

Così l'Italia ha regalato 3 miliardi a Deutsche Bank

di **Paolo Biondani e Luca Piana**

In questi anni segnati dalla crisi lo Stato italiano ha perso una cifra superiore a tre miliardi di euro in una serie di scommesse finanziarie ad altissimo rischio effettuate con Deutsche Bank. È la conclusione che si può trarre dall'esame di una serie di contratti finanziari con caratteristiche molto particolari, chiamati in gergo derivati, stipulati fra i nostri governi e il colosso bancario tedesco a partire dal maggio 2004. Accordi riservatissimi, più volte modificati almeno fino al 2015 e tuttora in vigore, ma finora mai pubblicati. Fanno parte di quel complesso di contratti derivati che da anni sono al centro di aspre polemiche proprio per l'entità delle perdite subite dall'Italia. E per la segretezza che li circonda.

Di recente due dirigenti del ministero dell'Economia e due ex ministri, Domenico Siniscalco e Vittorio Grilli, che respingono ogni accusa, si sono visti addebitare dalla procura della Corte dei Conti di aver causato danni miliardari alle casse pubbliche attraverso alcuni derivati siglati a suo tempo con un'altra grande banca, l'americana Morgan Stanley, che all'inizio del 2012 passò all'incasso facendosi versare dall'Italia ben 3,1 miliardi di euro. Tranne questa eccezione, tutti gli altri

contratti sono rimasti top secret. Nonostante le richieste di trasparenza arrivate anche dal parlamento, che vi ha dedicato in tempi recenti un'indagine conoscitiva, nessun governo ha infatti mai rivelato i nomi delle altre banche interessate e i contenuti dei contratti, trincerandosi dietro necessità di riservatezza. Ora L'Espresso è in grado di svelarne un nuovo blocco, raccontando la genesi di una serie di accordi siglati a partire dal 2004 con Deutsche Bank. Contratti che, secondo gli esperti interpellati, rischiano di costare all'Italia più di tre miliardi di euro: la stessa somma che nel caso di Morgan Stanley fece gridare allo scandalo. Si tratta senza dubbio di numeri pesanti. Basti pensare che, per l'intero piano nazionale di ristrutturazione e messa in sicurezza delle scuole pubbliche, il governo italiano ha stanziato per il prossimo triennio circa 1,7 miliardi.

I derivati sono contratti complicatissimi che, se ben fatti, funzionano come una polizza di assicurazione. Il Tesoro ha

sempre sostenuto di averli sottoscritti proprio per coprire l'Italia dai rischi finanziari. Il nostro Paese, che ha un enorme debito pubblico, corre pericoli gravissimi in caso di rialzo dei tassi d'interesse: quando crescono troppo, siamo rovinati. Di qui l'idea di assicurare le casse pubbliche con i derivati. Se i tassi superano un livello da allarme rosso, ad esempio il 5 per cento e rotti (come era previsto nel primo contratto del 2004 con Deutsche Bank, spiegato nella figura della pagina a destra), la differenza deve sborsarla la banca. Se invece gli interessi calano o crollano, lo Stato deve pagare comunque il 5 per cento e a guadagnarci è la banca.

Qui c'è il primo punto delicato: questo tipo di contratto derivato (chiamato "swap", cioè scambio di tassi d'interesse: lo Stato paga un fisso e riceve un variabile) a detta di molti esperti assomiglia più a una scommessa che a una polizza assicurativa. Quando assicuriamo la nostra automobile, ad esempio, paghiamo un prezzo determinato e certo fin dall'inizio: in cambio, è la compagnia che si accolla il rischio di dover pagare il conto in caso di incidenti. Con questi "swap", invece, il costo è incerto e il rischio resta distribuito tra le due parti: se i tassi van-

no nella direzione opposta rispetto a quella su cui si è puntato, le perdite possono arrivare a cifre astronomiche. Quindi i derivati in questione assomigliano più a una scommessa finanziaria su come si muoveranno i tassi futuri. Una scommessa che, nel caso di Deutsche Bank, si è rivelata disastrosa per lo Stato italiano.

L'Espresso ha potuto esaminare, in particolare, le caratteristiche dei derivati stipulati con l'istituto tedesco dal 2004 fino al 2015. Si tratta, per la precisione, dello swap originario e di sei contratti di ristrutturazione, che via via modificano gli accordi iniziali, fino a stravolgerli. I cambiamenti sono sostanziali. Il primo derivato legava il Tesoro e la banca per un periodo di tempo molto lungo, fino al 2034. In seguito questo termine è stato prima abbreviato radicalmente, fino al 2017, ma poi riallungato, questa volta fino al 2023. Con queste modifiche sono state introdotte nel tempo anche delle opzioni, esercitabili sempre e soltanto da Deutsche Bank: è la banca a poter decidere a suo piacimento di allungare la durata dei contratti o di aumentare il valore assoluto dei pagamenti. Una

clausola che solleva una questione cruciale: perché il Tesoro, guidato in tutto questo arco di tempo dalla responsabile della direzione debito pubblico Maria Cannata, che aveva la specifica competenza sui derivati, ha accettato contratti così favorevoli al colosso tedesco? E che posizione hanno tenuto i tre direttori generali che si sono succeduti con i diversi governi? Si tratta degli stessi Siniscalco e Grilli, poi promossi ministri, seguiti infine da Vincenzo La Via.

Per valutare gli effetti di questi contratti, L'Espresso li ha sottoposti a una docente di fama internazionale: Rita D'Ecclesia, che insegna Finanza Quantitativa alla Sapienza di Roma e alla Birkbeck University di Londra. La sua premessa è che calcoli troppo precisi sono impossibili, perché servirebbero informazioni che nei contratti non vengono fornite, come l'esatto momento dell'esecuzione: «Anche uno spostamento di qualche ora può modificare la reale quantificazione dei flussi d'interessi da corrispondere fra le due parti». Detto questo, l'esperta di matematica finanziaria calcola che, fra il primo contratto del 2004 e l'ultimo accordo conosciuto della primavera del 2015 (quando Deutsche Bank comunicò al governo italiano l'esercizio di un'opzione, che permetteva alla banca di accendere un ulteriore contratto, con scadenza 15 ottobre 2017), questi derivati si siano tradotti in un vero salasso per lo Stato. L'esborso netto è stimabile, solo per questo periodo, «in una cifra compresa fra 1,1 e 1,3 miliardi di euro».

E poi? Che cosa è accaduto dal 2015 a oggi, e che cosa succederà da qui al 2023, quando matureranno le ultime scadenze dei contratti esaminati? I dati disponibili, fermi appunto a tre anni fa, permettono agli esperti di quantificare ulteriori pagamenti molto ingenti. Gli addetti ai lavori utilizzano un indicatore tecnico, chiamato in gergo "mark to market". Quello dei derivati con Deutsche Bank, alla data dell'ultimo contratto (aprile 2015) risultava negativo, per l'Italia, per 2 miliardi e 250 milioni. Insomma, tra i versamenti già effettuati fino al 2015 e quelli prevedibili per i prossimi anni, non c'è il rischio di sbagliare troppo se si afferma, come spiega la professoressa D'Ecclesia, che «il costo netto a ca-

rico dello Stato sia valutabile complessivamente in oltre tre miliardi».

Questa stima è valida, ovviamente, solo a condizioni che i contratti, dopo il 2015, non siano stati ulteriormente modificati (in peggio o in meglio) con altre clausole riservate, come già avvenuto in passato. Questo è un punto importante. A saltare agli occhi, infatti, è proprio il progressivo stravolgimento delle condizioni contrattuali. L'accordo iniziale del 2004, stando alle valutazioni tecniche, non era così squilibrato. L'Italia aveva addirittura qualche probabilità in più di vincere la scommessa rispetto a Deutsche Bank: 54 per cento, contro 46. Ma la posta in gioco era sbilanciata dall'inizio. Nella media dei casi prevedibili, infatti, lo Stato italiano avrebbe potuto incassare 360 milioni, mentre l'istituto tedesco, in caso di vittoria, poteva sperare fin dall'inizio in profitti più elevati: circa 460 milioni. Nella realtà, però, l'evoluzione effettiva dei tassi d'interesse ha subito dato torto al Tesoro, che ha iniziato a perdere soldi fin dalle prime scadenze, pagando ogni sei mesi pesanti interessi. C'è solo un momento in cui la situazione migliora: nel primo semestre 2009 i tassi risalgono fino al livello che permette allo Stato di non rimetterci troppo. Ma proprio allora il governo italiano accetta di varare la prima ristrutturazione.

Non sarà l'unica modifica delle condizioni contrattuali: dal 2010 al 2014 ne seguiranno altre cinque, al ritmo di una l'anno. I risultati sono sempre più negativi per l'Italia. E sempre più vantaggiosi per Deutsche Bank. Tra il 2010 e il 2012, stando alle valutazioni effettuate da Rita D'Ecclesia sulla base delle informazioni disponibili, la banca tedesca riesce ad azzerare ogni rischio di perdere la scommessa con lo Stato. Una strategia del tutto logica, dal punto di vista dell'istituto di Francoforte.

Più difficile spiegare il perché di queste scelte per il Tesoro e per i governi dell'epoca. L'unica risposta che si può ricavare dai dati disponibili è preoccupante: con quelle modifiche, il ministro ha ottenuto uno sconto sugli interessi da pagare nell'anno in corso, ma ha aggravato il debito totale, da versare alla scadenza finale. Invece di disinnescare la bomba dei derivati, si è allungata la miccia, aggiungendo altri carichi di esplosivo. Fino ai tre miliardi in scadenza entro il 2023.

Deutsche Bank è lo stesso istituto che, per tutt'altri motivi, è finito al centro di un'inchiesta giudiziaria che riguarda una massiccia operazione sui titoli di Stato italiani avvenuta nel 2011. Tra il primo gennaio e il 30 giugno di quell'anno la banca tedesca aveva ridotto la propria esposizione sui titoli del debito pubblico italiano, tagliandola da 8 miliardi a soli 996 milioni di euro. L'istituto di Francoforte lo comunicò al mercato il 26 luglio 2011: un annuncio che contribuì ad alimentare la crisi di fiducia nell'Italia. Nei giorni successivi lo spread (cioè la differenza tra i tassi d'interesse italiani e quelli tedeschi) superò per la prima volta la soglia dei 300 punti base. Nel corso di un'indagine per manipolazione di mercato iniziata dai magistrati di Trani e poi trasferita a Milano, è emerso ora un retroscena rimasto per anni inedito: quello stesso 26 luglio 2011 - cioè quando Deutsche Bank sembrava annunciare la fuga dall'Italia, pubblicando i dati di bilancio del 30 giugno precedente - il gruppo tedesco aveva in realtà già ricomprato una grossa quota di titoli italiani. Questa notizia giudiziaria, pubblicata nel dicembre scorso dall'Espresso, è stata utilizzata da importanti esponenti del centro-destra per suffragare la teoria di un complotto tedesco contro il terzo governo di Silvio Berlusconi. Che nell'autunno 2011 fu sostituito da Mario Monti, quando lo spread aveva ormai scavalcato anche la soglia dei 500 punti. L'ex ministro Renato Brunetta ha parlato

addirittura di «colpo di Stato».

La teoria del complotto, però, sembra appartenere alla campagna elettorale, più che alla realtà economica. Il capo di Deutsche Bank in Italia, Flavio Valeri, di fronte alla commissione parlamentare d'inchiesta sulle banche, ha ricordato che tra gli azionisti della banca di Francoforte il governo tedesco non c'è. I primi tre soci erano nel 2011 (e sono ancora oggi) investitori internazionali: cinesi, americani e qatarioti. Difficile ipotizzare un complotto politico con mandanti così variegati. Più probabile che i vertici dell'epoca di Deutsche Bank (poi rimossi) seguissero la logica della finanza di ogni latitudine: e cioè quella di massimizzare i profitti.

La teoria del complotto si scontra anche con altri dati di fatto, documentati proprio dai derivati di Deutsche Bank ora svelati dall'Espresso. Il primo contratto, l'accordo-base che apre la strada a tutti gli altri, viene infatti siglato il 17 maggio 2004. Quando il capo del governo italiano era Silvio Berlusconi e Giulio Tremonti ricopriva il ruolo di ministro dell'Economia. Ma non basta. Le prime tre decisive ristrutturazioni sono datate luglio 2009, novembre 2010, giugno 2011. Chi era il premier? Ancora Berlusconi. E il ministro dell'Economia? Tremonti. A questo punto resterebbe da capire perché mai Deutsche Bank avrebbe dovuto tramare proprio contro il governo che le aveva appena regalato quei contratti d'oro. ■

Spuntano i derivati fatti dal Tesoro italiano con l'istituto tedesco. Tutti in perdita

Cronologia di un au ogol

17 maggio 2004

Il Tesoro e Deutsche Bank firmano un contratto di Interest rate swap (Irs) che impegna le due parti a scambiarsi flussi d'interessi due volte l'anno, fino al 2034. Il Tesoro paga un fisso del 5,0327% su un valore prefissato di 3 miliardi di euro (detto nozionale), la banca un variabile pari all'Euribor a 6 mesi. Fin dai primi semestri è il Tesoro a perderci.

8 luglio 2009

Il contratto viene diviso in due. Una parte resta identica al 2004, sull'altra Deutsche Bank concede al Tesoro uno sconto sugli interessi (il fisso scende al 4,714%) in cambio di un'opzione che dà alla banca la possibilità di chiudere questa parte del contratto nel 2012. In pratica se i tassi di mercato diventassero per lei sfavorevoli, la banca potrebbe porre fine al contratto.

11 novembre 2010

Viene ristrutturata anche la prima parte del contratto del 2004. Deutsche Bank ottiene un'opzione che le dà la possibilità di decidere se chiuderla a costo zero nel 2014, in anticipo di vent'anni sulla scadenza prevista. Anche in questo caso il Tesoro accetta una clausola svantaggiosa in cambio di un piccolo sconto sugli interessi.

1 agosto 2011

L'agonia del governo di Silvio Berlusconi impedisce all'Italia di porre argini alle tensioni dei mercati, scatenate dal fallimento della Grecia e dalla prospettiva che l'Eurozona non si faccia carico delle difficoltà dei Paesi membri. Lo spread di rendimento fra il Btp italiano e il Bund tedesco raggiunge per la prima volta i 315 punti base.

26 luglio 2011

Nel bilancio relativo al primo semestre 2011, Deutsche Bank dice di aver ridotto l'esposizione sul debito italiano a 996 milioni di euro, dagli 8 miliardi del dicembre 2010. Il Financial Times parla di un «drammatico segnale di fuga degli investitori internazionali». L'istituto spiega che i Btp venduti erano in pancia a una banca appena comprata e di voler ancora investire in Italia.

7 giugno 2011

Il contratto modificato del 2010 dura pochi mesi. Viene ancora ridotto il tasso fisso pagato dal Tesoro ma raddoppiato il nominale su cui si calcolano gli interessi (da 2 a 4 miliardi). La scadenza scende al 2018. Viene modificata l'opzione di cui beneficia Deutsche Bank: nel 2012 potrà decidere di portare a 7 miliardi il valore nozionale, ampliando i suoi profitti.

2 agosto 2011

La Consob chiede informazioni a Deutsche Bank sulle compravendite di Btp e di un particolare tipo di derivati, chiamati Cds, dal primo gennaio al 30 giugno 2011. La banca nel giro di pochi giorni fornisce un file di 625 pagine, con i dettagli di 33 mila operazioni. L'istruttoria della Commissione non porterà ad alcun provvedimento.

9 novembre 2011

Lo spread fra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi tocca il record dell'era dell'euro, salendo a 574 punti base. Tre giorni più tardi Silvio Berlusconi dà le dimissioni, aprendo la strada al governo di Mario Monti, chiamato a varare in tempi brevi un programma di risanamento dei conti pubblici.

18 giugno 2012

Sui derivati tra Italia e Deutsche Bank cambia tutto. Vengono modificati il contratto del 2011 e la parte residua di quello iniziale, modificata di poco nel 2009. L'Italia ottiene tassi più bassi, la banca delle opzioni che le permettono di massimizzare i profitti e azzerare i rischi. In particolare può decidere di aumentare dal 2018 al 2020 la scadenza del contratto 2011.

10 dicembre 2017

Un'indagine avviata dalla procura di Trani, poi trasferita a Milano, rivela nuovi particolari della vendita di Btp del 2011. Al momento della diffusione dei dati relativi al 30 giugno 2011, avvenuta il successivo 26 luglio, l'istituto aveva già iniziato a ricomprare i titoli italiani. L'ipotesi investigativa, ancora tutta da verificare, è la manipolazione di mercato.

15 aprile 2015

Deutsche Bank comunica l'esercizio di un'altra delle opzioni previste dai contratti. Fino all'ottobre 2017 l'Italia pagherà un interesse pari al 3,6% su un nozionale di 3,5 miliardi, la banca l'Euribor a 6 mesi. Per l'Italia è un salasso, perché nei due anni successivi l'Euribor a 6 mesi non salirà mai sopra il livello che renderebbe lo swap profittevole per lo Stato.

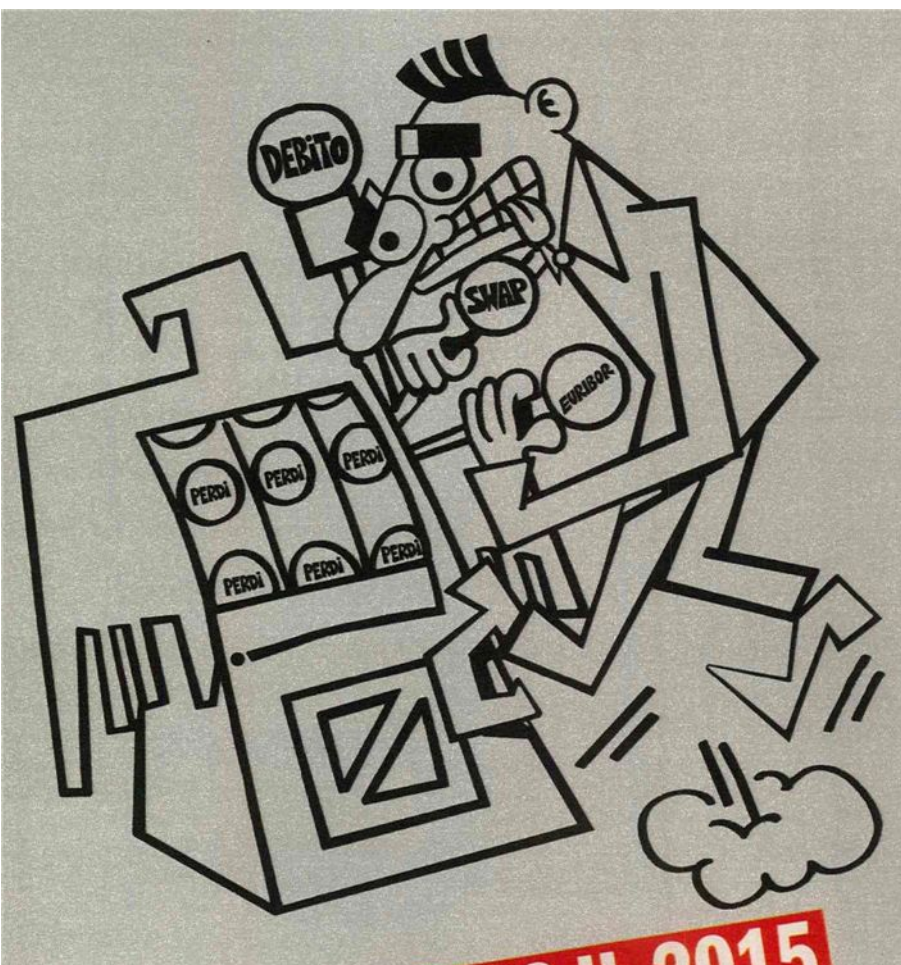
18 marzo 2014

Deutsche Bank potrebbe far scattare una delle opzioni che ha ottenuto in precedenza, aumentando il valore dei profitti che otterrà su uno degli swap. Concede all'Italia una dilazione, posticipando il momento dell'esercizio dell'opzione al marzo 2016. Ottiene in cambio un aumento del nozionale a cui applicare gli interessi e tre anni in più di durata (al 2023).

Un contratto del 2004 è stato ristrutturato più volte. Con nuove clausole capestro

1,3 **FINO AL 2015** miliardi di euro

Gli interessi netti pagati tra il 2004 e il 2015 dal Tesoro sui derivati con Deutsche Bank sono stimati fra 1,1 e 1,3 miliardi



oltre **2** **DOPO IL 2015** miliardi di euro

Nel 2015, anno dell'ultimo contratto disponibile, i costi previsti per il Tesoro sulla vita residua dei derivati erano di 2,25 miliardi