

Quale soluzione per il Monte Paschi?

Testo dell'articolo pubblicato il 4.09.2016 su "[Il Sole 24 Ore](#)", nella rubrica "**Alla luce del Sole**".

Mercoledì il Sole ha riportato per primo la notizia che l'aumento di capitale del Monte dei Paschi potrebbe essere di "solo" 3 miliardi di euro perché gli altri due verrebbero dalla **conversione volontaria dei subordinati nelle mani degli investitori internazionali**. Ieri da Cernobbio sono arrivate conferme in questo senso. Come potrebbe svilupparsi questa soluzione?

In circolazione ci sono 4,9 miliardi di euro di subordinati MPS, di cui 638 milioni in scadenza entro ottobre (difficile immaginare che gli investitori convertano questi) e 2,161 miliardi nelle mani di clienti retail. Quindi il *bail-in* volontario (perché di questo si tratterebbe) sarebbe possibile solo su 2,1 miliardi di euro. La maggior parte di questi è a tasso fisso tra il 5% e il 7%. **Perché mai un investitore istituzionale dovrebbe scegliere volontariamente la conversione?**

Un'ipotesi è che i "volontari" siano attirati da un rapporto di conversione molto conveniente. Il ragionamento filerebbe se non ci fosse un successivo aumento di capitale, che rischia di annullare qualsiasi beneficio. Far riuscire l'aumento, il consorzio di collocamento farà di tutto per rendere le nuove azioni attraenti, riducendo il prezzo delle azioni esistenti, ivi incluse quelle appena convertite. Quindi se l'aumento di capitale riesce, chi ha convertito si trova azioni molto diluite che non pagano alcun dividendo, mentre chi non lo ha fatto mantiene dei titoli che rendono tra il 5 e il 7%. Se l'aumento non riesce, ci sarà il *bail-in*: il valore delle azioni sarà azzerato e i subordinati saranno convertiti forzatamente in azioni. Ovvero chi ha convertito prima perde tutto, chi ha aspettato non può fare peggio e nel frattempo ha accumulato interessi.

La conversione non sarebbe conveniente anche se chi converte oggi ricevesse la garanzia di essere trattato come gli altri subordinati in caso di *bail-in*: perderebbe comunque gli interessi elevati nel frattempo. Ma se è così, chi mai convertirà volontariamente?

Una possibilità è che il governo offra a coloro che convertono dei vantaggi speciali. Ma ciò sarebbe in totale contrasto con le direttive europee sugli aiuti di stato. **L'alternativa è un appello patriottico:** dovete convertire per salvare l'Italia. Ma gli investitori istituzionali che detengono i subordinati devono rispondere ai propri azionisti (molti dei quali non sono neppure italiani). Se dovessero rinunciare a parte del valore dei loro titoli per fare un favore al sistema Italia, con tutta probabilità sarebbero oggetto di cause legali da parte dei loro azionisti. Ognuno ha il diritto di donare i propri soldi, ma non quelli altrui. **L'ipotesi della conversione volontaria fa sospettare che la realtà sia ben diversa: il mercato non è disponibile ad investire 5 miliardi di euro in MPS. Che si può fare?**

Se il governo non vuole perseguire la soluzione sistemica – auspicata già da tempo in questa rubrica – l'unica alternativa è un *bail-in* modificato. In ballo ci sono 2,1 miliardi di euro di titoli subordinati venduti alla clientela retail (il taglio medio era stato ridotto a mille euro proprio per attirare i piccoli risparmiatori). Questi investitori, però, hanno goduto di un tasso maggiorato (+2.5% sull'Euribor a 6 mesi) per 8 anni. Se il Governo vuole proteggerli, ma non premiarli, dovrebbe riacquistare i loro titoli ad un prezzo che annulla il beneficio in termini di extra rendimento ricevuto. Questo valore è pari all'80% del prezzo di emissione.

Dopo il riacquisto dei subordinati in mano alla clientela retail, il *bail-in* dei rimanenti subordinati sarebbe sacrosanto e fornirebbe complessivamente 4,2 miliardi di equity alla banca senese. Se poi fosse necessario, sarebbe relativamente facile, con una banca ripulita dai subordinati, raccogliere un paio di miliardi di equity attraverso un'emissione azionaria.

Investendo 1,68 miliardi di euro (0.8X2.1), il governo sarebbe in grado di rimettere in piedi il Monte dei Paschi. Perché non farlo? Non si dica che ce lo impedisce l'Europa. A Bruxelles (e Berlino) preferirebbero di gran lunga questa soluzione, che salverebbe il principio del *bail-in*, a qualsiasi altra soluzione pasticciata.

Qui di seguito i link ai precedenti articoli della Rubrica "Alla Luce del Sole":