

**Da creditori ad azionisti.** La decisione più delicata è in mano ai possessori del subordinato da 2 miliardi che vale il 40% dell'intero aumento

# La scelta difficile per i 40mila «bondisti»

**Da creditori ad azionisti.** Le incertezze della conversione per i piccoli risparmiatori

## La scelta difficile per i 40mila obbligazionisti

**Fabio Pavesi**

Come dover giocare una partita a poker con tutte le incognite del caso. I 40mila piccoli risparmiatori, sottoscrittori del bond subordinato di Mps da 2 miliardi che scade nel 2018 sono chiamati, Consob permettendo, alla decisione più difficile che potevano immaginare. Sedomani Consob darà il via libera all'operazione dovranno decidere se passare dal ruolo di creditori della banca a quello di azionisti. Un bel dilemma. Finora con la prima operazione sono rimasti alla finestra, ora toccherà scegliere. Il bond che quota la metà del suo valore verrà riritato a 100. Fin qui sembra un'occasione da non perdere. Ma quei soldi non li vedranno, diventano automaticamente azioni. E a loro tocca la parte del Leone. Solo quei 2 miliardi sono il 40% dell'intero aumento di capitale da 5 miliardi e il destino di Mps, dopo la ritrosia dei grandi investitori a mettere quattrini, è davvero in loro mani. Una responsabilità eccessiva per chi pensava di comprare un titolo di debito. Già ma capire se convertire li preserverà dalle perdite è davvero compito arduo. Se tutto filerà liscio e non ci sarà bisogno di un intervento pubblico avranno in mano azioni di Mps che valorizzano la banca lo 0,55 del patrimonio netto ricostituito. Vista così pare una valutazione non certo a sconto. ■ Quel multiplo è più alto di banche, come ad esempio Ubi, in maggior salute. E di fatto è lo stesso di UniCredit che ha un Texas ratio assai migliore di

quello della banca toscana.

E prima del recente rally dei titoli bancari, la prima banca italiana e di fatto la più redditizia e solida, cioè Intesa Sanpaolo, viaggiava a valutazioni attorno a 0,8 volte il suo patrimonio netto. Ma Intesa fa utili e ha continuato a distribuire copiosi dividendi cosa che certo non è accaduta a Mps negli ultimi anni. Per non dire del Credem, la banca italiana con la migliore qualità dell'attivo che non riesce a farsi valutare nemmeno l'intero suo capitale. Vista così, quindi l'azione non sembra certo regalata. Non c'è nessuno sconto che renda appetibile più di altri istituti il Monte dei Paschi che, va ricordato è reduce solo in tempi recenti da due aumenti di capitale (2014-2015) da 8 miliardi completamente bruciati e ha accumulato perdite dal 2011 in poi per oltre 14 miliardi. Si dirà che la nuova Mps, pulita da parte delle sofferenze può rimettersi in carreggiata. Vero. Ma pur pulita dalla cessione di 27 miliardi di crediti deteriorati lordi che produrranno perdite per oltre 3 miliardi, resterà con un peso dei crediti malati che è intorno al 17% del portafoglio. Non ancora virtuosa. Però è anche vero che se la banca terrà in futuro sulla linea dei ricavi e avendo nei prossimi anni meno svalutazioni sui crediti da fare, può recuperare un Roe decente, almeno sopra il 6-7%, tale da giustificare quel multiplo sul capitale. Un atto di fede comunque. L'alternativa (sempre che domani l'Authority di mercato

dià il via libera al secondo tentativo privato) di non fare nulla appare però peggiore. Se tutto naufraga e l'aumento "privato" non raggiunge la soglia faticosa dei 5 miliardi, arriva per forza di cose l'intervento pubblico che può giocare su una conversione forzosa del bond (ma difficilmente al valore nominale di 100) o su altre soluzioni di tutela dei bondisti retail tutte ancora da definire. Una conversione al nominale del bond subordinato pare da escludere. Se così fosse nessuno convertirebbe volontariamente sapendo che lo Stato ristora completamente. Chi invece ha già perso sono i vecchi azionisti. Senza il diritto d'opzione saranno diluiti così pesantemente da azzerarsi. Per loro il piano privato concede una sorta di compensazione. Entreranno in possesso della tranche junior della cartolarizzazione da 1,6 miliardi. Ma quel valore è tutto solo sulla carta. È il pezzo più rischioso delle sofferenze e il valore "vero" dipenderà dal tasso di recupero e dai tempi lunghi (anni) che occorreranno. Sono già fin d'ora loro, i vecchi soci già distrutti dallo sboom di Borsa, i perdenti veri della partita.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

