in ogni momento, in caso di chiusura anticipata.

Al 31 gennaio 2013 il collaterale netto depositato dalla Banca, a valere sulle predette operazioni strutturate, ammontava alla cifra di Euro 1,6 miliardi (mentre, alla data del 30 novembre 2011, aveva raggiunto l'importo di Euro 2,1 miliardi).

Le operazioni in parola sono tuttora in essere.

2. Le operazioni poste in essere con Deutsche Bank relativamente al veicolo Santorini nel dicembre 2008

Alla fine del 2008, allo scopo di occultare una perdita in formazione di Euro 303 milioni, alcuni alti dirigenti della Banca, con la piena partecipazione, adesione e consapevolezza del suo massimo esponente operativo (il Direttore Generale), hanno congegnato e posto in essere con la *branch* londinese di DB una complessa operazione, che comprendeva strumenti derivati, estremamente rischiosa e dannosa.

La perdita era relativa al veicolo di diritto scozzese Santorini Investment Ltd. (“**Santorini**”), allora detenuto al 100% dalla Banca, ed era andata maturando principalmente nel corso di quell'esercizio. Tale società era uno *special purpose vehicle* costituito per gestire unicamente un contratto derivato con DB denominato “*Collared*

Equity Swap”, risalente al 2002, il cui sottostante era rappresentato da un rilevante quantitativo di azioni Intesa Sanpaolo.

A causa del forte calo del titolo sottostante, lo strumento derivato con DB aveva a sua volta registrato un significativo incremento del *fair value* negativo e generato una perdita assai rilevante per Santorini (e quindi per la controllante) rispetto alla sua ormai prossima scadenza, prevista per i primi mesi del 2009, allorché avrebbe dovuto liquidare il c.d. “differenziale” negativo in favore della controparte.

In quella situazione, il vertice della Banca ritenne di non far emergere quella perdita – e più ancora, verosimilmente, la stessa identità e le sorti dell’*asset* collegato a Santorini – e DB, in concorso con l’ex Direttore Generale, ha ideato e strutturato per la Banca una complessa operazione nella quale “traslare” sostanzialmente il valore negativo del *Collared Equity Swap* dal veicolo Santorini alla Banca, con in più l’aggravio di un ragguardevole ricarico a beneficio di DB: il *fair value* negativo di del *Collared Equity Swap*, quantificabile al 31 dicembre 2008 in Euro 337 milioni, e tradottosi a scadenza in un differenziale negativo di Euro 362 milioni, è stato portato in capo alla Banca per un ammontare lievitato, a seguito di tale trasferimento, ad Euro 429 milioni, non rilevato a bilancio.

Per far ciò – in vista della chiusura a scadenza del vecchio derivato su Santorini, il quale, come si è visto, presentava un *mark-to-market* fortemente negativo –, la Banca e DB hanno concepito una nuova e diversa operazione, per un ammontare complessivo di Euro 4 miliardi, questa volta su Titoli di Stato italiani, che incorporava una *maxi-plusvalenza* per Santorini e una perdita iniziale per la Banca dell’indicato ammontare di Euro 429 milioni (non rilevato in bilancio). Ancora una volta venivano posti in capo alla Banca rilevanti aggravii e rischi sotto l’apparenza di un’ordinaria operazione di *carry trade* (ossia di raccolta fondi finalizzata all’investimento in titoli più remunerativi).

Attraverso quest’operazione l’allora Direttore Generale, con la complicità di DB, non solo ha potuto dissimulare una perdita già esistente (quella sul *Collared Equity Swap* del veicolo Santorini), la cui evidenza avrebbe, tra l’altro, potuto intaccare la sua *leadership*, rischiando di pregiudicare il conseguimento di benefici economici personali correlati con la *performance* della Banca, ma ne ha prodotta una maggiore, foriera di ulteriori e più gravi problemi per la Banca, come in effetti si è poi verificato.

L’operazione in questione è stata realizzata attraverso diversi contratti di *Total Return Swap* con sottostante BTP a lunga scadenza. In particolare, l’operazione si è strutturata mediante i seguenti principali passaggi.

Fra il 4 e il 15 dicembre 2008 il veicolo Santorini e la Banca, in persona del Direttore Generale, sottoscrivono ciascuna con DB tre contratti derivati di *Total Return Swap* su titoli di stato italiani – in totale quindi sei contratti – per ammontare di nozionale pari ad Euro 2 miliardi di Euro per la Banca e pari ad altri Euro 2 miliardi per Santorini.

Sia per la Banca sia per Santorini il primo contratto è sul BTP 1° agosto 2018, con cedola al 4,50%; il secondo e il terzo sul BTP 1° febbraio 2020, anch’esso con cedola al 4,50%.

Si noti che Santorini non avrebbe potuto neppure effettuare tali operazioni in considerazione del proprio oggetto sociale (limitato all'adempimento alle obbligazioni nascenti dal *Collared Equity Swap*) e della sua durata (anch'essa legata al *Collared Equity Swap*, che scadeva ben prima dei *Total Return Swap*).

In base a tali contratti, Santorini e la Banca avrebbero ceduto a pronti a DB il titolo di stato sottostante, ricevendone in cambio il prezzo di mercato alla stregua di un finanziamento. Successivamente, DB avrebbe versato a Santorini e alla Banca le cedole pagate dal titolo di stato, mentre Santorini e la Banca avrebbero pagato a DB un tasso di interesse sul finanziamento così ricevuto, sulla cui *cruciale* determinazione ci soffermeremo fra breve. Alla scadenza del contratto, corrispondente a quella naturale del titolo di stato di riferimento, Santorini e la Banca avrebbero restituito a DB il nozionale del contratto di Euro 2 miliardi ciascuno, mentre DB avrebbe corrisposto a Santorini e alla Banca il capitale rimborsato dallo Stato italiano sul titolo, con un'esatta compensazione fra le due partite qualora il rimborso da parte dell'emittente sovrano fosse avvenuto regolarmente.

La caratteristica peculiare di tali contratti, su cui poggia l'impianto della struttura costruita ai danni della Banca dal suo ex Direttore Generale e da DB, è la modalità di determinazione iniziale del tasso di interesse dovuto rispettivamente da Santorini e dalla Banca a DB sul nozionale del contratto fino alla sua scadenza.

In sostanza, in tutti e tre i contratti sottoscritti rispettivamente da Santorini e dal Monte dei Paschi, tale determinazione, fra due ipotesi alternative, era rimessa ad una componente altamente aleatoria, ossia all'andamento registrato nell'arco di un ristretto numero di giorni da alcuni indici finanziari. Le due ipotesi alternative erano fortemente antitetiche fra loro in quanto contemplavano la fissazione o di un tasso molto elevato oppure di un tasso molto basso a carico di Santorini e della Banca, rispetto a quello di mercato, tale cioè da creare in ogni caso un forte squilibrio di partenza, in un senso o nell'altro, con le obbligazioni a carico di DB invece note fin dall'inizio (*i.e.* il flusso cedolare riveniente dal titolo di stato).

Si noti che gran parte degli indici finanziari in questione, in relazione ai quali sono stati determinati i tassi a carico di Santorini e della Banca, erano tutti indici c.d. "proprietary", ossia controllati e gestiti direttamente da DB.

Ebbene, a seguito della "scommessa" iniziale operata sull'andamento degli indici convenzionalmente assunti a riferimento, e che avrebbe stabilito una volta per tutte le sorti del contratto, è risultato che:

- Santorini avrebbe pagato un tasso fisso molto basso, sensibilmente inferiore a quello che avrebbe incassato da DB (pari alla cedola generata dal BTP sottostante);
- La Banca avrebbe dovuto pagare, invece, un tasso elevato (composto da un tasso interbancario, Eonia 6 mesi o Euribor 6 mesi, a seconda dei casi, maggiorato di un

consistente *spread*), ben più oneroso rispetto alla cedola fissa del BTP che avrebbe ricevuto da DB.

Sta di fatto che la conseguenza della scommessa sull'andamento degli indici dedotti in contratto è stata proprio che:

- Santorini, su cui in quel momento gravava il *fair value* negativo del *Collared Equity Swap*, si è ritrovata con un altro contratto portante un profitto corrispondente alla perdita già maturata, e quindi idonea a coprirlo e a risolvere il “problema”;
- la Banca ha per converso assunto una posizione fortemente negativa (frutto della determinazione “in perdita” del tasso di interesse da pagare a DB), nella sostanza accollandosi la perdita esistente sul veicolo, che avrebbe potuto così essere eliminata, rendendo più difficile ricostruire a posteriori la genesi unitaria delle operazioni. Il tutto con l'aggravio per la Banca di un ricarico di svariate decine di milioni di Euro.

All'esito di queste operazioni, Santorini - fra il 30 dicembre 2008 e il 16 marzo 2009 - ha risolto anticipatamente con DB il *Total Return Swap*, ottenendo un profitto complessivo di 364 milioni; e fra il 29 maggio e il 19 giugno 2009 ha altresì chiuso a scadenza il “vecchio” *Collared Equity Swap* con un esborso di Euro 362 milioni, per essere poi definitivamente liquidata.

In questo modo, dunque:

- nel bilancio al 31 dicembre 2008, esercizio al quale vennero fatte *retroagire* anche le chiusure operate solo il 16 marzo 2009, Santorini ha registrato un utile di Euro 61 milioni, anziché una perdita di Euro 303 milioni, per effetto dell'introito di Euro 364 milioni riveniente dalla chiusura anticipata dei *Total Return Swap*; nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2008 della Banca, a seguito di *impairment test*, è stata invece per la prima volta iscritta la perdita accumulata dall'inizio dell'investimento che, per effetto dell'operazione, si era ridotta ad Euro 26 milioni (investimento che era invece rimasto iscritto al costo, di originari Euro 329 milioni);
- nel bilancio di liquidazione al 19 giugno 2009 Santorini ha registrato una perdita di periodo di Euro 17 milioni, poi recepita nel bilancio consolidato della Banca al 31 dicembre 2009;
- all'esito dell'operazione “Santorini” avviata nel 2002, a fronte dell'investimento iniziale di Euro 329 milioni, la Banca aveva recuperato un capitale di Euro 286 milioni, limitando la propria perdita complessiva a Euro 43 milioni.

Per quanto riguarda la Banca, nonostante i *Total Return Swap* partissero con una perdita marcata, che ne incorporava una progressiva cui era obiettivamente correlata (*i.e.* quella di Santorini), l'operazione è stata contabilizzata in bilancio sulla base del mero corrispettivo ricevuto inizialmente da DB, come se si fosse trattato di un semplice finanziamento, e senza quindi rappresentare l'abnorme minusvalenza effettivamente associata ai *Total Return Swap* (trattamento, questo, che era stato applicato in sede di prima iscrizione in bilancio anche al finanziamento contratto da Santorini).

Il che è risultato del tutto irrazionale, e fortemente fuorviante, ove solo si pensi agli effetti contabili asimmetrici venutisi a creare: mentre il plusvalore implicito fin dall'origine nei *Total Return Swap* stipulati da Santorini era stato realizzato attraverso la loro estinzione anticipata, lo speculare minusvalore incorporato fin dall'origine nei *Total Return Swap* contemporaneamente stipulati dalla Banca è rimasto inespresso per effetto delle modalità di contabilizzazione iniziale e successiva misurazione. La perdita, insomma, è stata (solo) apparentemente azzerata. E al perseguimento di questo obiettivo ha operato il precedente Direttore Generale con il contributo di DB.

3. I profili di anomalia delle operazioni con Nomura e DB

I profili di anomalia e irrazionalità intrinseca delle operazioni in questione – che emergono dal complesso dei contratti in cui si articolano le varie fasi delle stesse – sono illustrati nel documento tecnico a firma dei Proff. Andrea Resti e Giovanni Petrella, allegato *sub* 1) alla presente. Qui di seguito si forniscono alcuni elementi in forma sintetica, rinviando per una trattazione più estesa al predetto documento.

3.1 Profili di anomalia dell'operazione con Nomura

Dal complesso delle transazioni contestuali illustrate nel precedente paragrafo 1 emerge anzitutto che dette operazioni avevano un *mark-to-market* o *fair value* iniziale estremamente minusvalente per la Banca: lo squilibrio iniziale dei parametri contrattuali porta ad un *fair value* negativo *at inception* (ossia all'inizio delle operazioni il 28 settembre 2009) di ben 308 milioni di Euro (come ricalcolato in data 24 gennaio 2013), con un danno emergente per la Banca, pari ai costi e alle commissioni implicite riconosciute a Nomura, e quantificabile allo stato in almeno 88 milioni di Euro (308 – 220 milioni).

Sotto il profilo finanziario la combinazione tra i flussi di interesse a tasso fisso e i flussi di interesse a tasso variabile, previsti dai vari contratti, determina l'effetto finale per cui la Banca, per un'operazione di valore nozionale di Euro 3,05 miliardi in BTP 2034, percepisce sino al 2034 un rendimento netto, sfavorevole per la Banca, pari ad un tasso dello 0,39% (pari alla differenza tra 0,98% e 0,59%). Nomura ha poi acquisito un ulteriore vantaggio (ancora una volta senza alcun corrispettivo per la Banca) derivante dalla c.d. *Cheapest to Delivery Option*, vale a dire il diritto di Nomura, sancito nel *Long Term Repo*, di consegnare alla Banca, in caso di interruzione anticipata dal contratto, un titolo qualsiasi emesso dalla Repubblica Italiana, anche diverso dal BTP 2034 (ossia dal titolo acquistato da Nomura a pronti sulla base del *Long Term Repo*).

La totale irrazionalità e carenza di giustificazione economica delle transazioni, se considerate nel loro complesso, si appalesa anche in relazione ai c.d. obblighi di

marginazione che prevedono il versamento di margini di garanzia aggiuntivi rispetto ai titoli consegnati a Nomura. Il versamento di questi collaterali, come sopra richiamato, ha generato per la Banca consistenti assorbimenti di liquidità, pari a fine 2011 ad oltre 2,1 miliardi circa di Euro, a fronte di un nozionale di 3,05 miliardi. Si aggiunga che la *Liquidity Facility* rappresenta per Nomura una fonte di provvista a lungo termine, remunerata a Euribor *flat*. Tutto ciò ha determinato importanti conseguenze negative sulla liquidità e sull'operatività della Banca.

3.2 I profili di anomalia dell'operazione con DB

Quanto alle operazioni con DB, illustrate nel precedente paragrafo 2, si rileva che i *Total Return Swap* avevano un *fair value* negativo di partenza per la Banca di Euro 429 milioni. Tale valore era significativamente superiore alla perdita maturata sulla precedente operazione, quella facente capo al veicolo Santorini, il cui derivato *Collared Equity Swap*, negativo per Euro 337 milioni alla data del 31 dicembre 2008, richiederà poi un esborso complessivo alla scadenza del 29 maggio 2009 di Euro 362 milioni.

Pertanto, il ricarico sulla precedente operazione applicato a beneficio di DB insito nel valore dei *Total Return Swap* è pari a Euro 92 milioni (se il confronto avviene con il valore negativo di Euro 337 milioni al 31 dicembre 2008 del *Collared Equity Swap*), ovvero a Euro 67 milioni (se il confronto avviene con l'esborso di Euro 362 milioni sostenuto alla scadenza del 29 maggio 2009 del *Collared Equity Swap*). Tale squilibrio è implicito nelle condizioni fuori mercato della componente di finanziamento alla Banca sottesa ai *Total Return Swap*.

Inoltre DB ha poi acquisito un ulteriore vantaggio (ancora una volta senza alcun corrispettivo per la Banca) derivante dalla c.d. *Cheapest to Delivery Option*, vale a dire il diritto di DB, sancito nei *Total Return Swap*, di consegnare alla Banca, in caso di interruzione anticipata dal contratto, un titolo qualsiasi emesso dalla Repubblica Italiana, anche diverso dal BTP oggetto dei *Total Return Swap*.

In aggiunta, a presidio e copertura delle obbligazioni derivanti dal *Total Return Swap*, connesse all'andamento sul mercato del titolo di riferimento, la Banca ha versato e via via integrato i c.d. margini di collateralizzazione, ossia una somma idonea in ogni momento, qualora l'operazione fosse stata estinta, a far fronte agli obblighi di pagamento assunti verso la controparte. Questo meccanismo ha avuto e ha l'effetto di assorbire rilevanti quantità di liquidità di cui la Banca non ha potuto e non può evidentemente disporre per la propria attività.

Nel luglio 2009, poco dopo la liquidazione di Santorini, l'operazione è stata ristrutturata nel suo complesso, in conseguenza dell'onerosità delle condizioni originarie, con ulteriori aggravii e rischi a carico della Banca.

Per evitare di dover contabilizzare gli ingenti oneri finanziari previsti dai contratti, la Banca e DB hanno concordato di allungare ulteriormente la durata dei tre *Total Return Swap* esistenti, attraverso la sostituzione dei titoli di stato di riferimento e la lieve riduzione della media degli *spread* sul tasso variabile Eonia Swap Index 6 mesi (già adottato sui primi due contratti e che ha sostituito sul terzo contratto il tasso Euribor 6 mesi) dovuto a favore di DB. Il che, se da un lato ha attenuato il peso degli interessi periodici, ha però inasprito il rischio complessivo dell'operazione, in quanto direttamente connesso alla sua maggiore durata (pressoché raddoppiata a 22 anni), del tutto atipica rispetto al portafoglio titoli della Banca, pur composto ampiamente da titoli di stato (la scadenza media al 31 dicembre 2009 dei titoli di stato detenuta dalla Banca era – al netto dell'operazione con DB e di quella, sostanzialmente coeva e consimile, con Nomura – di 8,5 anni).

Proprio in considerazione della maggiore durata e rischiosità dei titoli, la Banca ha dovuto nel contempo apprestare una copertura e così rinunciare al tasso fisso del BTP, associando all'operazione un separato contratto di *Interest Rate Swap*, che è andato sostanzialmente a rettificare i parametri dei tre *Total Return Swap* già in essere, innestandosi sui flussi da questi previsti e trasformando il tasso fisso incassato dalla Banca in tasso variabile.

In base all'*Interest Rate Swap*, del valore nozionale di Euro 2 miliardi (pari quindi al complessivo nozionale dei tre *Total Return Swap* già in essere), la Banca si è impegnata a pagare in favore di DB a cadenze semestrali (il 1° maggio e il 1° novembre di ogni anno) un tasso fisso del 6%, replicando di fatto la cedola del BTP2031; mentre DB si è impegnata a pagare in favore della Banca alle medesime scadenze il tasso Euribor 6 mesi maggiorato di un margine (*spread*) dell'1,485%.

In definitiva la Banca, assumendo una posizione su titoli emessi dallo Stato italiano di lunga durata, per non sostenerne i rischi, ha dovuto rinunciare ai correlati benefici (una cedola del 6%). E non solo restituisce la cedola a DB, ma le paga anche un supplemento, pari alla differenza fra gli interessi complessivamente dovuti sui *Total Return Swap* e quelli, certamente minori, incassati sull'*Interest Rate Swap*.

Per completezza, va detto che i *Total Return Swap* sono stati ulteriormente ristrutturati in due occasioni, in data 9 febbraio 2010 e in data 14 gennaio 2011 introducendo ulteriori aggravii per la Banca.

Fra gli elementi di anomalia delle operazioni in questione, una specifica considerazione merita quello, relativo alla marginazione sui titoli. Il versamento di questi collaterali ha generato per la Banca consistenti assorbimenti di liquidità, pari a fine novembre 2011 all'ammontare di 1,62 miliardi di Euro.

Tali margini, depositati presso la controparte, vengono remunerati ad un tasso Eonia (*overnight*), appena superiore allo zero.

E' evidente, dunque, come queste operazioni siano irrazionali ingiustificabili e prive di qualsiasi ragione economica, avendo esse anche fortemente limitato la gestione della Banca: da un lato, costringendola a reperire, con onerose operazioni di raccolta, i fondi necessari ad adempiere agli impegni di marginazione; dall'altro lato, impedendole di utilizzare siffatta liquidità per erogare credito o per altre operazioni profittevoli.

4) I profili di illegittimità delle operazioni con Nomura e DB

Come si è detto, i profili di anomalia delle operazioni poste in essere con Nomura e DB, se considerate nel loro complesso, sono tali da renderle, da un lato, prive di giustificazione e di ogni razionalità economica per la evidente sproporzione esistente tra le contrapposte prestazioni ed obbligazioni; dall'altro lato, preordinate a conseguire un obiettivo certamente illecito, l'occultamento della perdita accumulata sulle *notes* Alexandria nel bilancio 2009 della Banca e sul veicolo Santorini nel bilancio 2008 della stessa. Già questa sola considerazione sarebbe sufficiente a fondare la responsabilità non solo dei vertici della Banca che le hanno poste in essere, ma anche la concorrente responsabilità dei soggetti terzi coinvolti (Nomura e DB), i quali erano perfettamente consapevoli del contesto, delle finalità illecite che con le dette operazioni l'avv. Mussari e il dott. Vigni intendevano perseguire e degli enormi pregiudizi che esse causavano alla Banca.

Inoltre, non solo non è stata evidenziata l'origine delle predette perdite, ma si è anche operato in modo tale per cui le passività implicite nelle nuove strutture contrattuali, realizzate tramite le operazioni con Nomura e DB, non sono state correttamente contabilizzate, come rilevato dal Consiglio di Amministrazione nell'ambito del c.d. *Restatement* ai sensi dello IAS 8.

Ma non basta. Va aggiunto che le stesse operazioni non sono state sottoposte all'attenzione e alla necessaria approvazione del consiglio di amministrazione della Banca cui, almeno per rilevanza, avrebbero dovuto essere sottoposte. In particolare, nel caso di Nomura, l'operazione è stata realizzata con l'intervento diretto dell'ex Presidente della Banca, avv. Giuseppe Mussari, e dell'ex Direttore Generale, dott. Antonio Vigni; nel caso di DB, con l'intervento del predetto ex Direttore Generale.

Ulteriore elemento da segnalare è che i predetti ex vertici della Banca hanno agito in conflitto di interessi con la stessa. Infatti, l'obiettivo di occultare le perdite derivanti alle *notes* Alexandria e dal veicolo Santorini era funzionale a chiudere con un utile significativo il bilancio 2008 e addirittura ad evitare di chiudere in perdita il bilancio 2009 della Banca: pertanto è assolutamente evidente che con tali operazioni i vertici coinvolti

intendevano, tra l'altro, mantenere il proprio *status* e i relativi benefici (anche in termini di bonus stanziati o da stanziare) in pregiudizio degli interessi della Banca.

Infine, per l'ipotesi in cui i comportamenti degli ex vertici (nonché degli esponenti delle banche controparti) abbiano rilevanza anche sotto il profilo penale, la Banca, nel contesto delle azioni già avviate avanti il Tribunale di Firenze, Sez. Imprese, ha prospettato una loro conseguente responsabilità risarcitoria anche a tale titolo (ai sensi degli art. 185 e 187 c.p.).

Quanto sopra a prescindere da ogni diversa considerazione sulle conseguenze in tema di invalidità dei contratti stipulati in relazione alla quale la Banca, come si è detto, si è riservata ogni valutazione ed iniziativa.

5. In particolare: l'operato dell'ex Presidente e dell'ex Direttore Generale e le conseguenti responsabilità

5.1 Ruolo e responsabilità dell'avv. Mussari e del dott. Vigni nell'operazione con Nomura

L'avv. Giuseppe Mussari è stato nominato Presidente della Banca (per gli esercizi 2006-2008) con delibera assembleare del 29 aprile 2006; incarico poi rinnovatogli con delibera dell'assemblea in data 29 aprile 2009, sino al 27 aprile 2012.

Il dott. Antonio Vigni è stato nominato, in applicazione di disposizione statutaria (art. 17, comma 2, lett. e), Direttore Generale della Banca con delibera del Consiglio di Amministrazione in data 25 maggio 2006, su proposta del Presidente Mussari. Egli ha mantenuto la carica sino alla data del 12 gennaio 2012.

Poiché la Banca, nonostante la previsione statutaria della possibilità di nominare un Amministratore Delegato e un Comitato Esecutivo, non si era in quell'epoca avvalsa di tale facoltà, l'allora Presidente e l'allora Direttore Generale hanno rappresentato i massimi vertici della Banca.

La responsabilità del Presidente è regolata, in generale, dalle norme che disciplinano l'attività degli amministratori (artt. 2381 e ss. c.c.) e, in particolare, dall'art. 2392 c.c.

Le predette norme sono applicabili anche al Direttore Generale in forza dell'art. 2396 c.c., il quale, al ricorrere di determinate condizioni, equipara la responsabilità del direttore generale a quella degli amministratori. Nella specie, ricorrono tali presupposti in quanto lo statuto della Banca vigente sia all'epoca dei fatti sia attualmente prevede espressamente la nomina di un Direttore Generale, affidando la relativa competenza al Consiglio di Amministrazione; e, come detto, il dott. Vigni è stato nominato Direttore Generale dal Consiglio di Amministrazione.

La responsabilità, ai sensi degli artt. 2392-2393-2396 c.c., dell'ex Presidente e dell'ex Direttore Generale discende dalla loro diretta partecipazione alla negoziazione, definizione e approvazione dell'operazione con Nomura, in assenza di un qualsivoglia passaggio consiliare.

Al riguardo, risulta che l'avv. Mussari e il dott. Vigni abbiano preso parte, per conto della Banca, alla *conference call* del 7 luglio 2009, con i vertici Nomura, nel corso della quale sono stati discussi e definiti tutti i termini essenziali dell'operazione; inoltre i documenti contrattuali principali sono sottoscritti dall'ex Direttore Generale, a partire dal *Mandate Agreement* datato 31 luglio 2009.

Tali circostanze sono espressive del diretto e fattivo coinvolgimento dei citati ex vertici nell'operazione con Nomura. Essi, pertanto, considerati i profili di anomalia, abnormità ed illegittimità dell'operazione in parola (su cui *supra*), sono chiamati a rispondere di tutti i danni subiti e subendi dalla Banca in conseguenza dell'operazione medesima.

Più in particolare, l'ex Presidente si è anzitutto ingerito direttamente nella gestione della Banca pur non avendo ricevuto delega dal Consiglio e ha violato il canone della diligenza richiesta dall'art. 2392 c.c. (tenuto oltretutto conto dello *standard* di condotta esigibile da un avvocato con vasta esperienza nel settore bancario e finanziario). Inoltre, l'ex Presidente ha agito perseguendo interessi estranei e contrari a quelli della società – tra cui quello di preservare la propria *leadership* –, contribuendo decisivamente a realizzare l'operazione con Nomura, allo scopo di occultare la perdita sulle *notes* Alexandria, che si sarebbe altrimenti riflessa sul risultato dell'esercizio 2009, in misura tale da impedire il conseguimento di un utile d'esercizio.

L'ex Direttore Generale ha assunto sia una responsabilità personale, avendo contribuito a porre in essere un'operazione illecita e dannosa per la Banca (parimenti per mantenere la propria posizione apicale e i connessi benefici economici), sia una responsabilità per non aver vigilato sui dirigenti che a lui riportavano (direttamente o indirettamente) e che, a vario titolo, hanno anch'essi preso parte all'operazione in questione.

5.2 Ruolo e responsabilità del dott. Vigni nell'operazione con DB

Fermo quanto sopra illustrato, anche nel caso dell'operazione con DB la responsabilità, ai sensi degli artt. 2392-2393-2396 c.c., dell'ex Direttore Generale discende dalla sua diretta partecipazione alla negoziazione, definizione e approvazione dell'operazione medesima, in assenza di qualsivoglia passaggio consiliare.

Il dott. Vigni ha partecipato all'operazione definendone tutti i termini essenziali e ha inoltre sottoscritto i documenti contrattuali principali (gli originari *Total Return Swap* del dicembre 2008). Tali circostanze sono espressive del suo diretto e fattivo coinvolgimento nell'operazione con DB. Egli, pertanto, considerati i profili di anomalia, abnormità ed

illegittimità dell'operazione in parola, è chiamato a rispondere di tutti i danni subiti e subendi dalla Banca in conseguenza dell'operazione medesima.

Anche in questo caso l'ex Direttore Generale ha assunto sia una responsabilità personale, avendo contribuito a porre in essere un'operazione illecita e dannosa per la Banca (parimenti per mantenere la propria posizione apicale e i connessi benefici economici), sia una responsabilità per non aver vigilato sui dirigenti che a lui riportavano (direttamente o indirettamente) e che, a vario titolo, hanno anch'essi preso parte all'operazione in questione.

6) I danni conseguenti alle operazioni con Nomura e DB

Il carattere illecito delle operazioni con Nomura e DB poste in essere nell'estate 2009 e nel dicembre 2008, nonché i loro evidenti profili di irrazionalità, anomalia e carenza di qualsivoglia giustificazione economica, dimostrano:

- (i) che dette operazioni non avrebbero mai dovuto essere realizzate; e che, conseguentemente,
- (ii) tutti i costi, gli oneri e i pregiudizi di qualunque natura sofferti e che saranno sofferti da Banca per effetto delle stesse rappresentano un danno risarcibile.

Passiamo quindi all'esame – sia pure in via sintetica – delle specifiche poste di danno di cui Banca ritiene di avere diritto al risarcimento nei confronti di tutti i soggetti coinvolti in solido tra di loro.

6.1 I danni conseguenti all'operazione con Nomura

Per l'operazione Nomura la Banca ha patito, tra l'altro, i seguenti pregiudizi.

In primo luogo, la Banca ha subito un danno pari alle commissioni implicite, applicate da Nomura, derivanti dal complesso delle operazioni poste in essere in base al *Mandate Agreement*. Si è già visto, che tale voce di danno ammonta a non meno di Euro 88 milioni, importo pari alla differenza, esistente alla data delle operazioni contestate, tra il *fair value* negativo delle nuove operazioni (e in particolare del *Long Term Repo*) utilizzate per la “ristrutturazione” delle *notes* Alexandria (Euro 308 milioni) e la minusvalenza fino a quel momento maturata sulle *notes* Skylark (ossia sul sottostante delle *notes* Alexandria); minusvalenza che le parti avevano stimato – ma non è ancora chiaro su quali basi – in un importo pari ad Euro 220 milioni. Sulla stima di tale importo e sulla sua congruità la Banca si è riservata in citazione di effettuare ulteriori verifiche.

In secondo luogo, si è visto come la complessa struttura posta in essere con Nomura abbia previsto obblighi di marginazione/collateralizzazione estremamente gravosi per Banca. Fino ad oggi la Banca ha dovuto vincolare, a garanzia dei propri obblighi di pagamento in caso di risoluzione dei contratti derivati per cui è causa, importi pari ad

Euro 2,1 miliardi alla data del 30 novembre 2011 e ad Euro 1,6 miliardi alla data del 31 gennaio 2013. Emerge quindi che nel caso di specie, per effetto del vizio originario dell'operazione, il "peso" del meccanismo di garanzia è stato regolarmente sbilanciato a sfavore della Banca e a favore di Nomura. Per l'effetto, la Banca ha subito un danno, non inferiore a circa Euro 111 milioni, derivante dai costi sopportati per raccogliere la provvista necessaria a soddisfare tali esorbitanti obblighi di marginazione, al netto degli interessi al tasso Eonia (in media 0,41%) riconosciuti da Nomura sui depositi di collaterale.

6.2 I danni conseguenti all'operazione con DB

Per l'operazione DB, la Banca ha patito, tra l'altro, i seguenti pregiudizi.

In primo luogo, come si è più volte detto, la Banca ha subito un danno pari alle commissioni implicite, applicate da DB, derivanti dal complesso delle operazioni poste in essere per "traslare" la perdita già esistente su Santorini. Tale voce di danno ammonta a non meno di Euro 92 milioni (pari alla differenza fra il *fair value* negativo della nuova operazione, di Euro 429 milioni, e il valore negativo per il Monte dei Paschi di Siena della pregressa operazione di *Collared Equity Swap* intestata a Santorini al 31 dicembre 2012, ammontante a 337 milioni di Euro), ovvero, in subordine, a non meno di Euro 67 milioni (pari alla differenza fra il predetto importo di Euro 429 milioni e l'esborso di Euro 362 milioni sostenuto nel maggio 2009 alla scadenza del *Collared Equity Swap*).

In secondo luogo, si è visto come la complessa struttura in derivati congegnata da DB abbia previsto obblighi di marginazione/collateralizzazione abnormi ed estremamente gravosi per la Banca che ha dovuto vincolare, a garanzia dei propri obblighi di pagamento in caso di risoluzione dei contratti derivati per cui è causa, importi pari ad Euro 1,62 miliardi alla data del 30 novembre 2011 e ad Euro 711 milioni alla data del 31 gennaio 2013. Emerge quindi che nel caso di specie, per effetto del vizio originario dell'operazione, il "peso" del meccanismo di garanzia è stato regolarmente sbilanciato a sfavore della Banca la quale ha subito un danno, non inferiore ad Euro 62,4 milioni, derivante dai costi sopportati per raccogliere la provvista necessaria a soddisfare tali esorbitanti obblighi di marginazione, al netto degli interessi al tasso Eonia (in media 0,69%) riconosciuti da DB sui depositi di collaterale.

6.3 Gli ulteriori danni conseguenti ad entrambe le operazioni

Le predette operazioni hanno inoltre generato ulteriori danni per la Banca che possono così sintetizzarsi.

A) Anzitutto l'incidenza negativa di tali operazioni sui requisiti patrimoniali della Banca ha reso necessario ricorrere ad alcune (onerose) operazioni di rafforzamento

patrimoniale tra cui l'emissione di strumenti finanziari, ad alto tasso di interesse, previsti nell'ambito dei provvedimenti straordinari di sostegno pubblico al settore bancario-finanziario (c.d. Monti Bond).

Al riguardo, si rileva che le minusvalenze maturate sui titoli di stato a lunga scadenza acquisiti dalla Banca in forza delle operazioni qui illustrate vengono iscritte in un'apposita riserva negativa di patrimonio (c.d. riserva *AFS – available for sales*). Nel 2011, tale posta contabile è stata presa in considerazione dall'*European Banking Authority (EBA)*, la quale ha incluso tale riserva nella valutazione dei requisiti patrimoniali delle banche, onde segnalare eventuali insufficienze.

La rilevazione operata a fini EBA a fine settembre 2011 ha evidenziato per la Banca una riserva AFS negativa per 3,2 miliardi circa (di cui 1,2 mld imputabili all'operazione Nomura e 870 milioni imputabili all'operazione DB), costringendo la Banca – come si è detto – a ricorrere ad onerose azioni di rafforzamento patrimoniale che hanno generato e genereranno ulteriori danni.

B) L'insufficienza di patrimonio ai fini EBA, cui hanno contribuito significativamente le operazioni in esame, ha determinato i presupposti per il declassamento da parte delle agenzie di *rating* del merito di credito della Banca, abbassatosi dall'autunno 2011 di quattro livelli (c.d. *notch*), con conseguente incremento del costo della provvista per la Banca.

C) L'emersione del carattere illecito delle operazioni in esame e delle loro conseguenze patrimoniali ha esposto la Banca ad un danno reputazionale che si è immediatamente tradotto in pregiudizi di ordine patrimoniale, tra cui in particolare il ritiro di depositi per alcuni miliardi, successivamente alla comunicazione al mercato e sulla stampa delle rivelazioni relative alle due operazioni con Nomura e DB.

* * *

Proposta di delibera

L'assemblea ordinaria degli azionisti di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., preso atto della relazione illustrativa *ex art. 125-ter*, D. Lgs. 58/1998

delibera

- 1) di autorizzare in via successiva, ovvero comunque in via di ratifica, per quanto possa occorrere l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità già avviata avanti il Tribunale di Firenze nei confronti dell'ex Presidente del Consiglio di Amministrazione, avv. Giuseppe Mussari, nonché dell'ex Direttore Generale,

dott. Antonio Vigni, per tutti i danni subiti e subendi dalla Banca in relazione all'operazione realizzata con Nomura International Plc;

- 2) di autorizzare in via successiva, ovvero comunque in via di ratifica, per quanto possa occorrere, l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità già avviata avanti il Tribunale di Firenze nei confronti dell'ex Direttore Generale, dott. Antonio Vigni, per tutti i danni subiti e subendi dalla Banca in relazione all'operazione realizzata con Deutsche Bank AG.

* * *

All.: 1) Nota tecnica redatta dal Prof. Andrea Resti e dal Prof. Giovanni Petrella

Allegato alla relazione

Analisi tecnica delle operazioni Santorini e Alexandria

Giovanni Petrella e Andrea Resti

Analisi tecnica delle operazioni Santorini e Alexandria

Giovanni Petrella, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano

Andrea Resti, Università Commerciale Luigi Bocconi, Milano

1. L'incarico ricevuto

La Banca Monte dei Paschi di Siena (nel seguito anche “BMPS”) ci ha conferito l'incarico di analizzare gli aspetti tecnico-economici relativi agli strumenti finanziari sottoscritti da BMPS nell'ambito delle operazioni riguardanti le società Santorini e Alexandria attualmente oggetto di azione civile presso il Tribunale di Firenze, così come le altre eventuali operazioni ad essi collegate.

Nello svolgimento dell'incarico ci siamo avvalsi dei materiali messi a nostra disposizione da BMPS e dai suoi Legali (oltre che di altre informazioni desumibili da fonti di pubblico dominio). Tali materiali ci sono stati rappresentati come autentici e sufficientemente rappresentativi dei fatti effettivamente accaduti, anche se allo stato attuale non è possibile escludere che possano esistere ulteriori elementi documentali rilevanti.

I risultati della nostra analisi sono esposti nella presente relazione, articolata come segue. Nel §2 svolgiamo alcune considerazioni introduttive che illustrano la natura delle transazioni esaminate. Nel §3 esaminiamo le operazioni condotte da Deutsche Bank AG con la società Santorini Investment Limited e BMPS. Nel §4 riferiamo circa le transazioni intervenute tra BMPS e Nomura International Plc in relazione alla ristrutturazione delle obbligazioni denominate “Alexandria Notes”. Nel §5 tratteggiamo i principali impatti negativi cagionati a BMPS dalle operazioni descritte nei paragrafi precedenti. Il §6 conclude.

2. Considerazioni introduttive

Le due vicende esaminate nel seguito di questa relazione (convenzionalmente note come “Santorini” e “Alexandria”), pur con molte differenze e specificità su cui ci

soffermeremo nel seguito, rispondono entrambe a un'identica matrice, che giova qui richiamare preventivamente al lettore.

In tutti e due i casi infatti:

- dopo lo scoppio della crisi finanziaria nell'estate 2007, BMPS – già impegnata in uno straordinario sforzo economico-patrimoniale a seguito dell'acquisizione della Banca Antonveneta – subisce rilevanti perdite connesse a un investimento pregresso (un derivato su azioni Intesa Sanpaolo nel caso di Santorini, un portafoglio di collateralized debt obligations per quanto riguarda Alexandria);
- il management della banca desidera occultare tali perdite per mantenere indenni dai loro effetti il conto economico e il capitale di vigilanza;
- seguendo uno schema valido sia per Santorini che per Alexandria, in ognuna delle due vicende si costruiscono (con l'assistenza di primarie banche internazionali, che agiscono come controparti di BMPS in cambio di consistenti profitti) *due operazioni finanziarie* apparentemente indipendenti ma in realtà intrinsecamente collegate tra loro. La prima (“operazione di salvataggio”) ripiana le perdite dell'investimento pregresso, la seconda (“operazione in perdita”) serve unicamente a finanziare la prima ed espone la banca a un rilevante danno economico e patrimoniale, oltre che al rischio di ulteriori, consistenti perdite (cfr. la Figura 1¹). In altri termini, si crea un provento per dare ossigeno alla società-veicolo, ma lo si fa a danno della banca, che stipula un'operazione *nata in perdita* la cui unica “logica”, se così si può dire, è quella di occultare le perdite originarie;

¹ Figure e tabelle di questa relazione operano, in alcuni casi, una stilizzazione della realtà (omettendo di riportare per esteso alcuni elementi di dettaglio comunque descritti nel testo), e ciò al solo fine di fornire una rappresentazione maggiormente intuitiva al lettore.

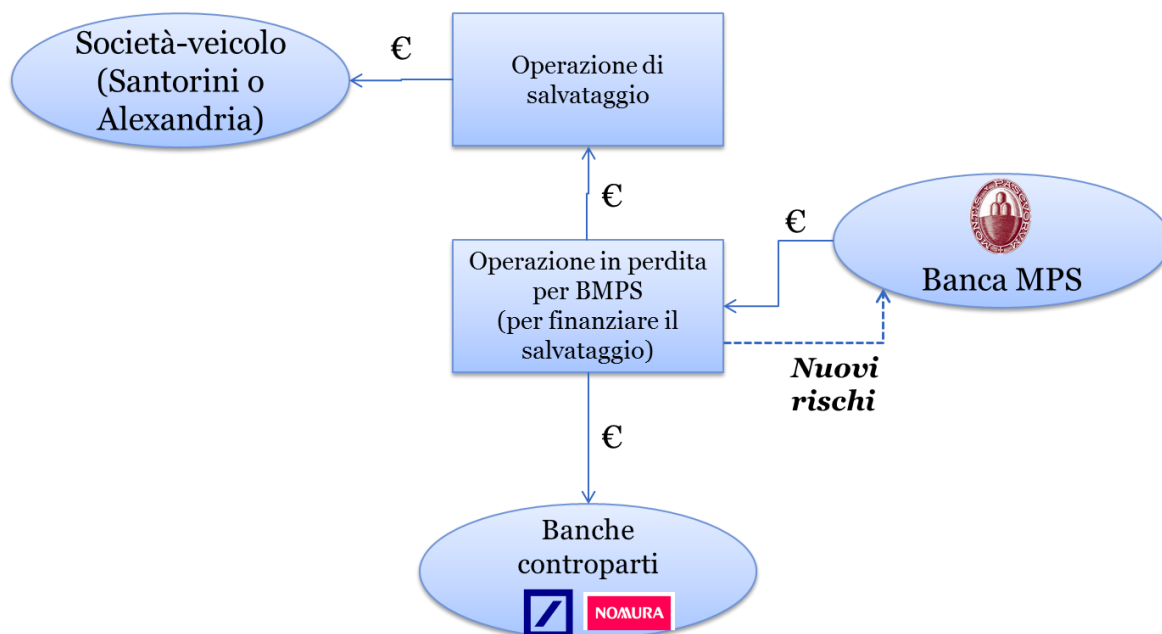


Figura 1 - Schema generale delle due vicende note come "Santorini" e "Alexandria"

- le operazioni in perdita create per “finanziare” il salvataggio di Santorini e Alexandria sono costruite su un portafoglio di Buoni del Tesoro a lungo termine di ingentissimo ammontare; esse prevedono inoltre il versamento, a favore delle banche che hanno collaborato alla loro realizzazione, di elevati depositi di garanzia remunerati a tassi particolarmente ridotti;
- per evitare di riconoscere le minusvalenze subite da BMPS, le operazioni in perdita vengono contabilizzate in modo volutamente reticente, attraverso un’applicazione distorta dei principi contabili, offrendone una rappresentazione non corrispondente alla sostanza economica;
- col protrarsi della crisi finanziaria e l’aggravarsi delle tensioni sui titoli sovrani dell’Eurozona, i rischi collegati all’ingente investimento in titoli di Stato a lungo termine sottostante alle operazioni in perdita si traducono in ulteriori gravi perdite, non riconosciute a conto economico ma implicite nel valore di mercato degli attivi della banca (e rilevate, ad esempio, dall’Autorità Bancaria Europea nell’autunno del 2011);
- tali perdite portano con sé un’ulteriore espansione dei depositi di garanzia che BMPS deve versare a favore delle banche che hanno collaborato a “risolvere” i problemi di Santorini e Alexandria, ciò proprio mentre le banche europee e

- italiane – inclusa BMPS – incontrano difficoltà crescenti nel reperire nuove disponibilità liquide sul mercato (peraltro a costi particolarmente elevati);
- le difficoltà sopra evidenziate influiscono in misura significativa sulla redditività e sull'equilibrio patrimoniale della banca che, in conseguenza dell'intervento dell'Autorità Bancaria Europea e della Banca d'Italia (nell'ambito di un piano di rafforzamento delle principali banche dell'Unione Europea deciso dal Consiglio d'Europa), chiede al Governo di sottoscrivere speciali passività ibride note come "Monti bond". Tali passività, se da un lato rafforzano la base patrimoniale dell'istituto, dall'altro presentano costi elevati e possono comportare in futuro una significativa diluizione degli attuali azionisti;
 - a seguito dell'intervento governativo, ma anche dei consistenti impatti reputazionali negativi dell'intera vicenda, nell'autunno del 2012 BMPS subisce una riduzione del rating e un danno d'immagine nei confronti della clientela e delle controparti.

Nel seguito di questa relazione, ci si concentrerà su una disamina tecnica delle vicende "Santorini" e "Alexandria". Per ognuna di esse si evidenzieranno dapprima la genesi e l'entità indicativa delle perdite che è stato necessario occultare, quindi le operazioni finanziarie in perdita poste in essere per finanziare l'operazione di salvataggio e per generare consistenti profitti in capo alle banche che le hanno congregate, con un correlativo danno per BMPS.

3. Le operazioni con la società Santorini e Deutsche Bank

3.1 La creazione di Santorini e le attività antecedenti al dicembre 2008

3.1.1 La creazione di Santorini e il primo contratto derivato con Deutsche Bank

Nel maggio 2002² BMPS e Deutsche Bank AG (nel seguito anche "DB") costituirono una società scozzese, denominata Santorini Investment Ltd. (nel seguito anche "Santorini") versando rispettivamente €329 milioni e €342 milioni e risultando così

² La società venne costituita il 14 maggio 2002 tra DB (limited partner) e Santorini Managers Limited (general partner, con sede a Edimburgo in "Deutsche Bank House") e modificata il 16 maggio per consentire l'ingresso come limited partner di BMPS.

titolari di partecipazioni pari al 49% e al 51% del capitale. La partecipazione venne iscritta nel bilancio di BMPS al costo di acquisto.

Santorini era una “società-veicolo”, cioè un contenitore creato al solo fine di svolgere un’unica operazione finanziaria. Tale operazione era rappresentata da un contratto derivato, detto “collared equity swap” stipulato sempre il 16 maggio 2002 e avente come controparte DB, che dunque era contemporaneamente *sia azionista che controparte di Santorini*. Poiché la stipula di un derivato non comporta di norma un immediato esborso di cassa, il capitale versato dai due soci venne investito da Santorini in attività finanziarie fruttifere, destinate a essere utilizzate come garanzia sui pagamenti futuri per il derivato (cfr. Figura 2).

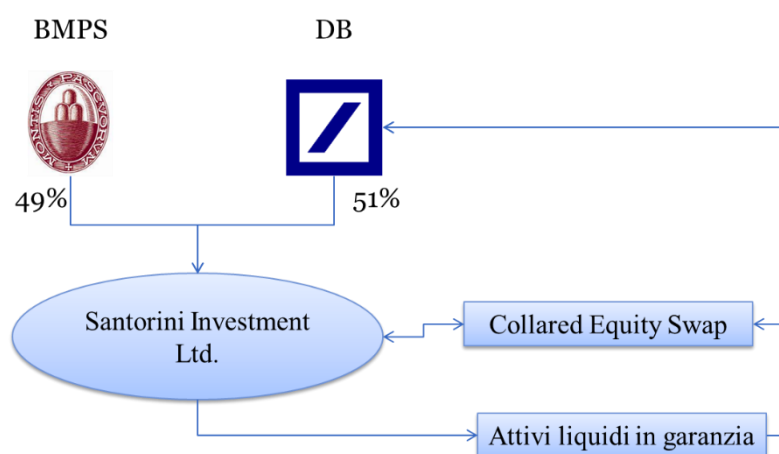


Figura 2 - La società-veicolo Santorini Investment Limited

Un equity swap (detto anche total return equity swap, cfr. Box 1) è un contratto con cui due parti si impegnano a scambiarsi pagamenti periodici, entrambi variabili, uno dei quali è fisso o indicizzato a un parametro di mercato (per esempio, tasso Euribor), mentre l’altro è basato sui flussi di cassa (dividendi e capital gain o perdite) generati da un titolo o da un portafoglio azionario.

Box 1: Total Return Equity Swap

Un total return equity swap (in breve: “equity swap”) è un contratto con il quale due controparti si impegnano a scambiarsi pagamenti periodici, dei quali uno può essere fisso (ad es. 4%) oppure, più spesso, indicizzato a un parametro di mercato quale il

tasso interbancario (per esempio tasso Euribor a 6 mesi³) e l'altro è basato sui flussi di cassa (dividendi e capital gain o perdite) generati da un titolo o un portafoglio azionario. In questo modo viene trasferito sia il rendimento, sia il rischio del portafoglio azionario. Quest'ultimo rappresenta l'attività di riferimento, o *reference asset* (RA), del contratto.

Si supponga ad esempio che la banca A abbia un portafoglio azionario del quale non intende sopportare il rischio. Si supponga poi che il gestore di portafogli B desideri fare un investimento temporaneo in quelle azioni senza sopportare i costi connessi con l'acquisto e la rivendita successiva dei titoli. Negoziando un equity swap la banca A si accorda per versare al gestore B dei pagamenti pari ai flussi di cassa generati dal portafoglio azionario. In pratica, la banca A versa al gestore B l'intero rendimento (total rate of return) del portafoglio, ossia i dividendi e l'eventuale differenza fra prezzo finale e prezzo iniziale del portafoglio. Contemporaneamente, il gestore B si impegna a corrispondere alla banca A, alle stesse date, dei pagamenti a tasso fisso o indicizzati a un parametro di mercato – per esempio l'Euribor - maggiorato di un certo spread che dipende tra l'altro dalla rischiosità del portafoglio azionario oggetto del contratto. Giunti a scadenza dello swap la banca A paga al gestore B il flusso di cassa connesso al valore effettivo di mercato del portafoglio e riceve da quest'ultima un pagamento pari al valore nominale ("nozionale") del portafoglio inizialmente concordato.

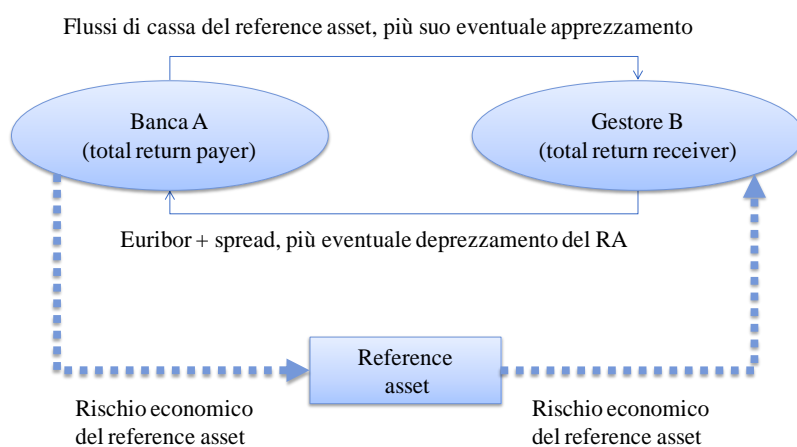


Figura 3 – Schema di un generico equity swap

Alla scadenza del contratto (o alle date previste contrattualmente, solitamente coincidenti con le date di pagamento dei cash flows), in caso di deprezzamento del reference asset, l'acquirente della protezione riceve dalla controparte una somma pari alla differenza tra il suo valore di riferimento iniziale ed il suo valore di mercato a quella data; viceversa, se il reference asset a scadenza si è apprezzato, il venditore della protezione riceve dalla controparte (total return payer) una somma pari all'ammontare dell'apprezzamento. Nella Figura 3 viene presentato un esempio di equity swap.

Il contratto tra Santorini e DB (cfr. Figura 4) riguardava 143.080.096 azioni Sanpaolo IMI (divenute poi azioni Intesa Sanpaolo a seguito della fusione di Sanpaolo-IMI con

³ I tassi Euribor sono tassi interbancari di riferimento (c.d. "tassi benchmark") diffusi giornalmente dalla Federazione Bancaria Europea; sono calcolati, secondo un preciso algoritmo, come media dei tassi di interesse quotati sui depositi da un campione di grandi banche operanti nell'Unione Europea. I tassi Euribor vengono rilevati ogni giorno per un insieme di scadenze standard, comprese tra un giorno e un anno. Insieme ad altri tassi benchmark (come il Libor, o i tassi sugli swap a breve scadenza) vengono utilizzati come parametri di indicizzazione di numerosi contratti finanziari (per esempio contratti derivati o mutui a tasso variabile).

Banca Intesa⁴), ognuna valutata ad un prezzo di riferimento di € 11,742. Il prodotto tra numero di azioni e prezzo di riferimento (€1.680 milioni) era il capitale nozionale del contratto.

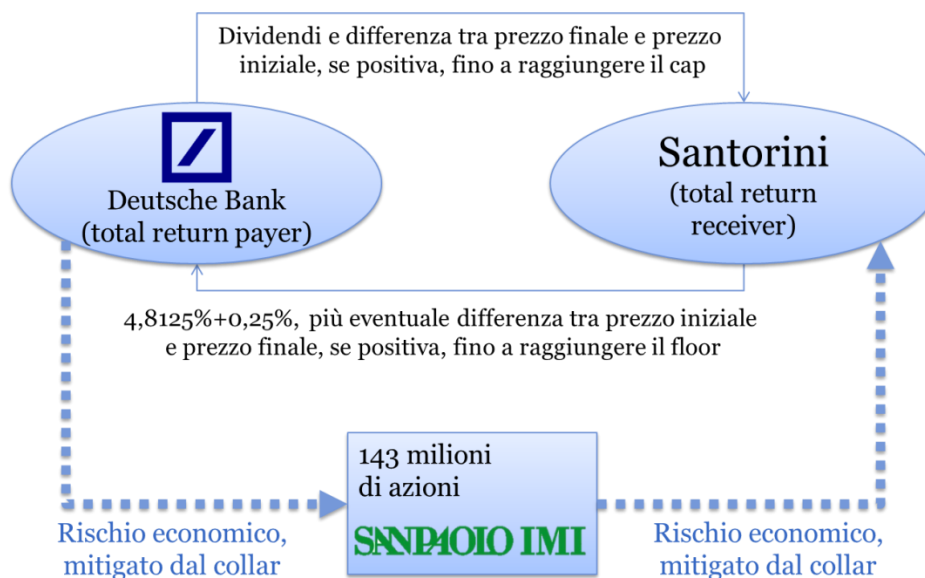


Figura 4 . Il contratto di collared equity swap tra DB e Santorini

DB si impegnava a pagare a Santorini i dividendi ricevuti dalle azioni⁵ e inoltre, alla scadenza del contratto (16 maggio 2005), l'eventuale differenza positiva fra il prezzo di mercato corrente del titolo⁶ e il prezzo di riferimento.

Santorini si impegnava a pagare a DB un tasso di interesse predefinito (4,8125%, più uno spread dello 0,25%) moltiplicato per il valore nozionale del contratto, e inoltre,

⁴ La fusione divenne operativa il primo gennaio 2007. Ogni azione Sanpaolo IMI venne convertita in 3,115 azioni ordinarie Intesa Sanpaolo. Come si vedrà meglio nel §3.1.5, i parametri del collared equity swap vennero anch'essi ricalcolati in funzione del rapporto di concambio.

⁵ Il contratto prevedeva il pagamento a Santorini dei dividendi pagati sulle azioni detenute da DB per coprire, usando la tecnica del delta hedging, una posizione corta sul 49% delle azioni sottostanti il collared equity swap; era inoltre previsto che i dividendi incassati da Santorini andassero interamente a BMPS.

⁶ Ai sensi del collared equity swap, per "prezzo di mercato corrente del titolo" doveva intendersi il prezzo a cui DB avrebbe effettivamente ceduto sul mercato, nei tre mesi antecedenti la scadenza, le attività detenute a copertura della sua posizione "corta" in azioni Sanpaolo IMI.

sempre alla scadenza del contratto, l'eventuale differenza positiva tra il prezzo di riferimento e il prezzo di mercato corrente del titolo.

Trattandosi di un contratto "collared", dove il pagamento finale è sottoposto a limiti massimi per entrambe le parti (cfr. Figura 5), la differenza tra prezzo corrente e prezzo di riferimento versata da DB alla scadenza non avrebbe potuto superare €7,163 (per un costo totale massimo di circa €1.025 milioni), mentre la differenza tra prezzo di riferimento e prezzo corrente corrisposta da Santorini non avrebbe potuto superare €3,523 (per un esborso totale massimo di circa €504 milioni). Ciò equivale a dire che, in caso di forte rialzo del titolo Sanpaolo IMI, il pagamento massimo di DB si sarebbe comunque calcolato rispetto a un prezzo corrente convenzionale di non oltre €18,905 (il prezzo di riferimento, €11,742, più il citato differenziale massimo di €7,163), detto *cap*; similmente, in caso di forte ribasso del titolo Intesa Sanpaolo, il pagamento massimo di Santorini si sarebbe comunque calcolato rispetto a un prezzo corrente convenzionale di almeno €8,219 (€11,742 - €3,253) detto *floor*.

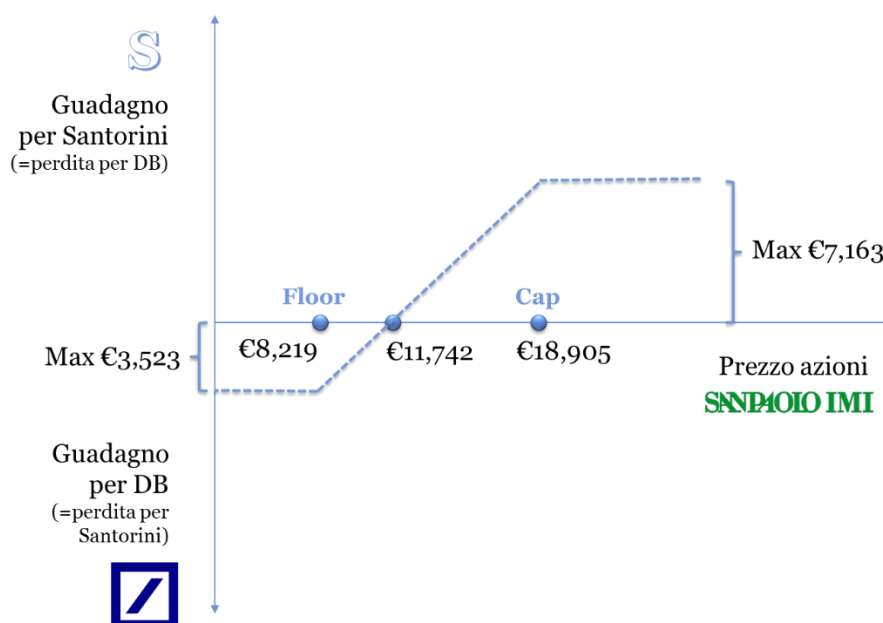


Figura 5 - Funzionamento del collar

Si noti che, a prescindere dalla congruità del tasso d'interesse richiesto a Santorini, il collared equity swap manteneva in capo alla stessa – e quindi a BMPS – consistenti rischi economici legati al valore delle azioni Sanpaolo IMI (visto che solo in caso di un

calo dell'azione al di sotto di €8,219 sarebbe scattato un limite al pagamento massimo) e al rischio di un calo nei dividendi.

Inoltre, nonostante sul piano formale il socio di maggioranza di Santorini fosse DB, l'unico soggetto ad avere un reale interesse economico nella società era BMPS, visto che DB operava in contropartita con sé stessa, e dunque eventuali guadagni/perdite di Santorini sul derivato erano compensati – per la quota di società facente capo a DB – da identici perdite/guadagni di DB (cfr. Figura 6).

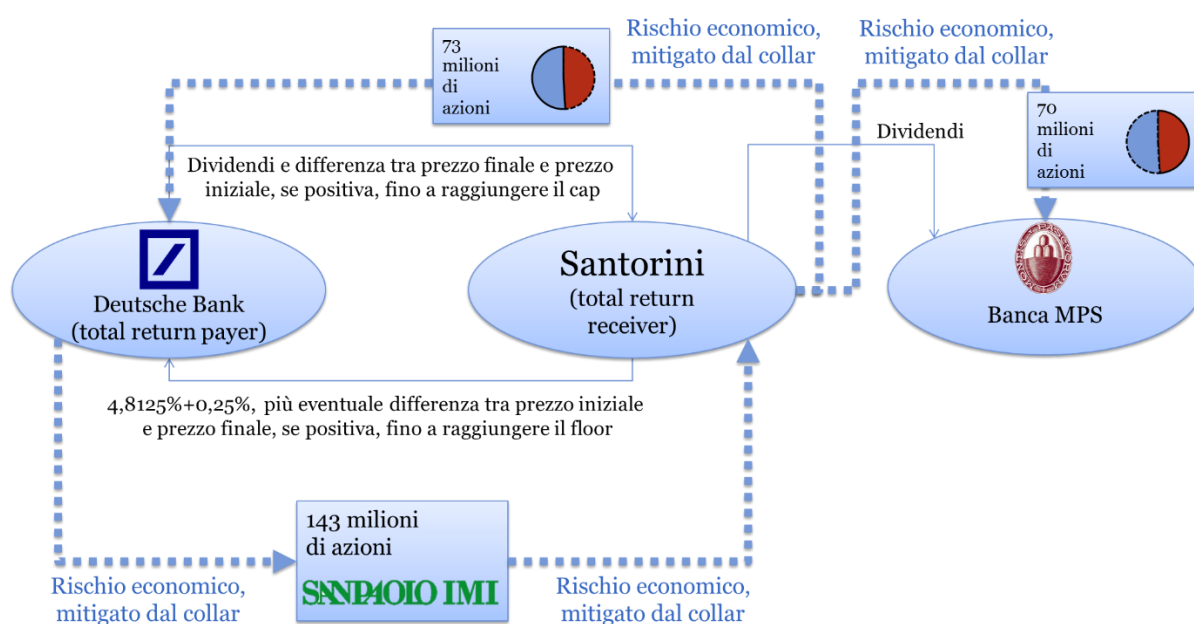


Figura 6 - La posizione di DB in contropartita a se stessa

3.1.2 La cessione di azioni Sanpaolo IMI a DB

Il collared equity swap ora descritto non rappresentava la sola operazione negoziata tra BMPS e DB e avente ad oggetto azioni Sanpaolo IMI. Lo stesso 16 maggio 2002, infatti, BMPS cedette a DB un pacchetto di 70.109.247 azioni SanPaolo IMI, pari all'intera partecipazione di MPS in Sanpaolo IMI, al prezzo di €11,20 per azione.

Tuttavia, come si è visto, il collared equity swap riportava in capo a BMPS buona parte dei rischi legati a un deprezzamento delle azioni e tutti i rischi legati alla riduzione del dividendo. Al riguardo si noti che il numero di azioni sottostante il collared equity swap (143.080.096) era stato fissato in modo tale che la quota corrispondente all'interesse economico di BMPS in Santorini (49%, essendo il

restante 51% una partita di giro di DB con se stessa) fosse esattamente pari alle 70.109.247 azioni “cedute” da BMPS a DB.

Il combinato disposto delle due operazioni (collared equity swap e cessione delle azioni) produceva in sostanza i seguenti, principali effetti:

- BMPS incassava €785 milioni da DB per le azioni, ma doveva versarne €329 in Santorini, a garanzia sulle future perdite che la stessa avrebbe potuto sostenere sul derivato (e cioè a garanzia dei possibili futuri guadagni di DB);
- BMPS perdeva i diritti di voto sulle sue azioni Sanpaolo IMI, rinunciando a esercitare qualsiasi influenza futura sulla gestione della banca e/o di eventuali riassetti azionari, fusioni o acquisizioni;
- BMPS – in proporzione al 49% dalla stessa detenuto in Santorini – accettava di pagare a DB un tasso d’interesse predefinito fino alla scadenza del contratto, ricevendo in cambio il dividendo sulle azioni Sanpaolo IMI;
- BMPS accettava di lasciare a DB la quota di controllo in Santorini, pur essendo l’unico socio esposto a un reale rischio d’impresa;
- BMPS restava esposta al rischio di riduzioni nel dividendo e di riduzioni nel valore del titolo, sia pure – per queste ultime – entro un limite massimo di €247 milioni (pari al 49% della perdita massima per Santorini). In sostanza il rischio economico dell’investimento in azioni Sanpaolo IMI, ritornava in capo a quest’ultima per il tramite di Santorini, sia pure mitigato dall’acquisto di un floor (cfr. il “circuito” evidenziato in rosso nella Figura 7).

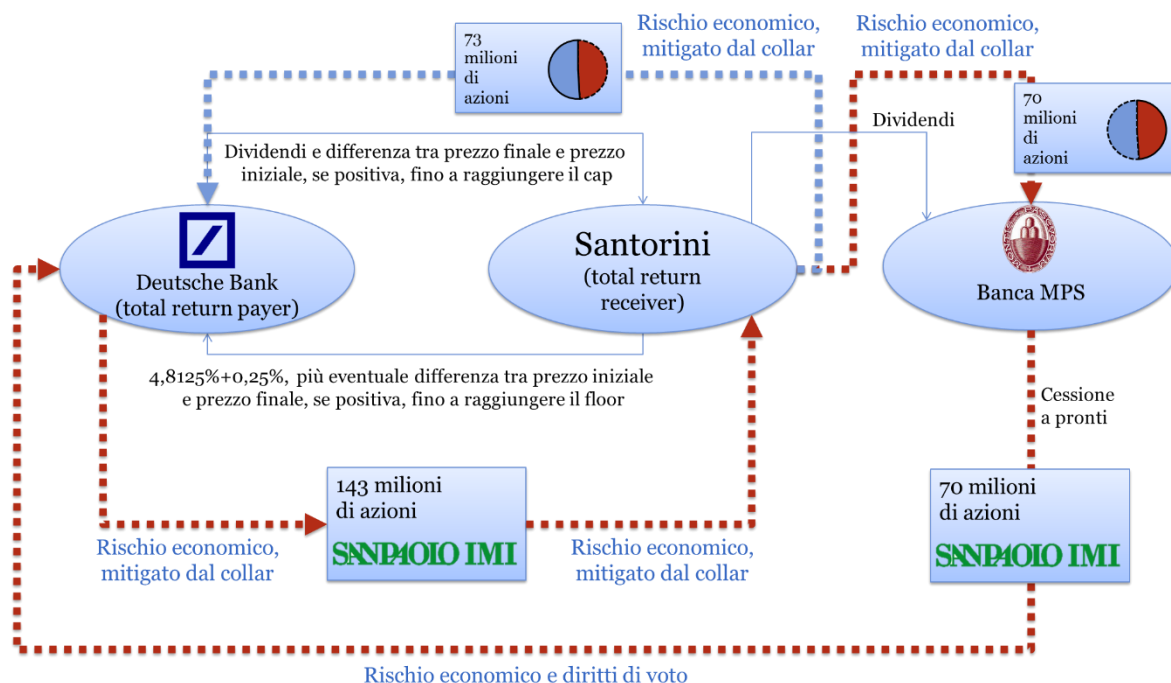


Figura 7 - La cessione a pronti delle azioni Sanpaolo IMI e il mantenimento di un rischio economico in capo a BMPS

3.1.3 La prima rinegoziazione del collared equity swap

Il 13 dicembre 2004 – allorché il titolo Sanpaolo IMI quotava €10,34 – la scadenza del collared equity swap venne prorogata fino al 29 maggio 2009 e furono modificati alcuni parametri del contratto, con decorrenza 16 maggio 2005. In particolare, si decise di ridurre da 4,8125% a 3,0502% il tasso corrisposto da Santorini, di accoppiare alla scadenza del 2009 i pagamenti degli importi a tasso fisso altrimenti da versare annualmente e di abbassare da €18,905 a €14,01 il *cap*, in modo da limitare ulteriormente la perdita massima per DB in caso di rialzo delle azioni Sanpaolo IMI.

3.1.4 Il recesso di DB da Santorini e la seconda rinegoziazione del collared equity swap

Il 22 dicembre 2006 DB esercitò il diritto di recesso e ottenne da Santorini il rimborso della propria partecipazione al capitale. Contestualmente, il vecchio general manager, Santorini Managers Limited, venne sostituito da MPS Finance.

Santorini divenne pertanto controllata al 100% da BMPS. Contestualmente, il nozionale del collared equity swap venne ridotto al 49% dell'importo originario. In pratica venne eliminata la parte di contratto che compensava i guadagni e le perdite derivanti dalla partecipazione di DB in Santorini, lasciando in essere solo la parte che

fin dall'inizio, rappresentava nei fatti un contratto derivato tra DB e BMPS "filtrato" dall'interposizione di Santorini, e che insisteva sulle 70.109.247 azioni Sanpaolo IMI "cedute" da BMPS a DB il 16 maggio 2002.

3.1.5 La chiusura del collared equity swap

Il 29 maggio 2009 il collared equity swap giunse, come previsto, a scadenza. Di conseguenza, Santorini liquidò a Deutsche Bank la differenza tra il prezzo di riferimento e il floor (visto che il prezzo corrente dell'azione Intesa Sanpaolo era inferiore a quest'ultimo), moltiplicato per il numero di azioni indicato nel contratto.

Si noti che, a seguito del concambio di ogni azione Sanpaolo IMI in 3,115 titoli Intesa Sanpaolo (con decorrenza primo gennaio 2007), tutti i dati del contratto erano stati automaticamente aggiornati come indicato in Tabella 1. La medesima tabella mostra che l'esborso per Santorini, legato alla protezione dal ribasso del titolo Intesa Sanpaolo che la stessa aveva fornito a DB, fu di circa €247 milioni. A ciò si aggiungeva un esborso in conto interessi, legato ai pagamenti a tasso fisso, da Santorini a DB, previsti dal contratto, per un totale di €362 milioni.

Tabella 1 – Valori di chiusura del collared equity swap tra Santorini e DB

(a)	Rapporto di concambio	3,115
	<i>Prezzo di riferimento</i>	
(b)	- ante fusione	11,742
(c) = (b)/(a)	- post fusione	3,770
	<i>Floor</i>	
(d)	- ante fusione	8,219
(e)=(d)/(a)	- post fusione	2,639
	<i>N. azioni</i>	
(f)	- ante fusione	70.109.247
(g)=(f)x(a)	- post fusione	218.390.304,5
(h)	Prezzo azione Intesa Sanpaolo	2,175
(i)=max(e,h)	Maggiore tra prezzo e floor	2,639
(l)=(c-i)x(g)	Esborso per Santorini (€m)	247,0
	Ulteriore esborso in conto	
(m)	interessi (€m)*	115,3
(n)=(l)+(m)	Esborso totale per Santorini (€m)	362,3

* Valore comunicato da DB il 19 giugno 2009

3.2 Il “salvataggio” di Santorini a spese di BMPS

3.2.1 I sei total return swap del dicembre 2008

Già a fine novembre 2008 l'azione Intesa Sanpaolo quotava intorno a €2,4 per azione, in forte ribasso. Anche tenendo conto del floor che limitava le perdite per MPS, pari a €2,639 come indicato in Tabella 1, la perdita per Santorini sul collared equity swap (in scadenza nel maggio successivo) si preannunciava ingente e avrebbe dovuto essere riconosciuta nel bilancio consolidato 2008 di BMPS attraverso una consistente svalutazione della partecipazione in Santorini.

In queste circostanze, DB sottoscrive tre coppie di contratti di total return swap: all'interno di ogni coppia, un contratto ha come controparte Santorini e l'altro BMPS, come indicato in Tabella 2. Come vedremo tra breve, i tre contratti con Santorini rappresentano autentiche “ciambelle di salvataggio” per risollevare il conto economico del veicolo scozzese, ma il costo di questo sostegno viene traslato su BMPS.

Tabella 2 - Contratti di total return swap sottoscritti da Santorini e BMPS

Coppia n. Controparte di DB	1		2		3	
	Santorini	BMPS	Santorini	BMPS	Santorini	BMPS
Riferimenti	16-1	17-1	16-2	17-2	16-3	17-3
Sottostante Nozionale, €m	BTP 1 agosto 2018, 4,50% 750		BTP 1 febbraio 2020, 4,50%. 750		BTP 1 febbraio 2020, 4,50%. 500	
Trade date	03/12/2008		03/12/2008		15/12/2008	
Effective date	09/12/2008	05/12/2008	09/12/2008	05/12/2008	18/12/2008	17/12/2008
Scadenza	01/08/2018		01/02/2020		01/02/2020	
<i>All'Effective Date</i>						
DB paga (€m)	774,6	774,2	771,7	771,4	500,0	500,0
DB riceve	Nozionale in BTP		Nozionale in BTP		Nozionale in BTP	
<i>Nel corso del contratto</i>						
DB paga	4,50% su nozionale		4,50% su nozionale		4,50% su nozionale	
DB riceve (in grassetto l'opzione che si è verificata)	6,76% o 2,22% su €774,6m	Eur Eonia Swap 6 m +3,81% o - 0.725% su €774.2m	6,50% o 2,46% su €771,7m	Eur Eonia Swap 6 m +3,47% o - 0.55% su €774.2m	5,75% o 3,13% su €500,0m	Eur Euribor 6 m +1,87% o - 0.74% su €500,0m
Indice di riferimento	DBFRB EUR index (2)	DB trends EUR index	DBFRB EUR index (2)	DB trends EUR index	DB FRB USD e DB trends USD index	USD Libor e swap rate
Periodo osservazione indice	Dal 2 al 5-12-2008		Dal 2 al 5-12-2008		Dal 10 al 17-12-2008	
Condizione favorevole a DB	Aumento dei tassi sull'euro	Calo dei tassi sull'euro	Aumento dei tassi sull'euro	Calo dei tassi sull'euro	Aumento dei tassi sul dollaro	Calo dei tassi sul dollaro
<i>A scadenza</i>						
DB consegna	Nozionale in BTP o suo prezzo		Nozionale in BTP o suo prezzo		Nozionale in BTP o suo prezzo	
DB riceve	750		750		500	
<i>Estinzione</i>						
Data	16-3-2009 (efficacia 12-12- 2008)		16-3-2009 (efficacia 12-12- 2008)		30 - 12- 2008	
DB paga	152,1		151,9		60,0	

Tutti e sei i contratti seguono uno schema simile (cfr. Figura 8 e Figura 9) in base al quale:

- alla data di entrata in vigore dell'accordo ("effective date"), DB riceve BTP per un determinato valore facciale (da Santorini o da BMPS) in cambio di un certo prezzo da liquidarsi in contanti⁷;

⁷ Cfr. la Tabella 2 per il dettaglio dei BTP sottostanti e dei prezzi pagati.

- per tutta la durata del contratto, DB retrocede alle controparti le cedole incassate sul BTP, pari al 4,5% annuo, e in cambio riceve da queste un pagamento periodico; l'entità di tale pagamento dipende dall'andamento di alcuni indici e variabili di mercato nei giorni immediatamente successivi alla data di stipula indicata sul contratto, ma antecedenti alla data di entrata in vigore dello stesso⁸. In concreto, l'andamento di tali indici e variabili farà sì che Santorini paghi un tasso molto conveniente (sensibilmente inferiore al 4,5% ricevuto da DB), mentre BMPS pagherà un tasso assai oneroso⁹ (cfr. i valori in grassetto nella Tabella 2): in tal modo si realizzerà di fatto un trasferimento di risorse da BMPS a Santorini, per il tramite di DB;
- per tutta la durata del contratto, inoltre, le parti si impegnano a costituire un deposito in denaro a garanzia delle proprie obbligazioni future, in misura variabile a seconda del valore corrente del contratto¹⁰. Nonostante tale previsione riguardi, in linea teorica, entrambi i contraenti, è chiaro che essa colpisce principalmente la parte per cui il contratto risulta svantaggioso: così ad esempio nei contratti tra DB e BMPS, poiché le prestazioni garantite a DB valgono di più di quelle riconosciute a BMPS, il contratto nasce con un valore già fortemente positivo per DB e BMPS si trova a dover versare, da subito, una consistente garanzia in denaro. Considerato che è assai inverosimile che il valore del contratto diventi positivo per BMPS (e che dunque la stessa possa

⁸ Volendo sintetizzare, si può dire che Santorini scommetteva sul ribasso dei tassi di mercato (condizione che si è poi effettivamente verificata) mentre BMPS scommetteva sul loro rialzo (condizione non verificata). Al riguardo è interessante osservare che le date di negoziazione dei contratti ("trade dates": 3 e 15 dicembre) precedevano di poche ore due importanti riunioni della BCE e della Federal Reserve in cui sarebbe stato deciso un consistente taglio dei tassi di mercato, e che tale taglio era ampiamente atteso dagli operatori.

⁹ I pagamenti a carico di BMPS erano indicizzati al tasso Euribor 6 mesi o al tasso EONIA swap index a 6 mesi. Circa il tasso Euribor a 6 mesi, si veda la nota 3. Il tasso EONIA swap index è il tasso a cui è possibile concludere uno swap a 6 mesi, tra primarie banche, indicizzato al tasso EONIA. E' rilevato dalla Federazione Bancaria Europea e rappresenta la media delle indicazioni fornite quotidianamente da un campione rappresentativo di primarie banche.

¹⁰ Ad esempio, se il rischio di un default della Repubblica Italiana fosse aumentato, allora Santorini e BMPS, essendosi impegnati a tenere DB indenne dalle perdite legate a un eventuale dissesto, avrebbero dovuto incrementare l'ammontare versato a garanzia.

- ricevere indietro la garanzia prestata) appare singolare che i fondi versati dalla banca senese vengano remunerati a un tasso overnight (il tasso EONIA¹¹, senza maggiorazione alcuna), cioè un tasso basso perché applicato di norma a operazioni con scadenza il giorno successivo; anche questa insufficiente remunerazione rappresenta un danno economico per BMPS¹²;
- alla data di scadenza (che coincide con la data di scadenza del BTP, dunque nel 2018 o nel 2020), DB riceve il valore nominale dei BTP e in cambio consegna (a Santorini o a BMPS) i titoli o il loro valore¹³; se il BTP sarà stato onorato regolarmente, tale valore sarà pari al valore facciale e le obbligazioni delle parti si compenseranno esattamente. Se invece la Repubblica Italiana dovesse risultare inadempiente, DB pagherà il solo valore di mercato dei titoli (che potrà essere di molto inferiore al valore nominale), ricevendo in cambio l'intero valore facciale;
 - questo meccanismo di protezione dal rischio di default dell'Italia (garantito a DB da BMPS) non opera soltanto alla data di scadenza del contratto, ma può diventare operativo in qualunque momento. E' infatti previsto che, se la Repubblica Italiana risulterà inadempiente rispetto alle proprie obbligazioni, BMPS dovrà immediatamente rimborsare a DB il danno subito. Per esempio, DB potrà consegnare a BMPS i BTP citati nel contratto (oppure, a sua esclusiva scelta, altri titoli di debito della Repubblica Italiana) richiedendo in pagamento l'intero capitale nominale.

¹¹ L'Eonia (Euro OverNight Index Average) è il tasso di interesse medio al quale un campione di banche europee si concede reciprocamente prestiti in euro per un periodo di un giorno. E' calcolato dalla Federazione Bancaria Europea con il supporto della Banca Centrale Europea.

¹² E' possibile argomentare che svantaggi analoghi sussistevano per DB in relazione ai contratti con Santorini (visto che il valore del contratto era positivo per quest'ultima e ciò avrebbe comportato il versamento, da parte di DB, di un deposito di garanzia). Va ricordato tuttavia che i contratti tra DB e Santorini sono rimasti in essere per un lasso di tempo molto breve, e pertanto così è stato anche per i depositi di garanzia eventualmente costituiti da DB.

¹³ E' previsto che sia la stessa DB a determinare il valore dei titoli, se diverso dal valore facciale, in qualità di "calculation agent". In questo modo DB si tutela anche contro il rischio di discussioni circa l'effettiva entità dei pagamenti che Santorini e BMPS sono tenute a corrisponderle.

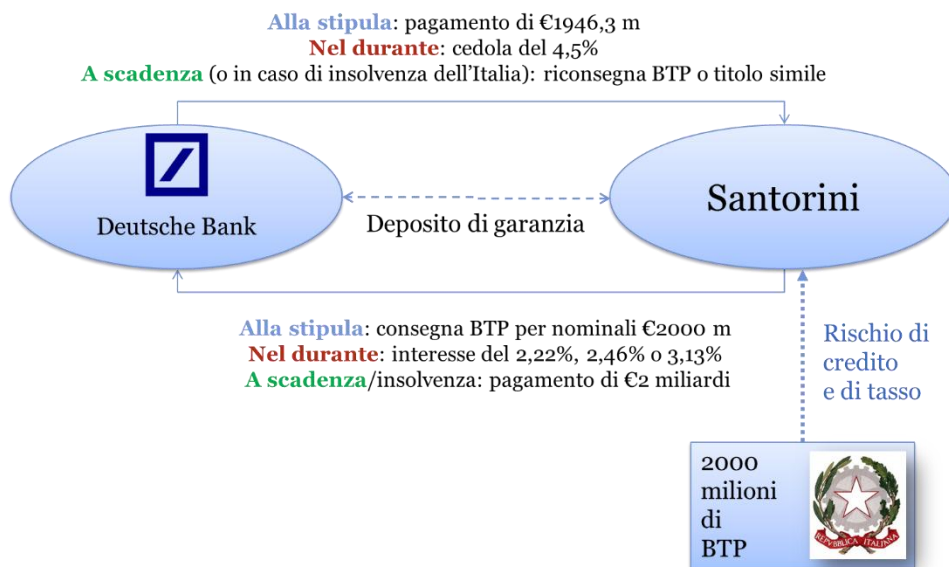


Figura 8 – Schema dei tre contratti con Santorini

Quest'ultimo meccanismo fa sì che i sei contratti forniscano protezione a DB, su un capitale nozionale di €4 miliardi, contro le perdite derivanti da un default della Repubblica Italiana. Come si è detto, per essere indennizzata dalle eventuali perdite legate al dissesto della Repubblica DB non deve attendere la scadenza dei titoli, visto che è espressamente previsto che, in caso di un default dell'Italia o di altro evento assimilabile, la controparte (sia essa Santorini o BMPS) debba immediatamente risarcire a DB la differenza tra il valore nominale dei titoli e il loro valore post-default.

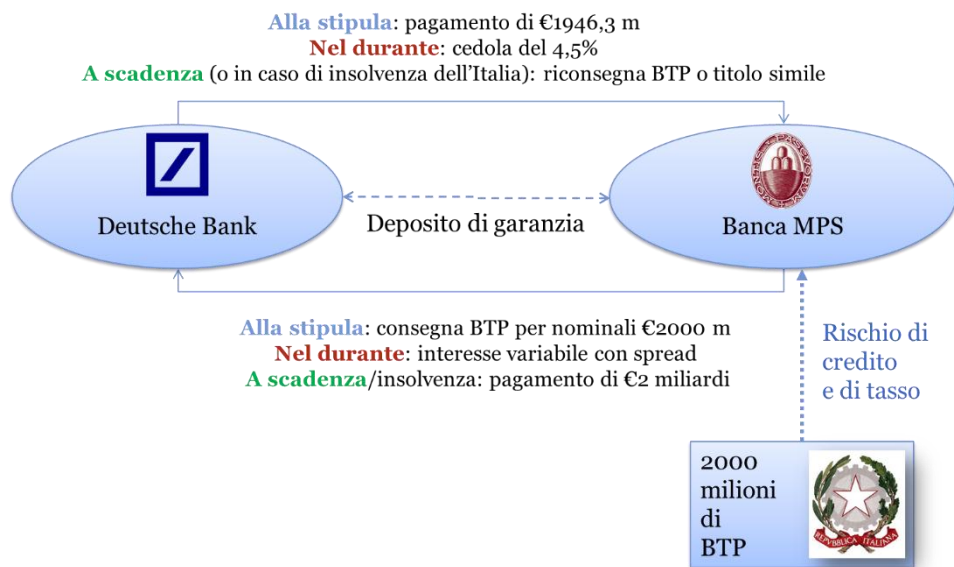


Figura 9 – Schema dei tre contratti con BMPS

Dal punto di vista di BMPS, i tre total return swap:

- producevano un danno economico legato al fatto che negli anni successivi la banca avrebbe molto probabilmente pagato tassi più elevati di quello incassato;
- mantenevano in capo a BMPS un consistente rischio di tasso, visto che mentre il rendimento dei BTP era fisso (4,5%), il costo pagato a DB avrebbe potuto salire a seguito del rialzo dei tassi di mercato;
- imponevano a BMPS di depositare un ammontare elevato e potenzialmente crescente di attività liquide a garanzia del contratto, ricevendo una remunerazione al solo tasso EONIA, senza maggiorazione alcuna. Ciò accadeva in un contesto di mercato in cui – dopo il dissesto di Lehman Brothers nel settembre del 2008 – la liquidità disponibile sul mercato interbancario era divenuta sensibilmente più difficile da reperire e più costosa;
- lasciavano la banca senese esposta anche a un consistente rischio di credito, visto che le conseguenze di un eventuale default della Repubblica Italiana gravavano interamente su BMPS;

- creavano un rischio aggiuntivo in capo a BMPS, legato alla possibilità che DB – se l'Italia fosse diventata inadempiente – consegnasse un titolo della Repubblica diverso da quello indicato nel contratto e avente ovviamente un valore di mercato minore¹⁴.

Per effetto di queste considerazioni i tre total return swap avevano, fin dal loro avvio, un valore fortemente negativo per BMPS. Tale valore è stato recentemente stimato in -429 milioni da BMPS tenendo conto delle condizioni di mercato prevalenti al momento della stipula dei tre contratti.

Affinché questo valore negativo *ab origine* non venisse immediatamente evidenziato nel bilancio della banca, ma per così dire “spalmato” lungo tutto l’arco di vita del contratto (o comunque fatto emergere solo in un momento successivo), la banca contabilizzò l’operazione come un finanziamento iscrivendo il mero corrispettivo ricevuto (secondo la c.d. “valutazione al costo”), e dunque senza riflettere l’esistenza di condizioni economiche penalizzanti che aumentavano sensibilmente il valore della passività. Tale valutazione “al costo” dell’operazione, che non ne ha esplicitato il reale valore economico (“fair value”) ha destato le riserve della Banca d’Italia, come comunicato al pubblico nel gennaio 2013¹⁵.

A supporto di tale scelta qualcuno potrebbe invocare una lettura meccanica e letterale dei principi contabili, in particolare del paragrafo 29 dello IAS 39, là dove afferma che “se un trasferimento non comporta un’eliminazione perché l’entità ha mantenuto sostanzialmente tutti i rischi e i benefici della proprietà dell’attività trasferita, l’entità deve continuare a riconoscere l’attività trasferita nella sua totalità e *deve* riconoscere una passività finanziaria *per il corrispettivo ricevuto*”. Una simile interpretazione, tuttavia, contrasterebbe con i principi generali in materia di prima iscrizione delle passività (e attività) finanziarie dettati dallo stesso IAS 39. In particolare:

- il paragrafo 43 afferma che “quando un’attività o passività finanziaria è inizialmente rilevata, un’entità deve misurarla al suo fair value”;

¹⁴ La facoltà di DB di consegnare a BMPS un titolo diverso da quello indicato nel contratto è comunemente detta, nel gergo dei mercati finanziari, “cheapest to deliver” e cioè, eloquentemente, “il meno caro da consegnare”.

¹⁵ Cfr. Banca d’Italia, comunicato intitolato “Principali Interventi di Vigilanza sul Gruppo Monte dei Paschi di Siena”, 28 gennaio 2013.

- il paragrafo AG64 afferma che “Il fair value (valore equo) di uno strumento finanziario al momento della rilevazione iniziale è normalmente il prezzo di transazione [...]. Tuttavia, se parte del corrispettivo dato o ricevuto è per qualcosa di diverso dallo strumento finanziario, il fair value (valore equo) dello strumento finanziario è stimato, utilizzando una tecnica di valutazione”.

Nel caso di specie non c'è dubbio che il “corrispettivo ricevuto” da BMPS includesse anche il meccanismo messo a punto insieme a DB e che ha consentito di salvare i conti di Santorini permettendole di sottoscrivere tre total return swap molto vantaggiosi. In cambio di tale possibilità, BMPS rinunciava a farsi riconoscere da DB una parte del valore attuale dei benefici futuri ricevuti da quest'ultima (e cioè un tasso elevato sul proprio investimento e la protezione dal default della Repubblica Italiana, il tutto su un portafoglio di titoli con controvalore pari a due miliardi). La perdita originaria legata al mancato riconoscimento a BMPS di questi benefici per DB (equivalenti a costi per BMPS), come si è detto poc'anzi, è stata recentemente stimata in €429 milioni da BMPS.

A fronte di questa consistente perdita per BMPS, i tre contratti firmati da DB con Santorini risultavano, come si è visto, molto convenienti per quest'ultima. La società scozzese, infatti, si garantiva la possibilità di incassare il 4,5% all'anno su un capitale complessivo di €2 miliardi in cambio di un pagamento più basso (ad un tasso pari rispettivamente, per i tre contratti, al 2,22%, 2,46% e 3,15%¹⁶); il tutto per un periodo di tempo assai esteso, e cioè fino al 2018 o addirittura al 2020.

3.2.2 L'estinzione dei total return swap di Santorini

I sei contratti del dicembre 2008 prevedevano la possibilità di estinzione anticipata a richiesta di una qualunque delle parti, dietro corresponsione di un compenso pari al valore di mercato corrente del derivato, tenuto conto di eventuali costi di copertura. Il calcolo di tale valore era peraltro rimesso a DB.

Per quanto riguarda Santorini, l'estinzione dei tre contratti avvenne effettivamente tra il 30 dicembre 2008 e il 16 marzo 2009, con efficacia a far tempo dal dicembre

¹⁶ Il regime di calcolo “act/360” previsto dal contratto faceva sì che i tassi dovessero di fatto essere scalati verso l'alto moltiplicandoli per un fattore pari a 365/360. Anche così, evidentemente, essi restavano ampiamente inferiori al 4,5%. Entrambi i pagamenti avvenivano su base semestrale.

2008, e comportò il pagamento di €364 milioni a Santorini da parte di DB. Tale valore andò di fatto a compensare l'esborso dovuto da Santorini a DB per effetto del collared equity swap su azioni Intesa San Paolo (€362,3 milioni, cfr. la Tabella 1 a p. 12)¹⁷.

I proventi derivanti dall'estinzione anticipata dei total return swap consentirono dunque di evitare una pesante svalutazione della partecipazione in Santorini. Il valore della stessa venne infatti ridotto da BMPS di "soli" €26 milioni nel bilancio 2008 e di altri €17 milioni nel bilancio 2009.

E' interessante osservare come i proventi per Santorini derivanti dalla chiusura anticipata dei tre total return swap con DB (€364 milioni) risultino sensibilmente inferiori ai costi per BMPS (€429 milioni) stimati dalla banca. Ciò sta a indicare che DB, lungi da operare come mero tramite di una "partita di giro" tra due entità del medesimo gruppo, ha ricavato dalle operazioni del dicembre 2008 un consistente beneficio in conto proprio.

3.2.3 La prima rinegoziazione dei total return swap di BMPS

Tra il 20 e il 22 luglio del 2009, BMPS e DB concordano di modificare le condizioni dei contratti sottoscritti nei mesi precedenti (cfr. la Tabella 3 per maggiori dettagli):

- sostituendo i titoli sottostanti con un altro (il BTP 1 maggio 2031, cedola 6%) contraddistinto da un flusso cedolare più consistente (6% anziché 4%) ma anche da una scadenza significativamente più elevata (dunque da un rischio sostanzialmente maggiore)¹⁸;
- prolungando al 1 maggio 2031 la scadenza dei total return swap;
- riducendo lo spread pagato da BMPS rispetto al tasso EONIA swap a 6 mesi.

¹⁷ Il valore indicato in Tabella 1 si riferisce al 3 giugno 2009. Al 31 dicembre 2008 il valore negativo del collared equity swap era pari a circa €337 milioni.

¹⁸ Si ricorda che in precedenza il titolo sottostante era il BTP 1 agosto 2018, con cedola 4,50% (per €750 milioni di nozionale) e il BTP 1 febbraio 2020, con cedola 4,50% (per €1.250 milioni di nozionale).

Tabella 3 - Principali elementi delle ristrutturazioni del luglio 2009

<i>Contratto</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>
Restructure date	20/07/2009	21/07/2009	22/07/2009
Riferimenti	17-1	17-2	17-3
Sottostante		BTP 1 maggio 2031, 6%	
Nozionale, €m	750	750	500
Scadenza		01/05/2031	
<i>Alla Restructure date</i>			
DB paga (€m)	823.1	823.2	548.9
DB riceve	Nozionale in BTP	Nozionale in BTP	Nozionale in BTP
<i>Nel corso del contratto</i>			
DB paga		6,00% su nozionale	
DB riceve	Eur Eonia Swap 6 m +3,02% su €823.1m	Eur Eonia Swap 6 m +3,07% su €832.2m	Eur Euribor 6 m +2,15% su €548,9m
Additional termination event	Spread CDS Italia > 500 bps		
<i>A scadenza</i>			
DB consegna	Nozionale in BTP o suo prezzo	Nozionale in BTP o suo prezzo	Nozionale in BTP o suo prezzo
DB riceve (€m)	750	750	500

Per effetto di tale ristrutturazione, se da un lato i pagamenti per interessi periodici risultavano nell'immediato più favorevoli a BMPS, dall'altro la banca si esponeva a un rilevantisimo rischio di credito (il rischio di un default della Repubblica Italiana gravava sulla banca per 22 anni), di tasso e di spread. Con riferimento al rischio di tasso, basti osservare che un rialzo del 1% della curva swap (a parità di spread), avrebbe determinato una perdita di valore immediata di oltre il 12%; lo stesso sarebbe accaduto a seguito di un aumento del 1% dello spread.

Un ulteriore aspetto deteriore dell'operazione, dal punto di vista di BMPS, era rappresentato dall'inserimento di una clausola aggiuntiva che estingueva anticipatamente il contratto qualora lo spread sui CDS (Credit Default Swap, cfr. **Box 2**) della Repubblica Italiana avesse superato i 500 punti base.

Box 2: Credit Default Swap

I credit derivatives (derivati creditizi) sono contratti utilizzati, soprattutto dalle banche, per trasferire il rischio di credito relativo a prestiti concessi a imprese (corporate loans) o il rischio relativo all'investimento in titoli obbligazionari emessi da imprese e da paesi sovrani (corporate/sovereign bonds). Fra i credit derivatives, un ruolo di primo piano è coperto dai credit default swap (CDS), che rappresentano la tipologia di credit derivative più diffusa. Un CDS è un contratto che prevede il pagamento di una

somma periodica da parte del protection buyer, ossia dal soggetto che acquista protezione, al protection seller, ossia da chi vende protezione e dunque assume il rischio di credito. In cambio di tale pagamento periodico (detto premio), il venditore di protezione garantisce alla controparte un rimborso nel caso si verifichi una determinata circostanza, detta credit event. Il "credit event" può consistere nella dichiarazione di insolvenza del reference entity o nella sua inadempienza in occasione del rimborso di un debito. L'inadempienza è generalmente definita sulla base di criteri oggettivi e basata su eventi pubblicamente verificabili. Per questo motivo sono solitamente previste delle "soglie di rilevanza" (ad esempio, che l'inadempienza deve comportare una perdita cumulativa superiore a un certo valore), in modo da garantire che solo eventi significativi facciano scattare il pagamento.

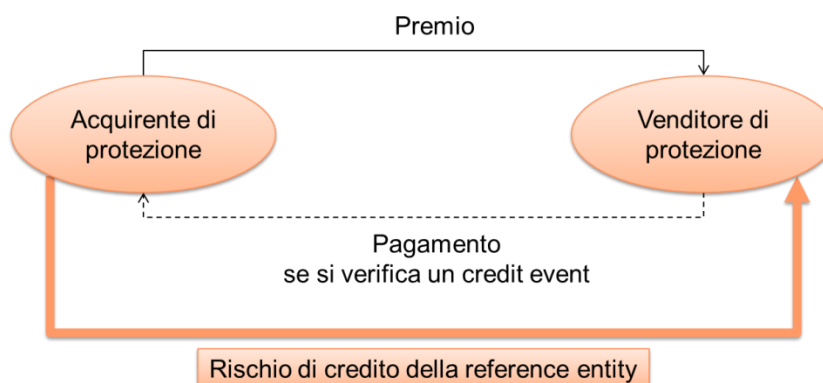


Figura 10 - Schema di un credit default swap

Così, ad esempio, la banca A che intende tutelarsi contro il rischio di insolvenza di un'impresa alla quale ha concesso un finanziamento, può accordarsi con la banca B per l'effettuazione di un pagamento periodico - annuale, semestrale o trimestrale - a fronte del quale riceve la garanzia di un pagamento in caso di inadempienza dell'impresa mutuataria (cfr. Figura 10).

In caso di credit event, il venditore di protezione è tenuto a versare alla controparte un default payment (cash settlement) o ad acquistare un'obbligazione di pagamento del reference entity (deliverable obligation) al valore stabilito all'inizio del contratto (physical settlement). In entrambi i casi, la perdita economica netta per il venditore della protezione è costituita dalla differenza tra il valore iniziale del titolo e il valore di mercato alla data in cui l'opzione viene esercitata.

3.2.4 L'aggiunta di un interest rate swap

Per porre un limite al rischio di tasso, il 15 luglio 2009 BMPS concordò con DB un'ulteriore operazione finanziaria, rappresentata da un interest rate swap a valere su un capitale nominale di due miliardi di euro (cioè la somma dei nozionali dei tre contratti negoziati nei mesi precedenti)¹⁹.

Box 3 – Interest rate swap

In un contratto contratto *swap* (letteralmente: "scambio") due parti si accordano per scambiarsi un'intera serie di pagamenti futuri (cfr. Figura 11). Il contratto stabilisce la data in cui i pagamenti verranno scambiati e il modo con cui devono essere calcolati. Molto diffusi sono gli *swap* in cui la determinazione dei pagamenti avviene in base al livello dei tassi di interesse

¹⁹ Da indicazioni fornite da BMPS risulta che tra il 2012 e il 2013 il nozionale dell'IRS sia stato ridotto da €2.000 a €1.700 milioni.

(*interest rate swap* o IRS). Il tipo più comune di IRS è il “*plain vanilla*”, nel quale la parte A si accorda per pagare alla controparte B, per un certo numero di anni e sulla base di un capitale di riferimento detto “nozionale”, un tasso fisso predeterminato (ad esempio il 5%). La controparte B a sua volta si impegna a pagare ad A, sullo stesso nozionale e per la stessa durata, un tasso variabile (ad esempio EURIBOR a 3 mesi). Si noti che il capitale “nozionale” funge solo da base di calcolo per i pagamenti di interessi, ma non viene effettivamente scambiato tra le parti.

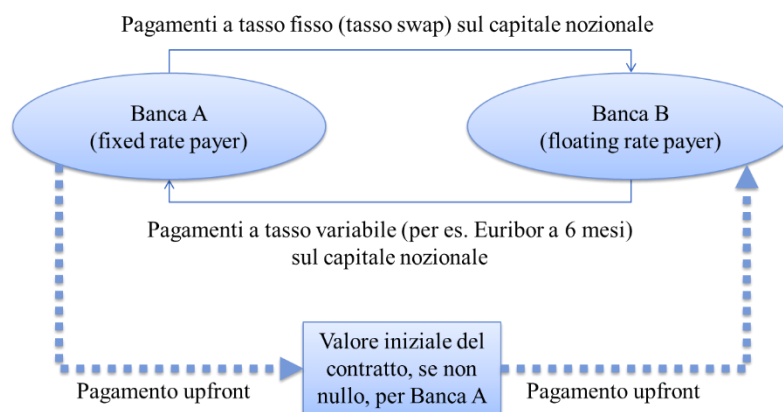


Figura 11 - Esempio di Interest Rate Swap

In un mercato efficiente, tra controparti professionali e dotate di adeguato potere negoziale, il tasso fisso a cui avvengono i pagamenti di uno swap (detto anche, per brevità, tasso swap) viene fissato in modo tale che il valore iniziale del contratto sia nullo. In altri termini, tenuto conto delle aspettative sui tassi futuri che sono implicite nelle quotazioni correnti degli altri strumenti finanziari, il tasso swap viene scelto in modo tale che, nel momento della conclusione dell'accordo, nessuna delle due parti abbia aspettative di guadagno o di perdita. Successivamente alla stipula, tuttavia, uno swap assume solitamente un valore positivo per una delle due parti e negativo per l'altra. Per esempio se il tasso variabile si colloca su livelli superiori a quelli originariamente preventivati, la parte che si è impegnata a pagare a tasso variabile fronteggia una serie di esborsi maggiori del previsto, mentre continua a ricevere il tasso swap originariamente negoziato; per essa, dunque, il valore del contratto (che è pari al valore attuale dei flussi di cassa attesi) diventa negativo. Per motivi uguali e contrari (introiti a tasso variabile superiori a quelli originariamente preventivati, in cambio di un pagamento fisso al tasso swap) l'altro contraente associa al contratto un valore positivo (e potrebbe in effetti incassare un prezzo positivo se decidesse di cedere il contratto a un terzo).

Qualora il valore di uno swap al momento della stipula non sia nullo, la parte per cui il contratto ha valore negativo viene di norma indennizzata con il pagamento di un compenso anticipato (in inglese “upfront”) in linea con il valore del contratto. In questo modo, se nel conteggio del valore attuale dei flussi di cassa attesi si aggiunge anche l'upfront, il valore totale per entrambe le parti, al momento della conclusione dello swap, ritorna a essere nullo.

A far tempo dal 1 maggio 2011, per 20 anni, BMPS si impegnava a corrispondere a DB, in ratei semestrali, un interesse fisso annuo del 6% (pari alla cedola del BTP che la stessa DB le retrocedeva ai sensi dei total return swap); in cambio DB avrebbe riconosciuto a BMPS, alle medesime date, un pagamento parametrato al tasso Euribor a 6 mesi, maggiorato di uno spread di 148,5 punti base (1,485%).

Per effetto di questo interest rate swap e dei total return swap come descritti *supra* (cfr. §3.2.3), a partire dal 1 maggio 2011 BMPS avrebbe²⁰:

- pagato interessi su un capitale totale di circa €2.195 milioni, al tasso EONIA swap a 6 mesi (Euribor a 6 mesi nel caso del terzo contratto), maggiorato degli spread indicati nella Tabella 3 (3,02%, 3,07%, 2.15%);
- incassato interessi su un capitale di due miliardi al tasso Euribor a 6 mesi maggiorato di 148,5 punti base;
- fornito protezione a DB, per circa 22 anni, a fronte del possibile default della Repubblica Italiana;
- continuato a detenere presso DB un deposito di ammontare ingente e potenzialmente crescente, remunerato al solo tasso EONIA.

Gli elementi sopra elencati vengono visualizzati nella Figura 12.

²⁰ Non si fa qui menzione dei pagamenti legati alla cedola (6%) del BTP con scadenza 1 maggio 2031, in quanto l'incasso ai sensi dei total return swap si compensava perfettamente con il pagamento dovuto all'interest rate swap. Per questo motivo, nella Figura 12, i relativi flussi sono indicati con il carattere barrato.

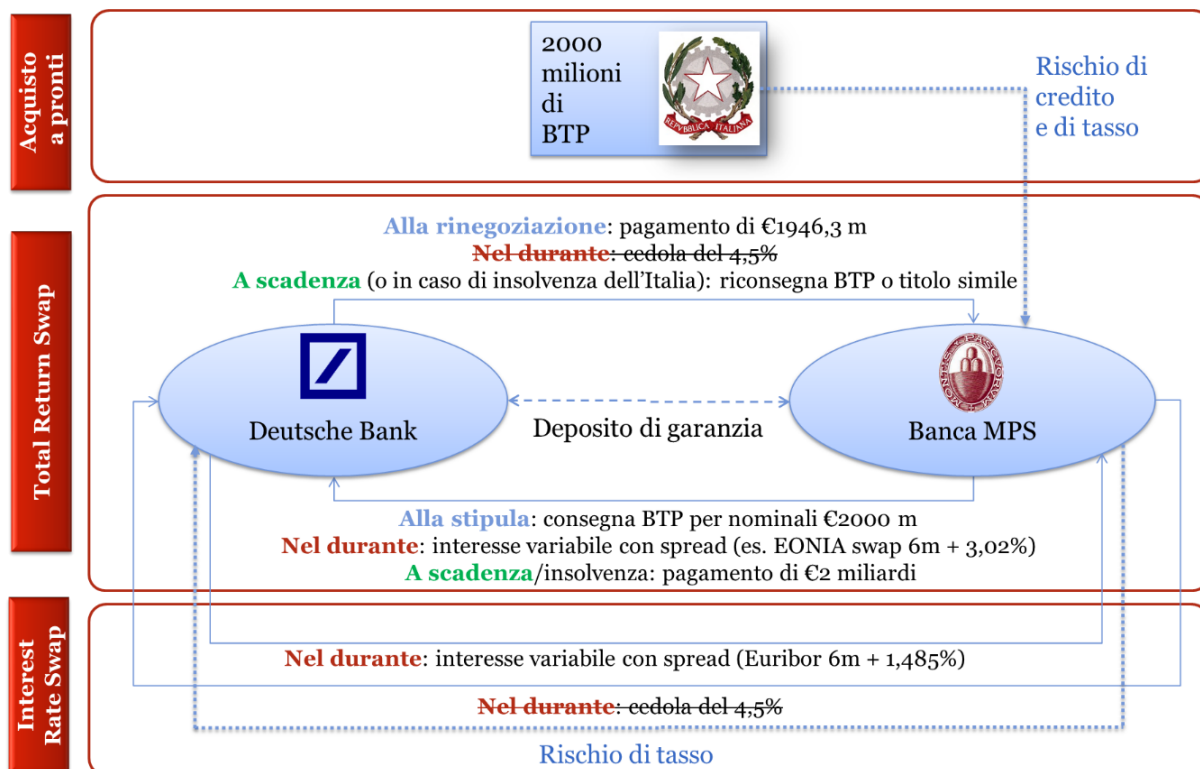


Figura 12 - Effetto del TRS e dell'IRS sui titoli acquistati da BMPS

Per quanto riguarda i pagamenti prestati e ricevuti in conto interessi, può essere utile ricordare che nei primi 15 giorni di luglio 2009 il tasso Euribor a 6 mesi valeva circa l'1,25%, mentre l'EONIA swap a 6 mesi si collocava vicino allo 0,60%. Sulla base di tali valori (e ricordando che nel caso del terzo contratto, sia il pagamento versato che quello ricevuto erano entrambi parametrati all'Euribor a 6 mesi), il versamento semestrale dovuto da BMPS sarebbe stato pari a circa 40 milioni, contro circa 28 milioni pagati da DB.

Il saldo tra i due flussi – €12 milioni al semestre, cioè 120 punti base per anno in rapporto al nozionale dell'operazione – sarebbe dunque stato sfavorevole a BMPS. E ciò a dispetto del fatto che era BMPS a fornire a DB una protezione dal rischio Italia²¹. A tutto ciò va aggiunto l'ingente deposito ottenuto da DB e versato da BMPS presso DB, che veniva remunerato al solo tasso EONIA. In proposito è utile ricordare che,

²¹ All'epoca dei fatti, il valore di mercato di una protezione dal rischio Italia era pari a circa 90 punti base per anno (stima basata sul prezzo di mercato del CDS in dollari su una scadenza standard di dieci anni).

poiché il total return swap era nato con un forte squilibrio di valore a favore di DB, il deposito di garanzia sarebbe con ogni probabilità rimasto per lungo tempo a disposizione della banca tedesca, dunque costituiva per MPS un investimento a lungo termine; ciò nonostante, il deposito maturava interessi a un tasso particolarmente modesto e cioè a un tasso “overnight” valido per operazioni con scadenza pari a un giorno.

E' interessante osservare che la protezione dal rischio di tasso, per BMPS, non decorreva da subito, ma a far tempo da maggio 2011: nei 20 mesi successivi, dunque, eventuali variazioni nei tassi di mercato avrebbero potuto arrecare consistenti perdite alla banca senese.

Anche dopo l'effettivo avvio dello swap, peraltro, la banca sarebbe rimasta esposta a un significativo “rischio di base”, considerato che gli interessi pagati e quelli ricevuti non erano parametrati al medesimo tasso di mercato, ma a due diversi benchmark (EONIA swap a 6 mesi e Euribor a 6 mesi) che avrebbero potuto muoversi (e in effetti si sono mossi) in maniera diversa l'uno dall'altro, rendendo in tal modo aleatorio il saldo in conto interessi per BMPS. La circostanza è rappresentata in Figura 13, dove si mostra l'andamento, nel periodo 2008-2009, dei due tassi citati e della loro differenza (la c.d. “base” dalla cui imprevedibilità origina il rischio di cui si è detto poc'anzi).

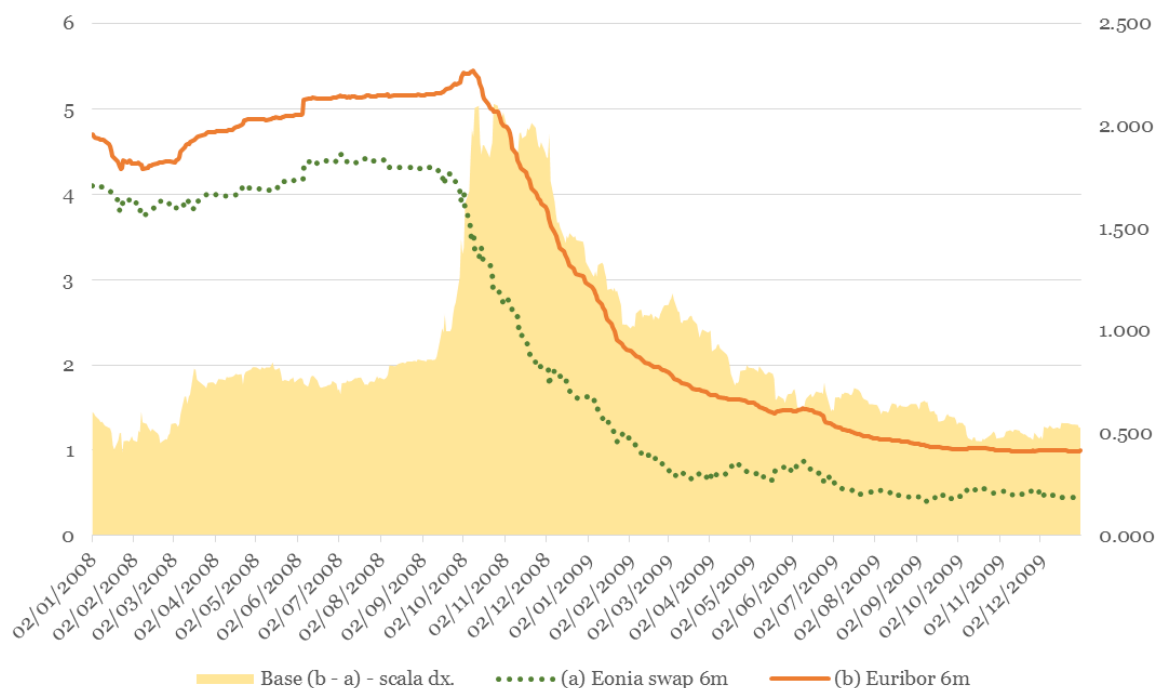


Figura 13 - Tasso Eonia, tasso Euribor a 6 mesi e "base" (valori %)

Un ulteriore rischio in capo a BMPS derivava dal fatto che il contratto di interest rate swap sottoscritto per mitigare il rischio di tasso creato dal total return swap non sarebbe cessato automaticamente qualora quest'ultimo fosse terminato in anticipo a causa del default della Repubblica Italiana. In altri termini, qualora si fosse verificata l'insolvenza dell'Italia (o un altro evento a ciò considerato assimilabile dalle clausole presenti nel total return swap):

- BMPS avrebbe dovuto continuare a tenere fede all'interest rate swap pagando a DB il 6% in cambio del tasso Euribor a 6 mesi maggiorato di 148,5 punti base, ma
- DB non avrebbe più dovuto pagare a BMPS il 6% in cambio del pagamento a tasso variabile indicato nei contratti di total return swap (essendo questi ultimi cessati a seguito del default della Repubblica).

Vi era dunque il rischio che, a seguito di un evento già di per sé gravemente pregiudizievole per BMPS (l'insolvenza dell'Italia, con il connesso obbligo di indennizzare le perdite subite da DB), la banca si trovasse esposta a un nuovo, rilevante rischio di tasso, dovendo pagare un interesse fisso e ragguardevole (il 6%) in cambio di un introito aleatorio e probabilmente più modesto.

3.2.5 Le ristrutturazioni del 2010 e del 2011

I total return swap in essere tra BMPS e DB sono stati modificati altre due volte.

Il 9 febbraio 2010 sono state riscritte alcune clausole relative al soggetto incaricato della quantificazione del deposito di garanzia e alla risoluzione di eventuali dispute sull'ammontare del deposito stesso, ed è stato specificato in modo più preciso il contratto di credit default swap a cui fare riferimento per la quantificazione del mark to market giornaliero.

Il 14 gennaio 2011 è stata rimossa la clausola, introdotta nel luglio 2009, che estingueva anticipatamente il contratto qualora lo spread sui CDS (Credit Default Swap, cfr. ancora Box 2) della Repubblica Italiana avesse superato i 500 punti base. Contemporaneamente è stato previsto un meccanismo che imponeva a BMPS, al crescere di tale spread, di incrementare significativamente il deposito di garanzia detenuto presso DB e remunerato al tasso EONIA, con un ulteriore versamento (in aggiunta a quanto già previsto dal contratto) che poteva arrivare fino a 900 milioni.

4. **Le operazioni sul titolo Alexandria e con Nomura**

4.1 **L'antefatto: l'investimento originario nelle Alexandria Notes**

4.1.1 Il funzionamento delle Alexandria Notes

Nel novembre 2005 BMPS acquista da Dresdner Bank, con regolamento 20 dicembre 2005, €400 milioni di obbligazioni "liquidity linked" emesse dalla società-veicolo Alexandria Capital Plc. (nel seguito anche "Alexandria") e collocate alla pari. Le obbligazioni (nel seguito anche "le Alexandria Notes") hanno cedola pari a Euribor a 3 mesi + 80 bps e scadenza 20 dicembre 2012²².

²² Gli ordini sono stati trasmessi dalle filiali BPMS di Francoforte (euro 60 milioni), Hong Kong (euro 40 milioni), Londra (euro 160 milioni), New York (euro 140 milioni).

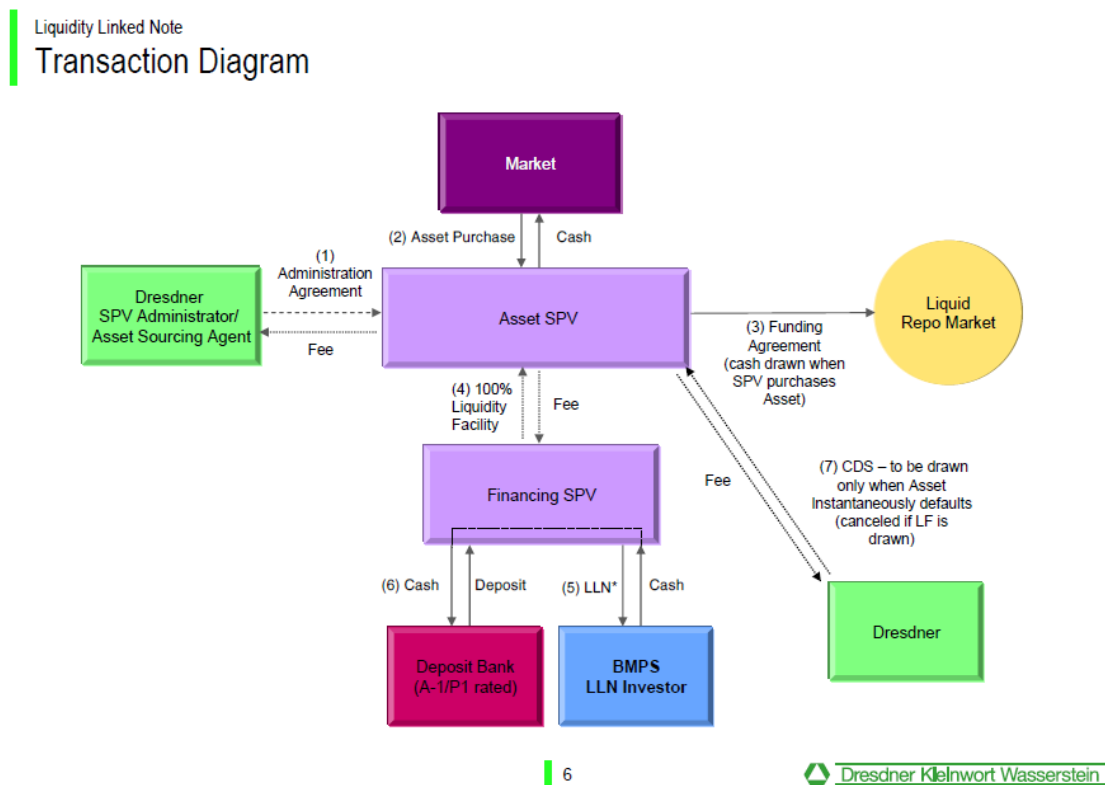


Figura 14 – Rappresentazione schematica delle liquidity linked notes

Il meccanismo sottostante alle Alexandria Notes (descritto nella Figura 14, tratta da una presentazione Dresdner a BPMS dell’ottobre 2005) è basato su una complessa architettura di contratti, che può essere così sintetizzata:

1. la provvista raccolta con le Alexandria Notes è detenuta da Alexandria (“Financing SPV”) sotto forma di depositi liquidi presso due banche²³;
2. a valere su quei fondi, Alexandria ha emesso una linea di credito (“liquidity facility”) a favore di Alchemy Capital Plc (“Asset SPV”), un secondo veicolo di investimento che investe in collateralized debt obligations (CDO)²⁴. Alchemy

²³ Caisse Nationale des Caisses d’Epargne et de Prévoyance e filiale di Jersey di HSBC Bank Plc.

²⁴ Una collateralized debt obligation (CDO) è un titolo obbligazionario garantito da crediti ed emesso da una società appositamente creata, a cui vengono cedute le attività poste a garanzia. I CDO sono solitamente garantiti da un portafoglio composto da prestiti, titoli obbligazionari o credit default swap e suddivisi in più categorie (tranche), a seconda della loro priorità di rimborso. Qualora i flussi di cassa generati dai crediti posti a garanzia del debito non siano sufficienti a far fronte al pagamento degli interessi sul CDO o al suo rimborso, vengono effettuati prima i pagamenti relativi alle categorie con priorità più alta (cosiddette senior e mezzanine) e, solo in via subordinata, quelli relativi alla categoria

può attivare tale linea di credito in caso di illiquidità del mercato dei repo, che costituisce il suo canale ordinario di finanziamento²⁵. La linea di credito (pari a €400 milioni, cioè l'importo delle Alexandria Notes) costa ad Alchemy una commissione ("commitment fee") di 80 bps, più il tasso Euribor a 3 mesi in caso di utilizzo;

3. a sua volta, Alchemy investe in "Madison Class A Secured Floating Rate Credit Linked Notes" emesse da Skylark Ltd, con scadenza 20 dicembre 2012 e cedola paria Euribor a 3 mesi + 90bps (nel seguito anche "le Madison Notes")²⁶;
4. queste notes sono esposte al rischio di credito di un portafoglio composto da asset-backed securities (ABS) e da credit default swap (CDS)²⁷. Infatti l'emittente delle notes (Skylark) ha venduto all'arranger delle Madison Notes (Dresdner) un credit default swap su un portafoglio di riferimento composto per l'appunto da trentotto ABS²⁸ e da cinque CDS in posizione corta. Qualora si verifichi il default (o un altro evento assimilabile) di uno degli ABS del portafoglio di riferimento, oppure di un'obbligazione coperta da un CDS ricompreso nel medesimo portafoglio di riferimento, il capitale delle Madison

con minore priorità (cosiddetta equity). Cfr. glossario Banca d'Italia disponibile presso <http://www.bancaditalia.it>.

²⁵ Più in dettaglio, Alchemy può attivare la linea di credito quando non è in grado di rimborsare, neppure attraverso la vendita delle proprie attività, un repo. La finalità della linea di credito consiste infatti nel rimborso di un repo. Cfr. la Clause (3) del Facility Agreement stipulato tra Alchemy e Alexandria e il Paragraph (D) "The Liquidity Facility" dell'Annex 2 "Description of Transaction" del Pricing Supplement di Alexandria.

²⁶ Il repo iniziale della struttura è stato stipulato con Dresdner ed ha come oggetto le Madison Notes. Cfr. la precedente nota 25 e la definizione di Repurchase Asset nel Pricing Supplement di Alexandria.

²⁷ Poiché il rischio di credito di una posizione lunga su un'obbligazione di un certo emittente è simile al rischio di credito di una posizione corta nel corrispondente credit default swap, una CDO può essere realizzata anche attraverso un portafoglio di posizioni corte su credit default swap. Si parla in tal caso di CDO sintetica in contrapposizione con una CDO a pronti (cash CDO) il cui sottostante invece è composto da titoli. Le Madison Notes sono di tipo "misto" in quanto hanno un portafoglio sottostante composto sia da titoli obbligazionari di tipo ABS sia da CDS corti.

²⁸ Nel portafoglio di ABS sottostanti le Madison Notes vi è anche una cartolarizzazione di mutui fondiari originata da BPMS (Siena Mortgages 01-2 SpA).

Notes si riduce in proporzione (tenuto conto anche dell'eventuale tasso di recupero del titolo risultato insolvente);

- 5. le Madison Notes sono utilizzate da Alchemy per garantire dei contratti pronti contro termine (o repurchase agreement, o repo, cfr. Box 4) che rappresentano la sua usuale fonte di finanziamento. La riduzione del loro valore può dunque comportare il mancato rinnovo dei repo stessi. In tal caso Alchemy utilizza la linea di credito concessa da Alexandria e finanziata da BMPS. Le perdite su tale linea di credito si traducono di fatto in perdite per BMPS.

La Figura 19 schematizza il complesso di strutture contrattuali, società coinvolte e rischi sottostanti le Alexandria Notes.

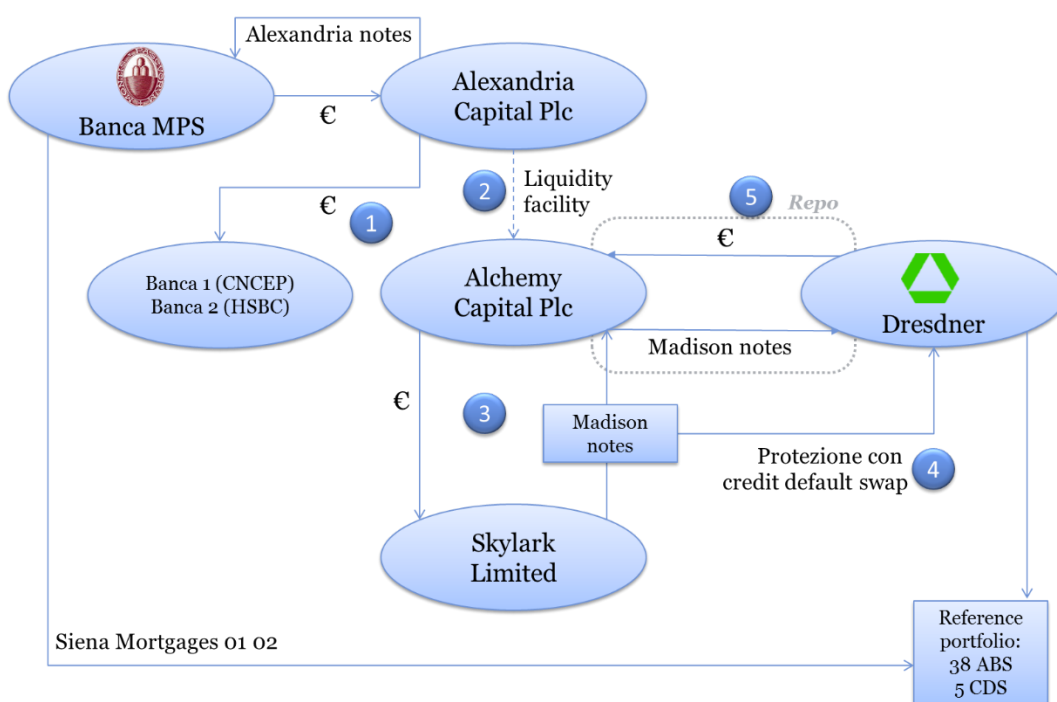
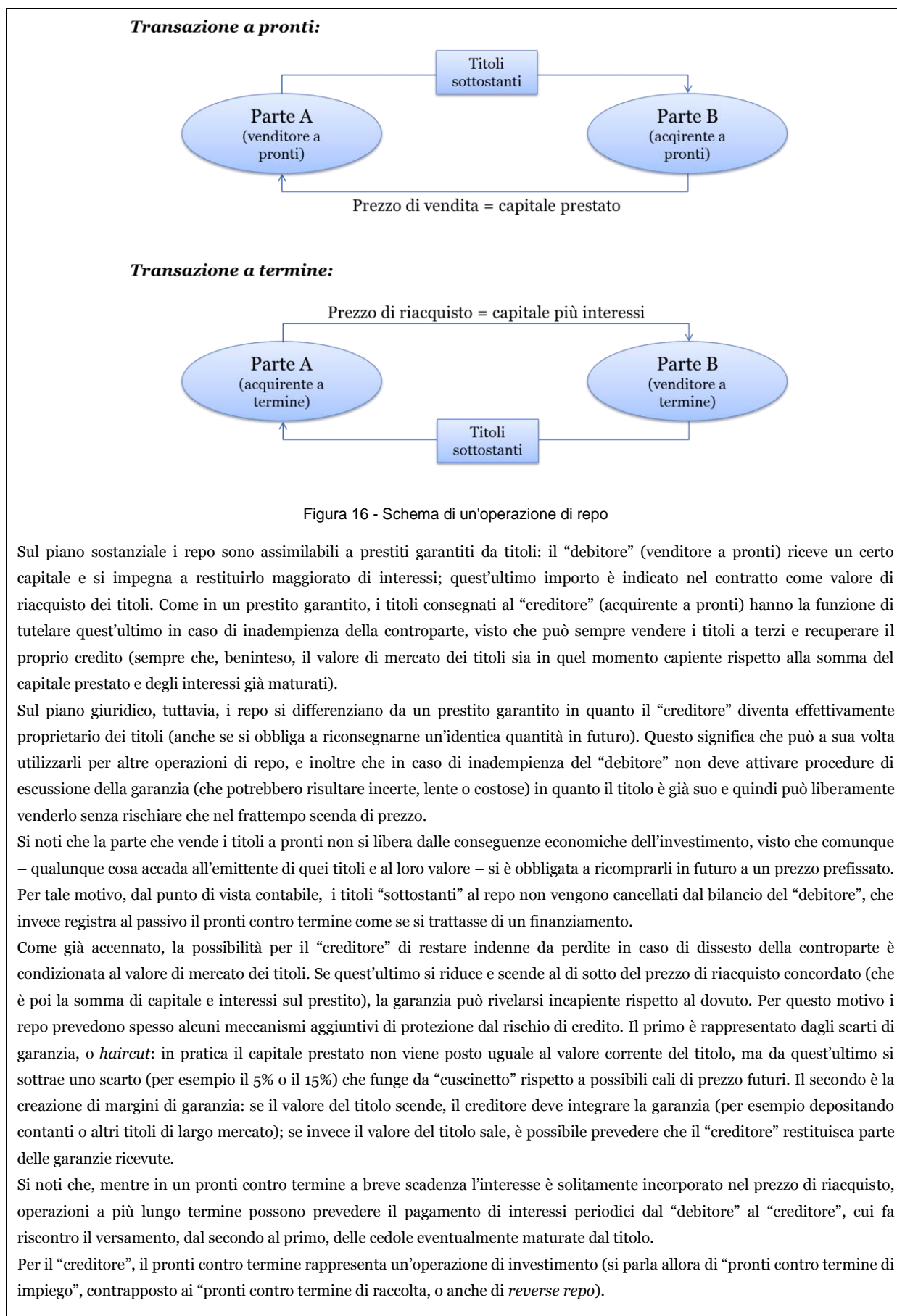


Figura 15 – Strutture contrattuali e rischi sottostanti le Alexandria Notes

Box 4: Operazioni pronti contro termine, o repurchase agreement

Un'operazione pronti contro termine (cfr. Figura 16) è una vendita di titoli con contestuale impegno a riacquistare, a una certa data futura, un pari quantitativo di titoli di 'identico tipo ad un prezzo prestabilito. E' definita anche "vendita con patto di riacquisto" o "repurchase agreement" (in breve, repo).



4.1.2 La crisi finanziaria e le perdite sulle Alexandria Notes

Nel maggio 2008 Alchemy notifica ad Alexandria la richiesta di utilizzo della linea di credito²⁹. Si noti che il tiraggio della linea di credito rappresentava un segnale di difficoltà del veicolo d’investimento.

La Figura 17 presenta l’evoluzione delle quotazioni bid e ask disponibili su Reuters per le Alexandria Notes (emissione “Reg S” e emissione “Rule 144”) nel periodo 20 dicembre 2005-2 luglio 2008. Come si vede le notes (che erano state emesse alla pari) determinano notevoli perdite per BMPS. Sulla base di tali dati (e in particolare dell’ultima quotazione bid disponibile) la Tabella 4 valorizza la posizione di BMPS in Alexandria (e le relative perdite) a partire dalla data d’acquisto, con cadenza semestrale; si riporta anche il dato del 2 luglio 2008, ultima giornata per la quale i dati sono disponibili.

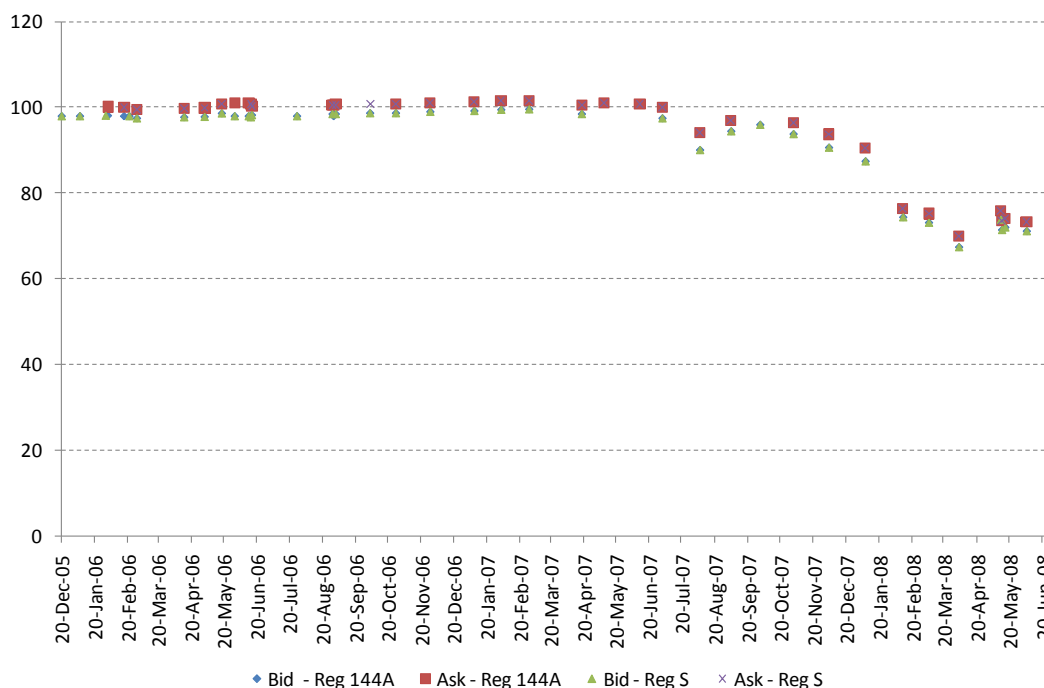


Figura 17 - Quotazioni bid-ask delle Alexandria Notes (fonte: Reuters)

²⁹ Cfr. Drawdown Notice.

Le perdite sulla posizione in Alexandria Notes iniziano a farsi consistenti alla fine del 2007, quando la crisi dei subprime ha già preso avvio negli Stati Uniti³⁰, per diventare molto elevate alla metà del 2008. Dopo l'attivazione della liquidity facility da parte di Alchemy, del resto, il profilo di rischio delle Alexandria Notes è nettamente peggiorato: la provvista raccolta con le notes non è più investita in depositi segregati, essendo stata trasferita a Dresdner per l'estinzione del repo. L'attivo di Alchemy, che dovrebbe garantire il credito di Alexandria, è composto come si è visto dalle Madison Notes, cioè da un CDO poco trasparente, scarsamente liquido e assai vulnerabile alla crisi che ha investito la finanza strutturata.

Tabella 4 - Valorizzazione della posizione in Alexandria Notes

Data	Quotazione Bid	Valore della posizione in € mln	Perdita	
			in %	in € mln
31 dicembre 2005	98,00	392,00	2,00	8,00
30 giugno 2006	98,25	393,00	1,75	7,00
31 dicembre 2006	99,02	396,08	0,98	3,92
30 giugno 2007	98,50	394,00	1,50	6,00
31 dicembre 2007	90,68	362,72	9,32	37,28
30 giugno 2008	71,22	284,88	28,78	115,12
2 luglio 2008	60,80	243,20	39,20	156,80

4.2 La ristrutturazione delle Alexandria Notes

4.2.1 Il Mandate Agreement

Nella seconda metà del 2009 la posizione in perdita sulle Alexandria Notes viene ristrutturata attraverso una complessa operazione realizzata con Nomura International Plc (nel seguito anche “Nomura” o “NIP”).

³⁰ Cfr., per esempio, “The Financial Crisis: A Timeline of Events and Policy Actions” della Federal Reserve di Saint Louis, disponibile presso: <http://timeline.stlouisfed.org/pdf/CrisisTimeline.pdf>.

L'operazione di ristrutturazione è disciplinata dal Mandate Agreement sottoscritto il 31 luglio 2009 tra NIP e BMPS e comprende i seguenti tasselli:

1. la ristrutturazione delle Alexandria Notes attraverso la sostituzione (c.d. "asset exchange") delle Madison Notes detenute da Alchemy con credit linked notes emesse da Aphex Capital;
2. un asset swap in forza del quale BMPS si impegna ad acquistare da NIP titoli di Stato italiani e a versare a NIP la cedola a tasso fisso dei medesimi titoli, ricevendo in cambio un interesse parametrato a un tasso di mercato (cioè una cedola a tasso variabile);
3. una repurchase transaction (o repo, o long term repo, o LTR) in forza della quale BMPS si impegna a vendere a pronti a NIP i titoli di Stato acquisiti con l'asset swap e si impegna a riacquistare a termine i medesimi titoli, o altri titoli di Stato equivalenti;
4. una repurchase facility (o repo facility o RF), cioè una linea di credito concessa da BMPS a favore di NIP e attivabile attraverso operazioni di repo.

Si tratta di componenti che fanno parte di un unico, complessivo accordo necessario per evitare le perdite sulle Alexandria Notes. Per chiarezza, tuttavia, analizziamo ora ciascuna di tali operazioni separatamente.

4.2.2 L'asset exchange

L'asset exchange viene eseguito secondo i termini stabiliti nel Deed of Amendment del 24 settembre 2009³¹: le Madison Notes con scadenza 20 dicembre 2012 e importo nominale di €400 milioni ormai in forte perdita sono sostituite nel portafoglio di Alchemy da un uguale controvalore di credit linked notes emesse da Aphex e collateralizzate da un bond emesso da GE Capital European Funding, rappresentate come più sicure.

L'esecuzione dell'asset exchange è subordinata:

1. al raggiungimento di un'intesa in merito al compenso – definito "Settlement Value" – da riconoscere a NIP per l'esecuzione dell'asset exchange;

³¹ Cfr. Deed of Amendment relating to Euro 400,000,000 Floating Rate Secured Liquidity Linked Notes issued by Alexandria Capital Plc, due 2012, series 2005-8.

2. alla sottoscrizione di accordi di repo e repo facility tali da generare un valore finanziario per NIP non inferiore al compenso di cui al punto precedente.

La Figura 19 schematizza la “logica” dell’operazione di ristrutturazione: il ripianamento delle perdite sulle Alexandria Notes da parte di NIP è (più che) compensato dal valore positivo per NIP di altre transazioni previste dal Mandate Agreement.

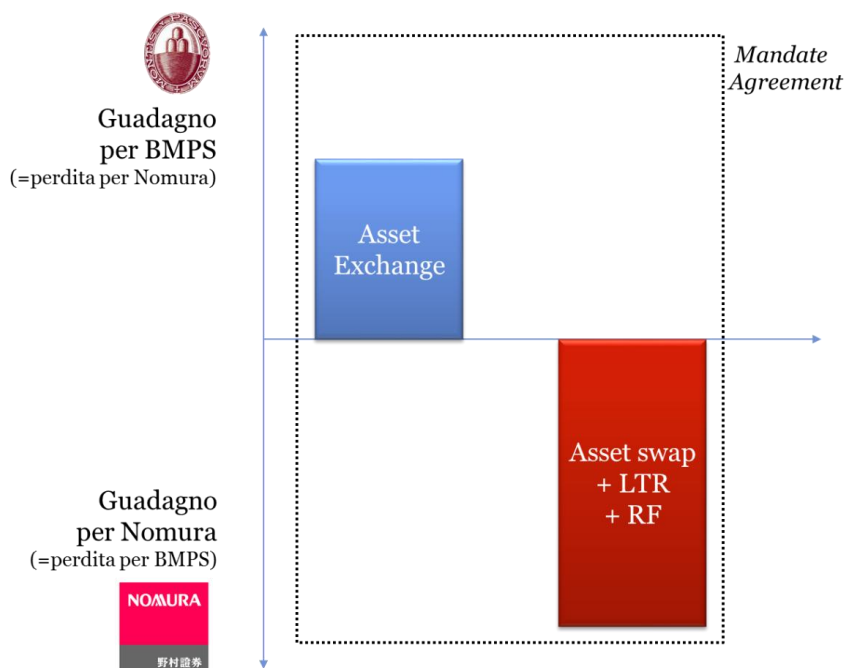


Figura 18 - La ristrutturazione delle Alexandria Notes attraverso il Mandate Agreement

Si noti che lo scambio tra vecchi e nuovi attivi di Alchemy avviene “par-to-par” sebbene il prezzo delle Madison Notes fosse ben al di sotto della pari, mentre le obbligazioni emesse da Aphex avevano un valore di emissione pari a 100. L’esecuzione dell’asset exchange comporta quindi un costo a carico di Nomura (c.d. costo di sostituzione) che dipende dal valore attribuito al titolo Madison al momento dello scambio nonché da quello delle obbligazioni emesse da Aphex.

Il costo di sostituzione comunicato da Nomura a BMPS è pari a €245 milioni.

Si tratta di un valore sensibilmente superiore rispetto ad altre possibili stime. In particolare, considerato che le Madison Notes erano l’unico attivo di Alexandria, è possibile ricavare una stima del loro valore di mercato guardando al prezzo del titolo Alexandria. Per quest’ultimo la quotazione presente nel sistema Murex di BMPS al

momento della ristrutturazione è pari a 61,80. La differenza rispetto al valore assegnato alle obbligazioni Aphex è quindi 38,2, che applicato a un capitale di €400 milioni conduce a un costo di sostituzione di €152,8 milioni.

Il 23 settembre 2009 le parti fissano il Settlement Value in €220 milioni.

4.2.3 L'asset swap

L'asset swap è sottoscritto il 9 ottobre 2009 con decorrenza 28 settembre 2009. In base a tale contratto

- i. BPMS acquista da NIP Buoni del Tesoro Poliennali (BTP) con scadenza 1 agosto 2034 e cedola pari al 5% per un valore nominale complessivo di euro 3.050.412.000. Il prezzo è pari al valore nominale a cui si aggiunge un upfront amount³² tale da incorporare il prezzo forward del titolo³³ e il rateo di interessi già maturati alla data di esecuzione della transazione;
- ii. BPMS si impegna a versare a NIP, fino alla scadenza del contratto, la cedola del 5% annuo riconosciuta dal BTP (con pagamento il 1° agosto e il 1° febbraio di ogni anno);
- iii. NIP versa a BPMS, con cadenza trimestrale (1° febbraio, 1° maggio, 1° agosto e 1° novembre), interessi calcolati sul valore nominale del contratto al tasso Euribor 3 mesi, cui si aggiunge uno spread pari a 98,3bps³⁴.

Il contratto di asset swap prevede anche una clausola di risoluzione anticipata (early termination) associata a un "evento creditizio" (insolvenza e simili) riguardante la Repubblica Italiana. In tal caso l'ammontare da liquidare a fronte dei pagamenti

³² L'upfront amount è negativo quando il prezzo forward del titolo è inferiore al valore nominale.

³³ I BTP dell'asset swap sono stati acquistati sul mercato da NIP attraverso 40 negoziazioni a pronti eseguite nel periodo 3 agosto 2009-18 settembre 2009. I titoli sono stati quindi trasferiti a BPMS, in esecuzione dell'asset swap, il 28 settembre 2009 (Initial Exchange Date). Il prezzo di trasferimento si basa su prezzo forward calcolato sulla base del prezzo spot della transazione a pronti e del cost-of-carry rappresentato dalla cedola non incassata e dal costo del funding (repo rate) nel periodo che intercorre tra la data dell'acquisto a pronti e la data di consegna del titolo a BPMS.

³⁴ Il valore dello spread indicato nel testo è pari alla media ponderata per i valori nominali degli asset swap (ASW) spread vs. Euribor 3 mesi associati alle singole transazioni sottostanti l'asset swap riportati nello Schedule I della confirmation del contratto.

periodici ancora dovuti (settlement amount) sarebbe determinato da NIP tenuto conto delle quotazioni di mercato.

4.2.4 Il long term repo (LTR)

L'acquisto dei BTP attraverso l'asset swap è finanziato integralmente con un'operazione di long term repo (LTR).

L'operazione, disciplinata dalla repo term confirmation del 23 settembre 2009 successivamente modificata il 1 dicembre 2010, prevede che:

- il 28 settembre 2009 BMPS venda a NIP i medesimi BTP oggetto dell'asset swap (e cioè BTP con scadenza 1° agosto 2034 e cedola pari al 5% per un valore nominale complessivo di euro 3.050.412.000), incassando un prezzo di €3.101.904.174.72;
- nel corso della vita del LTR BMPS versi a NIP, con cadenza trimestrale (1° febbraio, 1° maggio, 1° agosto e 1° novembre), un importo monetario calcolato applicando al prezzo di acquisto precedentemente indicato il tasso Euribor a 3 mesi, a cui si aggiunge uno spread pari a 59,15 bps. Con cadenza semestrale, invece, è previsto che NIP versi a BPMS le cedole incassate sui BTP;
- il 1° agosto 2034 BMPS riacquisti i BTP da NIP pagandoli al lor valore nominale.

Il contratto prevede, peraltro, la possibilità di early termination nel caso di credit event relativo alla Repubblica Italiana. In tal caso NIP non deve attendere la scadenza del repo per essere indennizzata, in quanto è prevista la chiusura immediata del contratto con il risarcimento della perdita per Nomura (sulla base del valore di mercato corrente dei titoli). In questo caso, peraltro, NIP ha la facoltà di scegliere quali titoli del Tesoro italiano consegnare a BMPS. Questa facoltà (opzione di "cheapest-to-deliver") aumenta chiaramente il valore del contratto per NIP.

4.2.5 Il combinato disposto di asset swap e LTR

Si noti che esiste una precisa corrispondenza tra le condizioni contrattuali di questo LTR e quelle dell'asset swap esaminato sub 4.2.3. Infatti:

- all'avvio dei contratti, ciascuna parte è tenuta a consegnare all'altra i BTP, così che le due obbligazioni di fatto si compensano;

- anche i due pagamenti per contanti sono in massima parte compensati, salvo che per il limitato differenziale di prezzo (circa 12 milioni di euro);
- i flussi periodici relativi alle cedole del BTP si compensano;
- la scadenza degli interessi trimestrali a tasso variabile associati all'asset swap è perfettamente allineata a quella del LTR; di fatto, dunque, BPMS incassa approssimativamente³⁵ il differenziale tra i due spread applicati al tasso variabile Euribor 3 mesi (cioè 39,15 bps = 98,3 - 59,15).

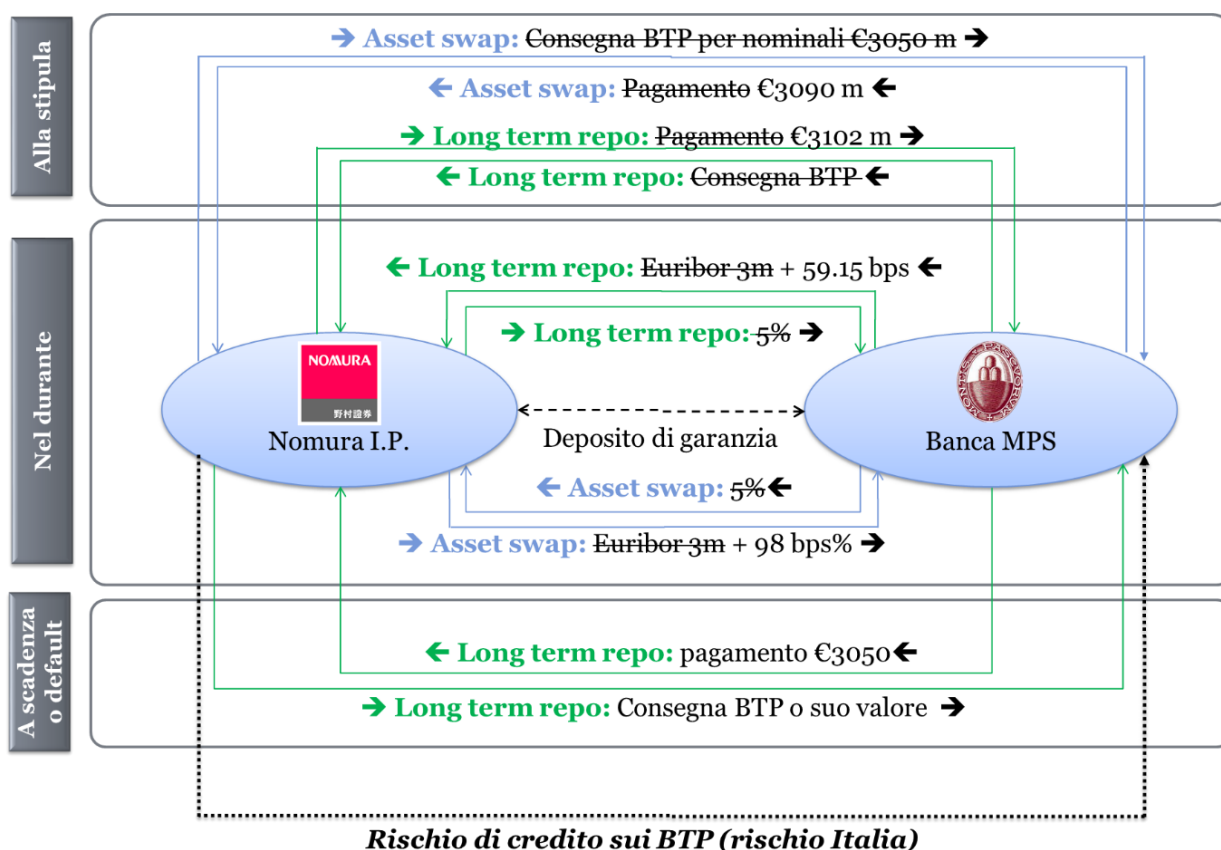


Figura 19 - Strutture contrattuali e rischi sottostanti le Alexandria Notes

³⁵ La relazione vale solo approssimativamente in quanto l'importo a titolo di tasso variabile dell'asset swap è parametrato al valore nominale dei BTP (3,05 miliardi), mentre l'importo a titolo di tasso variabile del LTR è parametrato al prezzo di acquisto degli stessi (3,1 miliardi).

I rapporti tra BMPS e NIP possono essere sintetizzati come indicato nella Figura 19 (dove i flussi e le obbligazioni reciprocamente compensati sono stati evidenziati con il carattere barrato):

- BPMS incassa un pagamento periodico da NIP, pari a circa 39 bps;
- a scadenza (o in caso di early termination) BMPS rifonde a NIP le eventuali perdite derivanti dall'inadempimento del Tesoro italiano o da altri eventi assimilabili ("credit event").

La posizione finanziaria di BMPS, invece, è rappresentata da:

- un investimento ("posizione lunga") in titoli di Stato italiani...
- ...coperto, con l'asset swap, dal rischio di tasso derivante dalla cedola fissa...
- ...finanziato da NIP con il repo... (quanto meno se non si considera la "repo facility" di cui si tratterà nel successivo §4.2.6)
- ...e non coperto dal rischio di credito dello Stato italiano.

4.2.6 La repo facility

La quarta e ultima operazione prevista dal Mandate Agreement è l'attivazione di una linea di credito irrevocabile ("repo facility") a favore di NIP per un importo massimo pari a euro 3.050.412.000 (cioè al valore nominale dei titoli oggetto di asset swap) con scadenza 1 settembre 2040.

NIP può attivare la linea di credito a sua discrezione consegnando come garanzia titoli denominati in euro emessi o garantiti dalla Repubblica Italiana, diversi da quelli oggetto del repo del 23 settembre 2009, nonché – con l'assenso di BMPS – titoli emessi o garantiti da Canada, Francia, Germania, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti³⁶.

La commissione pagata da NIP a BMPS per la linea di credito irrevocabile è pari a 5 bps, cui si aggiunge il tasso Euribor 3 mesi ("flat") sulle somme di volta in volta utilizzate. Il pagamento è previsto su base trimestrale (1° marzo, 1° giugno, 1° settembre e 1° dicembre).

³⁶ Cfr. la definizione di eligible securities riportata nel paragrafo (o.) dell'Annex 1 del Mandate Agreement.

Gli accordi sottoscritti il 23 settembre 2009 con riferimento al LTR e alla repo facility sono stati modificati il 1° dicembre 2010 con un “Deed of Amendment and Restatement”, concedendo a NIP

- la facoltà di allungare la scadenza della repo facility di un anno, a sua completa discrezione, anche più volte ma non oltre il 1° settembre 2045;
- la possibilità di richiedere un aumento della linea di credito di 250 milioni, soggetta all’approvazione scritta di BMPS.

A fronte di tali facoltà NIP si impegna a versare €450.000 a BMPS.

4.2.7 I depositi di garanzia

In generale, tutte le operazioni in essere tra BMPS e NIP (e cioè, l’asset swap, il LTR e la repo facility) sono soggette a un deposito di garanzia con meccanismo di aggiornamento periodico (“marginazione”) regolato in contanti con frequenza giornaliera³⁷.

Più in particolare, l’operazione di LTR prevede i seguenti oneri di marginazione a carico di BMPS:

- un margine iniziale costante (“Margin Ratio”) pari al 15% dell’importo da rimborsare e, quindi, pari a euro 465 milioni;
- un margine che riflette la differenza tra l’importo da rimborsare e il valore corrente dei titoli oggetto di riacquisto a termine (“Transaction Exposure”);
- un ulteriore importo legato ai costi di sostituzione che NIP dovrebbe sopportare in caso di chiusura anticipata dell’operazione (“Adjusted Paragraph 10(k) Collateral Amount”);
- il valore attuale di tutti gli spread sull’Euribor 3 mesi (pari a 59,15bps) che BMPS è obbligata versa a NIP fino alla scadenza dell’operazione (“Scheduled Spread Amount”) per un importo pari a €330 milioni.

L’operazione di repo facility prevede i seguenti oneri di marginazione a carico di NIP:

³⁷ Meccanismo disciplinato dall’Annex I “Supplemental Terms and Conditions” del Mandate Agreement e dal Global Master Repurchase Agreement (GMRA) per quanto riguarda la marginatura su LTR e RF e dall’ISDA Master Agreement e dal Credit Support Annex per quanto riguarda la marginatura sull’asset swap.

- un margine pari al 5% dell'importo effettivamente utilizzato da NIP ("Margin Ratio");
- un margine che riflette la differenza tra l'importo da rimborsare e il valore corrente dei titoli dati a garanzia del repo (Transaction Exposure);
- il valore attuale di tutte le repo facility commitment fee (pari a 5 bps) che NIP è obbligata a versare a BMPS fino alla scadenza dell'operazione ("Commitment Termination Cost"), per un importo pari a €33 milioni.

4.2.8 Il trattamento contabile delle operazioni con NIP

I BTP acquistati per effetto dell'asset swap sono stati iscritti da BMPS al costo d'acquisto nel portafoglio Available For Sale (AFS), con valuta pari alla data di regolamento dei titoli. Lo scambio tra cedola e interessi variabili previsto nel corso della vita dell'asset swap è stato trattato come uno strumento di copertura della posizione in titoli sottostante. Le variazioni di fair value dei BTP, come quelle dello strumento di copertura, sono imputate alla riserva AFS.

Il LTR è stato iscritto al passivo per un importo pari al corrispettivo ricevuto, sulla base di considerazioni analoghe a quelle già viste nel §3.2.1. Questa modalità di contabilizzazione non tiene conto – sotto il profilo sostanziale – del fatto che tale LTR non è un repo standard a condizioni di mercato, ma incorpora una componente finanziaria positiva per NIP (e quindi negativa per BMPS) tale da compensare il costo di sostituzione sostenuto da NIP in relazione all'asset exchange sul titolo Alexandria.

Di conseguenza, l'iscrizione del corrispettivo nominalmente ricevuto da BMPS in relazione al LTR non equivale all'iscrizione dell'operazione al suo fair value in quanto il corrispettivo ricevuto da BMPS sottostima il valore finanziario delle obbligazioni insorte a carico di BMPS (cioè il fair value della passività).

4.3 Profili di costo e di anomalia nelle operazioni previste dal Mandate Agreement

4.3.1 La sproporzione tra commissioni implicite e costi di salvataggio di Alexandria

Come evidenziato in precedenza, il complesso delle operazioni di cui al Mandate Agreement del luglio 2009 era motivato dall'obiettivo di occultare le perdite in corso sulle Alexandria Notes. Si è visto infatti che, nello stesso Mandate Agreement:

- la ristrutturazione del titolo Alexandria tramite asset exchange è espressamente subordinata alla definizione di un compenso per NIP (“Settlement Value”);
- si prevede che tale compenso verrà erogato non in contanti, bensì attraverso la realizzazione di un complesso di operazioni che incorporano un valore finanziario positivo per Nomura (pari *almeno* a tale compenso).

Le operazioni di asset swap, LTR e repo facility (apparentemente legittime, se considerate singolarmente) nascono dunque da una finalità perversa e occulta, che viene chiaramente indicata in un documento sottoscritto anche da Nomura: ripianare una perdita su un investimento facendola sparire attraverso nuove operazioni³⁸. Affinché la strategia di occultamento sia coronata da successo è ovviamente necessario che tali nuove operazioni nascano *apparentemente in pareggio*; ma il Mandate Agreement precisa chiaramente che, per compensare il salvataggio di Alexandria, esse devono nascere già gravate da una componente finanziaria negativa, e cioè da una perdita legata ai costi impliciti derivanti da un complesso di condizioni contrattuali sfavorevoli.

Come si è visto, il Mandate Agreement non prevedeva che tale perdita (che rappresentava il compenso per Nomura o come si è detto il Settlement Value) dovesse risultare identica al costo di salvataggio di Alexandria (cioè il già citato “costo di sostituzione”). Al contrario, l’accordo lasciava facoltà a NIP di percepire un compenso *superiore al Settlement Value*. Sulla base delle evidenze a oggi disponibili, pare di poter affermare che Nomura si sia avvalsa in maniera consistente di tale possibilità, lucrando ingenti profitti. Infatti il valore finanziario positivo per NIP delle operazioni poste in essere in cambio dell’asset exchange, che costituisce una misura delle commissioni implicite sopportate da BMPS, è stato stimato da BMPS in 308 milioni (peraltro considerando solamente il contratto di LTR) a fronte di un Settlement Value dichiarato di “soli” 220.

Tale Settlement Value, peraltro, potrebbe essere stato sensibilmente superiore al *costo di sostituzione* effettivamente sopportato da NIP nell’asset exchange. Quest’ultimo è dato dalla differenza di due quantità. La prima è il valore dei nuovi

³⁸ L’operazione era stata descritta come “metadone” in due comunicazioni intercorse tra dipendenti della banca.

titoli (obbligazioni Aphex) consegnati ad Alexandria al posto delle Madison Notes; in proposito, non è chiaro se essi valessero davvero il prezzo a cui sono stati acquistati (pari al valore nominale, e cioè 400 milioni) o se avessero un valore inferiore³⁹. La seconda quantità è il valore di mercato delle Madison Notes nell'istante in cui sono state vendute da Alexandria. Tale valore avrebbe potuto essere sensibilmente più elevato di quello implicito nel Settlement Value (€180 milioni e cioè, 400 – 220). Sulla base della quotazione presente nel sistema Murex di BMPS al momento della ristrutturazione, che era 61,80, si otterrebbe infatti un valore di €247,2 milioni, che condurrebbe a sua volta a un costo di sostituzione di €152,8 milioni (400 – 247,2), sensibilmente inferiore al Settlement value, e ciò anche prescindendo da eventuali ulteriori riduzioni di tale costo, legate all'effettivo valore dei titoli Aphex.

4.3.2 I costi legati ai depositi di garanzia

Gli elementi di costo ora richiamati non esauriscono, tuttavia, l'elenco degli effetti economici negativi subiti da BMPS. Va ricordato infatti che i nuovi contratti con Nomura legati alla ristrutturazione delle Alexandria Notes hanno comportato effetti devastanti per BMPS sotto il profilo della liquidità e dei relativi costi.

Si è visto infatti come tali contratti siano soggetti al versamento di un deposito di garanzia (“collateralizzazione”) periodicamente aggiornato per riflettere l'eventuale peggioramento nel valore finanziario degli stessi (“marginazione”). Per effetto di tali previsioni, BMPS ha dovuto depositare presso Nomura importi elevatissimi, buona parte dei quali è rimasta nella disponibilità di NIP per un lungo arco temporale. Tale deposito è stato remunerato al tasso EONIA, cioè a un saggio d'interesse relativo a operazioni con scadenza overnight. Per Nomura si tratta di un tasso a cui è stato (ed è ancora) molto conveniente raccogliere fondi, visto che i rendimenti di mercato relativi a scadenze più elevate sono normalmente più alti (perché è necessario remunerare la controparte in cambio della maggiore stabilità della raccolta). La banca giapponese è dunque riuscita a ricevere un consistente volume di fondi, per un lungo periodo di tempo, senza tuttavia pagare alcun premio rispetto al tasso a un giorno. Va poi detto che, nel contesto di mercato degli ultimi anni (anche a seguito

³⁹ Si noti che Nomura, per garantire a BMPS che il valore delle obbligazioni Aphex conferite a Alexandria fosse davvero €400 milioni, avrebbe molto semplicemente potuto offrirsi di acquistare da BMPS le Alexandria Notes per tale prezzo.

del dissesto di Lehman Brothers e delle tensioni sul mercato dei titoli di Stato dell'Eurozona), il costo dei fondi per molte banche è risultato sensibilmente superiore a quanto indicato dai tassi di riferimento come l'EONIA. Per procurarsi il denaro da tenere depositato presso Nomura, BMPS ha dunque pagato sul mercato tassi sensibilmente più elevati del rendimento guadagnato sulla propria garanzia, con un ulteriore e sensibile danno economico.

Si potrebbe obiettare che anche BMPS poteva godere della medesima possibilità di raccolta a buon mercato in relazione ai margini associati alla repo facility. In realtà, il margine iniziale versato da NIP in caso di utilizzo di tale linea di credito è solo il 5% (un terzo dell'equivalente margine iniziale versato da BMPS sul long term repo, che è il 15%). Tale asimmetria tra margini genera un differenziale di provvista ("liquidity buffer") a favore di NIP. Inoltre, mentre il margine del LTR è costante, quello sulla repo facility viene versato da Nomura solo in caso di utilizzo. Ma prima di attingere alla linea di credito fornita da BMPS (peraltro molto conveniente, visto che assegna a NIP il diritto di finanziarsi fino al 2045 con un repo al solo tasso Euribor a 3 mesi, senza alcuno spread⁴⁰), la banca giapponese può utilizzare l'ampia provvista di liquidità raccolta da BMPS grazie ai margini depositati da quest'ultima in relazione ad asset swap e LTR, che come si è visto costano ancora meno, visto che a Nomura è sufficiente pagare EONIA senza alcuna maggiorazione.

4.3.3 I costi di negoziazione della posizione in BTP

Un ulteriore costo a carico di BMPS associato alla ristrutturazione delle Alexandria Notes, la cui quantificazione esula dagli scopi della presente relazione, potrebbe essere derivato dalle numerose e rilevanti negoziazioni in acquisto di BTP effettuate sul mercato secondario da NIP, per conto di BMPS, ai sensi del contratto di asset swap, e i cui costi sono stati integralmente addebitati a BMPS. Le modalità di esecuzione delle negoziazioni potrebbero non essere state coerenti con i principi di best execution (cioè con la ricerca delle migliori condizioni possibili di negoziazione), visto che Nomura già sapeva che i costi degli acquisti sarebbero comunque ricaduti totalmente su BMPS. E' altresì possibile che uno o più intermediari, avendo sentore (o contezza) dell'esistenza di un imminente e consistente flusso di ordini in acquisto,

⁴⁰ A titolo di confronto, si ricordi che BMPS paga, sul long term repo, uno spread di 59,15 bps.

abbiano anticipato i tempi comprando e poi rivendendo i titoli, e così procurandosi un profitto che è stato nei fatti “pagato” da BMPS.

4.3.4 L'esposizione di BMPS a rischi non necessari

Le operazioni sopra analizzate non provocavano soltanto una serie di costi ingiustificati (se non nell'ottica, del tutto contraria all'interesse aziendale, di sostenere un costo per occultare perdite pregresse), esse esponevano altresì BMPS a rischi consistenti e non necessari.

In primo luogo, va rilevato che l'investimento di 3 miliardi di euro in titoli di Stato a lunghissimo termine comportava una consistente esposizione al rischio di spread e di default dell'emittente; sul punto si ritornerà nel successivo §5.

In secondo luogo, va tenuto presente che il contratto di interest rate swap incorporato nell'asset swap, se da un lato terminava (come i flussi periodici previsti nel LTR) in caso di credit event relativo alla Repubblica Italiana, tuttavia prevedeva che in tal caso venisse liquidato il valore attuale dei flussi di interessi futuri attesi calcolati come se l'Italia fosse rimasta solvibile. Dunque, se per ipotesi in quel momento, il tasso Euribor a 3 mesi atteso avesse assunto valori particolarmente modesti, BMPS avrebbe dovuto corrispondere a NIP un elevato corrispettivo per indennizzarla dal mancato versamento delle future cedole al tasso fisso del 5%. Ne consegue che, nonostante la costosa operazione concordata con Nomura, BMPS restava esposta a una fonte di rischio di tasso che avrebbe potuto arrecarle significative perdite, e ciò in uno scenario già fortemente negativo per la banca (perché contraddistinto dal default dell'Italia e dai relativi pagamenti a favore di NIP).

5. I principali impatti negativi per BMPS

Una disamina esaustiva di tutti gli impatti negativi esercitati dalle operazioni “Santorini” e “Alexandria” sul valore corrente e prospettico di BMPS richiederebbe un'approfondita ricognizione dei conti aziendali e delle dinamiche di mercato degli ultimi anni che esula dalle finalità della presente relazione.

Proprio l'ampiezza e la profondità degli effetti pregiudizievoli derivanti dalle operazioni descritte nei paragrafi precedenti, tuttavia, rendono relativamente semplice tratteggiarne almeno le principali implicazioni deteriori, fatta salva l'opportunità di ulteriori approfondimenti.

In primo luogo è palese che in occasione dell'avvio delle due operazioni (e con ogni probabilità, anche al momento delle successive ristrutturazioni) BMPS ha sostenuto rilevanti costi impliciti dovuti al fatto che il valore iniziale dei contratti, negativo per la banca, non è stato compensato con pagamenti upfront equivalenti o con operazioni ugualmente vantaggiose. Riguardo a Santorini, giova ricordare che il valore negativo dei tre total return swap negoziati tra DB e BMPS nel dicembre 2008 (attualmente stimato in €429 milioni secondo calcoli della banca) è stato sensibilmente inferiore al beneficio monetario riconosciuto alla società veicolo (€364 milioni a giugno 2009) e a maggior ragione al fair value del collared equity swap a fine 2008 (€337 milioni). La differenza rappresenta una stima del profitto di DB, che appare difficilmente giustificabile: nel *quantum*, perché l'operazione avveniva tra controparti professionali e dunque avrebbe dovuto comportare una modesta redditività unitaria, ma anche nell'*an*, data la finalità sostanzialmente illecita dell'operazione. Relativamente a Alexandria, come si è visto nel §4.3.1, le commissioni implicite applicate a fronte della ristrutturazione risultano nettamente superiori alla perdita in capo alla società-veicolo. Riguardo a quest'ultima, peraltro, non è possibile escludere che le stime utilizzate all'epoca siano sensibilmente superiori a quanto calcolabile da un esperto indipendente che avesse avuto accesso a tutte le informazioni necessarie. Oltre a ciò occorrerebbe tener conto delle ulteriori commissioni implicite percepite dalle banche estere in occasione delle diverse ristrutturazioni/rinegoziazioni dei contratti di cui si è detto in questa relazione.

In secondo luogo non si può escludere che, qualora le perdite associate a Santorini e Alexandria fossero state correttamente rappresentate in bilancio, ciò avrebbe determinato – in un contesto contraddistinto anche da altre possibili distorsioni contabili – un minor onere per interessi al servizio degli strumenti patrimoniali ibridi presenti tra le passività della banca. Tali strumenti ibridi, infatti, prevedevano una spesa per interessi parametrata agli utili esposti in bilancio dalla banca; di conseguenza, se BMPS avesse rendicontato correttamente i propri profitti, anche gli oneri finanziari su queste passività avrebbero potuto risultare inferiori. L'eventuale maggior spesa per interessi su titoli ibridi riconducibile alle manipolazioni contabili che hanno accompagnato le operazioni Santorini e Alexandria rappresenterebbe dunque, a pieno titolo, un'ulteriore conseguenza negativa delle stesse.

In terzo luogo le operazioni descritte in questa relazione, essendo contraddistinte sin dalla nascita da prestazioni future squilibrate a favore delle banche estere, hanno comportato il versamento di ingenti depositi di garanzia destinati a restare per lungo tempo nella libera disponibilità di DB e Nomura, e sui quali sono stati corrisposti tassi assolutamente inadeguati a compensare BMPS per il costo dei fondi necessari. Tali depositi inoltre, anche per effetto di meccanismi di adeguamento punitivi nei confronti di BMPS, hanno assunto nel tempo dimensioni talmente elevate da esercitare un effetto fortemente negativo sulla capacità complessiva della banca senese di reperire ordinatamente sul mercato i fondi necessari al corretto presidio della liquidità aziendale.

In quarto luogo, le operazioni trattate in questa relazione hanno avuto un ruolo significativo nel determinare un atteggiamento fortemente critico delle Autorità di Vigilanza, quando non vere e proprie censure, nei confronti di BMPS. Ciò ha evidentemente inciso sulla flessibilità operativa della banca e sul suo buon nome, determinando un danno per l'ordinato svolgimento delle attività di gestione e delle relazioni commerciali.

In quinto luogo, le operazioni Santorini e Alexandria hanno comportato la necessità di investire in Buoni del Tesoro Poliennali un importo ingentissimo (oltre cinque miliardi di nozionale), al fine di mimetizzare attraverso un innocuo investimento in titoli di Stato la graduale restituzione, nel lungo termine, degli aiuti ricevuti per salvare i bilanci delle società-veicolo (come si è visto, maggiorati di consistenti interessi e proventi per le banche che li avevano erogati). Ciò ha fatto sì che quando la crisi dell'Eurozona (peraltro già in corso da tempo e niente affatto inattesa) si è allargata fino a coinvolgere la Repubblica Italiana, BMPS avesse assunto una posizione sul rischio Italia assolutamente elevata (anche alla luce della lunghissima vita residua degli investimenti), motivata dal perseguimento delle finalità illecite di cui si è detto in precedenza.

L'ingente investimento in titoli di Stato reso necessario dalle operazioni Santorini e Alexandria non si è tradotto solo in un aumento del rischio, ma in un vero e proprio deficit patrimoniale. E' noto infatti che nell'autunno del 2011 l'Autorità Bancaria Europea (European Banking Authority, EBA) ha richiesto alle prime cinque banche italiane (e ad alcune altre decine di istituti europei) di calcolare i propri coefficienti patrimoniali tenendo conto anche delle perdite latenti nel portafoglio di titoli di Stato

(inclusi i titoli del portafoglio *available for sale*, le cui perdite secondo la normativa di vigilanza italiana non influiscono sul patrimonio di vigilanza). In quella occasione, le consistenti minusvalenze implicite nei titoli a lungo termine acquistati in esecuzione delle operazioni Santorini e Alexandria – ben superiori al valore negativo dei contratti originari – hanno fatto scattare per BMPS la necessità di una pesantissima ricapitalizzazione. Tra le cinque banche italiane coinvolte nel processo, BMPS è stata l'unica a non essere riuscita a raccogliere sul mercato le risorse patrimoniali necessarie e ha dunque dovuto fare ricorso al sostegno governativo, emettendo passività ibride sottoscritte dallo Stato e note come “Monti bond”. Tali strumenti finanziari comportano oneri per interessi elevati (il tasso iniziale, pari al 9%, va crescendo negli anni successivi), nonché il rischio di dover emettere nuove azioni destinate al Tesoro (che andrebbero a “diluire” la ricchezza degli azionisti correnti). Proprio perché la loro forte onerosità sconsiglia di emetterli se non assolutamente necessario, BMPS è stato l'unico istituto a farvi ricorso, e ciò ha comportato un effetto “stigma” che ha offuscato il buon nome della banca sui mercati finanziari e indebolito il suo potere contrattuale, suscitando tensioni nelle relazioni commerciali e nel costo della provvista. In proposito, va ricordata la decisione dell'agenzia di rating Standard & Poor's che nello scorso dicembre ha ridotto da BBB- a BB+ il rating lungo termine in valuta domestica della banca, poi ulteriormente tagliato a BB nel successivo gennaio, provocando un aumento nel costo delle nuove emissioni obbligazionarie e una maggiore difficoltà di collocamento del debito presso determinate categorie di investitori.

Infine, la scoperta delle operazioni descritte in questa relazione ha rappresentato certamente un grave elemento di turbativa rispetto alla riuscita degli impegnativi traguardi economici e commerciali previsti dal piano triennale presentato dalla banca nel giugno 2012. Da un lato, come è ovvio, il top management ha dovuto dedicare alle vicende Santorini e Alexandria un consistente sforzo (per l'accertamento dei fatti ma anche per la comunicazione con le autorità e con il pubblico) che avrebbe altrimenti potuto essere dedicato all'implementazione del piano strategico. Dall'altro, la pubblicità negativa derivata a BMPS ha certamente reso più difficoltoso il conseguimento degli obiettivi indicati nel piano, che come noto prevede un significativo rilancio della redditività unitaria da conseguirsi anche attraverso il rafforzamento e la valorizzazione delle relazioni commerciali con la clientela.

6. Sintesi e conclusioni

In questa relazione abbiamo analizzato gli aspetti tecnico-economici relativi agli strumenti derivati sottoscritti da BMPS nell'ambito delle operazioni riguardanti le società Santorini e Alexandria attualmente oggetto di azione civile presso il Tribunale di Firenze.

Entrambe le operazioni si rendono necessarie dopo che BMPS – già impegnata in uno straordinario sforzo economico-patrimoniale a seguito dell'acquisizione della Banca Antonveneta – subisce rilevanti perdite connesse a due investimenti pregressi: un derivato su azioni Intesa Sanpaolo e un portafoglio di collateralized debt obligations. Per occultare tali perdite e mantenere indenni il conto economico e il patrimonio di vigilanza, si costruiscono due nuove operazioni finanziarie complesse, una per Santorini e una per Alexandria, e ciò avviene con l'assistenza di due primarie banche internazionali, che agiscono come controparti di BMPS in cambio di consistenti profitti.

In entrambi i casi, nascono due operazioni intrinsecamente collegate tra loro: una "operazione di salvataggio", che ripiana le perdite dell'investimento pregresso, e una "operazione in perdita" che finanzia la precedente ed espone la banca a un rilevante danno economico e patrimoniale oltre che al rischio di ulteriori, consistenti minusvalenze.

Le operazioni in perdita vengono rappresentate in bilancio in modo volutamente reticente, attraverso modalità di contabilizzazione gravemente carenti e non conformi ai principi contabili.

Sia per Santorini che per Alexandria, poi, queste nuove operazioni finanziarie in cui vengono "trasferite" le perdite (opportunamente maggiorate in modo da riconoscere consistenti profitti in capo alle banche controparti) sono costruite su un portafoglio di buoni del Tesoro a lungo termine di ingentissimo ammontare; esse prevedono inoltre il versamento, a favore delle banche che hanno collaborato alla loro realizzazione, di elevati depositi di garanzia remunerati a tassi particolarmente ridotti.

Come si è visto in dettaglio nei paragrafi precedenti, ciò comporta, per BMPS, rilevanti rischi di credito (legati al possibile default della Repubblica Italiana) e di liquidità (derivanti da onerosi meccanismi di marginazione), nonché rischi di tasso legati alle imperfette modalità di copertura. Col protrarsi della crisi finanziaria e

l'aggravarsi delle tensioni sui titoli sovrani dell'Eurozona, tali rischi si traducono in gravi perdite, non riconosciute a conto economico ma implicite nel valore di mercato degli attivi della banca; queste perdite portano con sé un'ulteriore espansione dei depositi di garanzia che BMPS deve versare a favore delle banche controparti, nonostante un contesto di mercato in cui il reperimento di nuove disponibilità liquide diventa più difficile e costoso.

Tutto ciò influisce in misura significativa sulla redditività e l'equilibrio patrimoniale della banca che, anche in conseguenza dell'intervento dell'Autorità Bancaria Europea, si trova a dover sottoscrivere speciali passività ibride ("Monti bond") con costi elevati e rischi di significativa diluizione per gli azionisti. A ciò si aggiunge il consistente impatto reputazionale negativo dell'intera vicenda.

* * *

Le due operazioni oggetto della presente relazione (nonostante la complessità tecnica e la presenza di clausole contrattuali complesse, peraltro articolate su più contratti e documenti accessori) rispondono a un'esigenza molto semplice: occultare, come si è visto, le perdite relative a investimenti pregressi "trasferendole" in nuovi strumenti finanziari, grazie alla collaborazione di due banche internazionali che da ciò hanno tratto un significativo margine di guadagno.

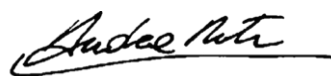
E' del tutto evidente che, ignorando questa esigenza, le perdite sui nuovi strumenti (e dunque gli ingenti profitti per le banche) sarebbero risultate prive di ogni logica economico-finanziaria. Le banche che hanno incassato consistenti proventi per strutturare le due operazioni dovevano dunque avere piena cognizione delle loro opache finalità.

Affinché tali finalità fossero conseguite era peraltro indispensabile non solo che i costi per BMPS trovassero (parziale) compensazione nel salvataggio dei due veicoli, ma anche che le nuove perdite venissero occultate attraverso modalità di contabilizzazione non coerenti con la sostanza economica dei contratti.

Milano, 26 marzo 2013



(Giovanni Petrella)



(Andrea Resti)