

DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

CATTEDRA DI ECONOMIA DELL'IMPRESA

Riassetto Finanziario Delle Banche In Crisi.

Un'Analisi Economica Applicata Alla Vicenda Monte dei Paschi di Siena

DOCENTE RELATORE

Prof. Gian Maria Gros-Pietro

DOCENTE CORRELATORE

Prof. Alessandro Muscio

CANDIDATO

Giuseppe Lucianò

Matr. 638531

Sommario

INTRODUZIONE	5
CAP I: LE PRINCIPALI DETERMINANTI - E LE RECENTI VICENDE - DI CRISI NEL SETTORE BANCARIO	7
I. DIVERSE FORME DI CRISI.....	7
i.....	Crisi isolate 8
ii.....	Crisi sistemiche 10
iii.....	Ondate di panico 11
II. dissesto finanziario.....	13
III. Modello di segnalazione e previsione delle crisi bancarie.....	17
IV. L'esperienza delle crisi bancarie odierne	24
i.....	La crisi finanziaria 2007 24
ii.....	L'impatto sul sistema bancario: il caso Lehman Brothers e il caso Bankia 25
V. Elementi di comunanza e dissonanza con la vicenda Mps	32
Cap II: Le principali vie di uscita dalla crisi finanziaria.....	34
I. Way-out Strategy e Resolution Path: proposizioni teoriche iniziali.....	35
i.....	Condizioni e strategie praticabili nella Private Way 37
ii.....	Carattere e opzioni di scelta della <i>Semi-Public Way</i> 42
iii.....	Carattere e strumenti di intervento del <i>Public Support</i> 44
II. L'esperienza maturata nella recente crisi finanziaria	47
III. Dall'evidenza alla formulazione teorica: l'approccio economico al tema del dissesto	61
Cap III: Il caso Monte dei Paschi di Siena. Introduzione.....	64
I. Banca dal 1472	65
II. Una storia italiana	69
i.....	La vicenda Antonveneta 69
ii.....	Le operazioni in strumenti derivati 76
III. Le responsabilità terze	79
i.....	La responsabilità dei manager 80

	ii.La responsabilità degli organi di vigilanza	83
	iii.La responsabilità degli azionisti, e il ruolo della politica	86
IV.	Quali soluzioni praticabili?	88
Cap IV:	Il background teorico per le soluzioni alla vicenda Mps	97
I.	Il risanamento autonomo.....	98
	i. Gli strumenti per il risanamento	99
	ii. L'area di surplus e l'equilibrio tra le parti	106
	iii. Problemi applicativi della soluzione: l'opportunismo precontrattuale e l'asimmetria informativa tra le parti	110
II.	L'approccio pubblico alla risoluzione del problema.....	111
	i. Le vie del risanamento pubblico	112
	ii. Il punto di vista del mercato	114
	iii. L'allocazione del surplus	116
	iv. Problemi applicativi: il moral hazard delle banche nella scelta di assunzione del rischio	118
	v. Considerazioni conclusive: può una politica complice aggravare il problema?	122
III.	Il takeover privato	123
	i. Difficoltà oggettive del passaggio del controllo	124
	ii. L'area di surplus	126
	iii. Conflitto tra proprietà e controllo nel cambio di proprietà	128
Cap V:	Studio del caso riguardante Banca Monte dei Paschi.....	130
I.	Le tre soluzioni nell'economia del risanamento: le aree di surplus.....	131
	i. Beneficio e surplus area generati dal risanamento autonomo di MPS	131
	ii. Beneficio e surplus area generati dall'ipotesi di takeover privato	142
	iii. Beneficio e surplus area generati dall'ipotesi di salvataggio pubblico	144
II.	Problemi aggiuntivi: gli effetti distorsivi dal mercato perfetto nell'economia del risanamento del Monte dei Paschi	147

i.....	Il risanamento autonomo nell'ipotesi Profumo	147
ii.....	L'acquisizione esterna da parte di una banca europea	149
iii.....	Il salvataggio pubblico	150
III.	Conclusioni: un confronto tra e soluzioni e propositi di ricerca ulteriori	154
IV.	Appendice A: la valutazione dell'impatto sui Flussi di Cassa all'Equity e sul valore del debito di Monte dei Paschi del Piano Industriale Profumo – Viola 2012-15	160
V.	Appendice B: La determinazione della variazione del valore del debito, il valore atteso di recupero, attraverso la regressione logistica lineare. Un'applicazione del modello Poghosyan e Cihak.	168
	Bibliografia e sitografia	173

INTRODUZIONE

Da sempre oggetto di interesse, la crisi finanziaria delle banche ha rivelato aspetti di significatività non marginale per l'ambiente economico tutto, rendendosi ricorrente oggetto di studio attraverso gli approcci più disparati. Così, senza citare necessariamente le recenti vicende di cronaca che hanno avuto attenzione per simili eventi, l'importanza di una simile fenomenologia si ascrive intuitivamente alla dimensione sistemica che le banche assumono nel contesto economico, come anche sociale, entro il quale operano: influenzando l'andamento dell'economia reale in modo significativo, un importante assunto di quest'elaborato è che tanto nel male, quindi in fasi di dissesto e crisi finanziaria, quanto nel bene, quindi in congiuntura espansiva del credito e dei volumi transati, le banche coinvolgono nelle proprie sorti anche le vicende dei soggetti che vi entrano in relazione, specialmente col ruolo di prestatori di una, o di entrambe, le risorse fondamentali all'attività economica, ossia lavoro e capitale: in tale novero rientrano, allora, azionisti, creditori di vario genere, e lavoratori, oltre che l'ambiente immediatamente astante alla presenza geografica dell'istituto.

L'elaborato è improntato alla misurazione dell'effetto economico aggregato, generato dalle vicende conseguenti al dissesto bancario, ed in particolare alla sua risoluzione. Pertanto, si propone di fornire un approccio innovativo alla misurazione dell'effetto, secondo i criteri di convenienza economica, atto a discernere tra e diverse soluzioni propugnabili da parte degli stakeholder, in base all'output atteso dalla risoluzione, ed al tipo di coinvolgimento desiderato dai soggetti coinvolti. Questo *framework* teorico, basato su strade percorribili – resolution path – e soluzioni di uscita dalla crisi – way-out strategies – troverà applicazione alla valutazione del caso Monte dei Paschi di Siena, banca di antichissima origine e tradizione, altamente radicata nel territorio di provenienza, e al contempo balzata sulle *headlines* della stampa nazionale ed estera in conseguenza delle recenti vicissitudini che hanno rischiato di comprometterne l'esistenza. Lo studio del suo dissesto costituirà il prodotto finale di questo testo.

Per rispondere ad un simile intento, il testo si compone di seguito di cinque capitoli. Nel corso del primo si tenterà di dare informazione completa e dettagliata sulle dinamiche del dissesto bancario, sulla sua rilevazione, sui suoi effetti, inserendo nella trattazione gli strumenti di rilevazione dello stato di crisi, quali gli *early warning systems*.

Nel corso del secondo, invece, si discuterà delle soluzioni, individuate dai diversi studi che compongono la letteratura in materia, e nel loro inquadramento entro uno schema razionale ed applicabile al dissesto bancario.

Nel corso del terzo capitolo, con intento di cesura, si avrà introduzione alla vicenda del Monte, descritta attraverso la cronistoria del dissesto per la banca più antica del paese, e d'Europa.

Nel quarto capitolo, introducendo il quinto, si dirà delle determinanti del surplus da risanamento, dei soggetti coinvolti, delle dinamiche tra questi nella spartizione di costi e benefici rivenienti dal risanamento, e degli strumenti di valorizzazione, ma anche delle problematiche emergenti nella sua formazione, e misurazione, cagionati dai fenomeni inquadrati dalla teoria economica in materia.

Il quinto ed ultimo capitolo, invece, dopo aver applicato la teoria al caso concreto, fornendone un quadro generale e libero da ogni effetto distorsivo, si concentrerà sullo studio degli effetti dell'asimmetria informativa sulla formazione della probabilità di default della banca, e sul ruolo dei prezzi delle azioni nel rivelare la rischiosità implicita delle passività di Monte dei Paschi; si concentrerà, ancora, sulla misurazione degli effetti negativi dell'azzardo morale del mercato, nel ritenere inevitabile l'intervento dello Stato nel salvataggio delle banche sistemiche come MPS, e pertanto sottostimando la rischiosità di questi istituti.

CAP I: LE PRINCIPALI DETERMINANTI - E LE RECENTI VICENDE - DI CRISI NEL SETTORE BANCARIO

I. DIVERSE FORME DI CRISI

Una volta colta l'importanza del profilo storico delle crisi bancarie, in quanto strumento di caratterizzazione e della frequenza e della portata dell'evento in generale, oltre che delle dinamiche che investono il sistema economico nel complesso, sorge l'esigenza di riportare la discussione su un percorso più concreto. Ebbene, l'aprirsi di una crisi bancaria, che pur rappresenta sempre una pietra miliare nella storia del sistema economico di un paese, non necessariamente finisce per manifestarsi secondo dinamiche identiche in ogni frangente: in altri termini, una crisi bancaria ha sempre effetto sulla regione economica che la banca serve, e sul sistema economico nel complesso, ma non necessariamente quest'ultima si manifesta sempre alle stesse condizioni. Si badi, questo non riguarda solo elementi di natura causale, ma anzi elementi fin anche più elementari, ossia la naturale differenza che intercorre tra una crisi sistemica, che coinvolge in misura maggiore o minore tutte le banche, ed una crisi isolata, che coinvolge un istituto o un gruppo bancario, e per ragionevole consequenzialità, una regione economica solitamente più limitata per estensione. Come ricordano in molti, infatti, la banale differenza tra una crisi sistemica ed una limitata ad un istituto ovvero ad un gruppo di istituti di credito segna profondamente l'insieme di cause e conseguenze che vanno a riflettersi sul sistema economico e finanziario. Per poter proseguire nella trattazione, è tuttavia ragionevole chiarire maggiormente questa differenza fondamentale.

i. CRISI ISOLATE

Definire la crisi isolata di un istituto di credito è un compito tutt'altro che facile. Come in ogni circostanza di forte concatenazione tra i diversi operatori di settore, ed i diversi settori, i confini che segnano il sistema finanziario e i suoi principali attori, le banche, sono molto labili oggi giorno, con ciò giustificando la difficoltà a discernere tra quella che è chiamata crisi isolata, e quella che invece verrà successivamente definita crisi sistematica. Per chiarezza, si tende comunque a definire isolata la crisi che coinvolge un istituto di credito indipendentemente da quanto si registra sul mercato, e che interviene per ragioni dipendenti dall'intrapresa di scelte di ordine strategico ed operativo assunte a livello individuale.

La crisi isolata di un istituto di credito può originarsi per una moltitudine di ragioni, in contesti differenti. Il sistema finanziario italiano, ad esempio, è stato lungamente segnato nel corso della sua storia da crisi di istituti falliti. Tra i maggiori, si ricordano i casi della Banca Romana, della Banca Privata Italiana, e del Banco Ambrosiano. Ognuno dei fallimenti elencati presenta una duplice caratteristica, comune anche agli altri. In primo luogo, si tratta di fallimenti isolati, inseriti in contesti di insalubre sviluppo del settore bancario nazionale: per dirla in altri termini, si tratta di fallimenti registrati in contesti di squilibri di mercato, che diedero luogo a dinamiche operative inusuali per gli istituti falliti. In secondo luogo, le banche considerate hanno registrato fallimenti tendenzialmente isolati per regione economica sulla quale hanno impattato, seppure le loro vicende abbiano avuto in più di un caso un riverbero internazionale¹.

L'elemento di maggior interesse di una crisi isolata è il contesto operativo nel quale la stessa crisi arriva a registrarsi. Questo, in ragione del fatto che la comprensione profonda delle cause che giustificano il verificarsi di una crisi bancaria non può che passare per l'interpretazione di quanto è stato fatto dalla banca negli anni precedenti. Dall'analisi delle principali crisi individuali associate ad istituti di credito, emerge che facilmente molti di essi siano stati indotti da *mala gestio*: nel prosieguo dell'elaborato, infatti, si arriverà a descrivere i risvolti della vicenda Mps, che recentemente attraversa le cronache nazionali, e che pare almeno marginalmente indotta da queste ragioni. Ciò nonostante, sembra ragionevole escludere almeno in parte questa causa di *distress* dal novero di quelle considerate, per via della sua scarsa prevedibilità, nonché per via della scarsa valenza delle

¹ La Banca Romana era un istituto emittente moneta per conto dello stato italiano, ed il suo fallimento conseguente allo scandalo che emerse ebbe conseguenze sul cambio nazionale; la Banca Privata Italiana, di proprietà di Michele Sindona, possedeva la Franklin Bank, che operava negli Stati Uniti; infine, il Banco Ambrosiano operava su scala sovranazionale, ed il suo fallimento ebbe anche in quel caso delle conseguenze trascinanti i confini nazionali.

assunzioni. Al di là di casi di natura molto peculiare, una simile tipologia di crisi non può esistere senza una più profonda ragione, che potremmo definire “imperfezione” o “inefficienza” di mercato, che spinga al manifestarsi di questo genere di episodi. Quindi, come conseguenza, non è infrequente che la *market failure* che induce una banca a fallire impatti anche sulle sue concorrenti, generando una crisi settoriale: questo avviene, in particolare, se la failure predetta riguarda la concorrenza ovvero la trasparenza informativa. Un interessante elemento di indagine, da riportare al fine di assicurare che la problematica dell’inefficienza informativa venga meno così annullando o riducendo grandemente i costi connessi al dissesto degli istituti, è l’idea sviluppata da alcuni ricercatori del IMF², ai quali si riconosce il merito di aver presentato un approccio innovativo volto a misurare lo stato di salute degli istituti di credito europei³. Questa metodologia, chiamata *Early Warning System for Banking Soundness*, è basata sull’elaborazione di dati relativi alla solidità patrimoniale delle banche, nonché all’andamento dei prezzi di mercato dei titoli finanziari associati alla banca (azioni e debiti subordinati), ed infine a tassi di interesse sui depositi e condizioni di costo che impattano, per l’istituto considerato, sui margini di interesse e/o di intermediazione realizzati. In quest’ambito, poi, un ruolo centrale è giocato dall’esito dell’applicazione del metodo CAMEL (**C**apital, **A**sset quality, **M**anagement, **E**arnings, **L**iquidity), molto noto anche alle agenzie di rating, sebbene fortemente criticato per via della sua scarsa validità laddove applicato individualmente, nel prevedere il deterioramento della stabilità finanziaria di un istituto di credito⁴.

Chiaramente la validità di alcun modello di misurazione della condizione di *financial distress* di una banca consiste nella sua capacità di rilevare anticipatamente rispetto al consolidarsi dello stato di insolvenza la condizione di crisi. Un simile modello, pertanto, costituisce quella che i suoi autori chiamano “set of criteria for bank soundness”, ovvero un set di criteri per testare la condizione di una banca. E ancora, gli stessi autori definiscono quest’ultima:

“useful for bank depositors and other creditors (...) hence if a bank would exceed certain trigger points, it would become subject to closer scrutiny, and potentially become subject to supervisory intervention”

² International Monetary Fund, *ndr*

³ Poghosyan T., Cihak M. – Distress in European Banks: An Analysis Based on a New Data Set – IMF Working Paper, European Dept., 2009

⁴ Per un’analisi più approfondita del metodo si richiama al paper della nota 1, pagg 4 e ss., oppure a quanto riportato al terzo paragrafo di questo capitolo

Utile per depositanti ed altri creditori, così che se una banca dovesse superare taluni livelli indicativi, questa diverrebbe soggetta a un'indagine maggiormente ravvicinata, e diverrebbe potenzialmente oggetto di un intervento della vigilanza.

E' comunque importante richiamare al fatto che una soluzione generalmente applicabile ad un *sistema bancario* piuttosto che ad un singolo istituto, rivela la natura osmotica dei fattori di crisi che affliggono le banche quando colpite da turbolenze finanziarie, inducendo naturalmente a parlare di crisi sistematiche piuttosto che isolate.

ii. CRISI SISTEMICHE

Quanto riportato nel precedente paragrafo offre una più che valida introduzione alla seconda tipologia di crisi bancaria, quella che impatta sulle banche nella forma di crisi del singolo operatore, sebbene segni, più o meno profondamente, tutti gli operatori del settore. Prima di poter analizzare le condizioni che delineano questo tipo di crisi bancaria, è necessario inquadrare i segnali dai quali riconoscerla. Prima di tutto, a differenza della crisi individuale indotta da un fallimento di mercato, la crisi settoriale che sfocia nel fallimento di una o più banche è indotta da due ragioni: illiquidità dell'istituto, dovuta allo scoppio di una *asset price bubble* sul mercato, a cui consegue la necessità di impiegare i flussi di cassa generati dall'attività tipica per ripianare le perdite nella negoziazione e nella svalutazione degli asset durevoli; asimmetrica distribuzione del rischio, che si innesca laddove le banche accettino di contrarre più rischio di quanto riconoscano in capo alla controparte nel domandare il pagamento degli interessi. Un esempio lampante di questa caratteristica è fornito dalla crisi finanziaria 2007, segnata peraltro da entrambe le vicende: illiquidità e eccessiva assunzione del rischio. Come fin troppi studiosi e teorici ricordano in moltissimi scritti, infatti, una delle maggiori cause della crisi finanziaria del 2007 è stata l'assunzione da parte delle banche di una mole di rischio eccessiva, associata all'attività creditizia, finalizzata al successivo trasferimento dei rischi sul mercato⁵.

Quindi, di seguito ai due elementi causali analizzati in precedenza, ed anche apparentemente in parziale opposizione, è bene annoverare tra i segnali delle crisi sistematiche anche la caratteristica di ciclicità con la quale questo genere di crisi tende a verificarsi. Infatti, secondo la teoria economica maggiormente accreditata, non sarebbero le cause ultime ad indurre lo scoppio delle crisi bancarie,

⁵ Il meccanismo di *Originate to Distribute*, ormai noto a chiunque in ambito economico, e finalizzato ad adattare i requisiti patrimoniali di Basilea II in materia di riserve obbligatorie e di esposizione al rischio, alla domanda crescente di credito in ambito prevalentemente immobiliare, è ormai riconosciuto come il fattore primario ad aver causato il fallimento di molte banche.

che anzi avverrebbero ciclicamente, assecondando malesseri pregressi degli istituti (più o meno generalizzati) e caratterizzati proprio da illiquidità o eccessiva assunzione di rischio. Tale visione è vivamente sostenuta da due studiosi, Kindleberger⁶ e Minsky⁷, i quali hanno rilevato l'andamento ciclico delle crisi bancarie, e il loro verificarsi con una periodicità simile a quella che vede scandire il ciclo economico. La ragione di queste assunzioni, ancorché inquietanti, non è universalmente accettata da tutti come imprevedibile ed ineluttabile: molteplici sono, infatti, gli studi in materia di prevedibilità delle crisi bancarie, dei quali uno dei maggiori per significatività è il contributo fornito di recente da Charles W. Calomiris. Questi, nella sua pubblicazione dal titolo "Banking crises and rules of the game"⁸, ha sostenuto la tesi in base alla quale, sebbene valida sia la teoria appena proposta, le regole che determinano il funzionamento di un sistema finanziario sarebbero causa scatenante, nonché mezzo di arresto, delle crisi bancarie generate dai problemi sopra esposti. In un simile contesto, tanto scelte di politica monetaria, atte a sostenere l'export come il livello di tassi di interesse e la crescita economica, quanto scelte atte a contenere l'inflazione in un paese, risulterebbero influenti sul verificarsi di una crisi, ed invece avrebbero solo la funzione di accelerare o rallentare il passaggio da una fase di down-turn ad un'altra.

iii. ONDATE DI PANICO

Allo scopo di fornire ulteriore completezza all'analisi delle diverse tipologie di crisi bancarie, è bene segnalare l'esistenza di una terza particolare categoria di fenomeno, molto eloquentemente definita ondata di panico.

Come le recenti turbolenze sui mercati finanziari hanno ben dimostrato, fatti rilevanti in ambito economico impattano significativamente sulla percezione di sicurezza che un mercato è in grado di rilevare ed associare alle sue istituzioni finanziarie. Questo, in altre parole, indica che in occasione di gravi e rilevanti accadimenti, fortissime pressioni sul sistema finanziario possono avere impatti e conseguenze perturbanti lo stato di salute di una istituzione. Alla luce di quanto visto, questi accadimenti straordinariamente significativi dispongono del potenziale per rivelare stati di crisi latenti in diversi istituti di credito, esattamente come una congiuntura economica negativa e l'instabilità finanziaria che le consegue fanno.

⁶ Kindleberger C.P. – Manias, Panics and Crashes: a history of financial crises – Basic Books, 1978, New York

⁷ Minsky H.P. – John Maynard Keynes – Columbia University Press, 1975, New York

⁸ Calomiris C.W. – Bank crises and the rules of the game – Columbia University Press, Oct 2009, New York

Ancora, a caratterizzare questa tipologia di crisi bancaria, è la tradizionale e pittoresca immagine della corsa agli sportelli, il che giustifica l'associazione di idee con una crisi irruenta e distruttiva. Certamente, la crisi bancaria e finanziaria che investì gli Stati Uniti nel 1929 fu segnata da questo tratto, e ciò assurge questa crisi a massimo esempio in materia. Tuttavia il '30 non si vide segnato solo da una *panic wave*, ma anche da una forma di crisi sistematica vera e propria.

Come riconosciuto da due grandi studiosi della stessa crisi, Friedman e Schwartz, la crisi del '29 comportò per alcune banche il fallimento solo a cagione della crisi d'illiquidità ingigantita dall'ondata di panico e dalla conseguente corsa agli sportelli, e non già dalla reale insolvenza degli istituti.

Così, quantomeno doveroso diviene riportare l'ondata di panico separatamente rispetto alla crisi sistematica, che pure dà adito alle medesime ragioni, endogene, di debolezza delle banche. Come riporta Calomiris nel suo scritto, infatti, a connotare un'ondata di panico è: “un momento di confusione riguardo l'incidenza di perdite per gli istituti di credito, sufficientemente severe da creare una sistematica pressione al prelevamento (di denaro) su un numero elevato di banche, al punto tale da sollecitare azioni congiunte da parte delle stesse banche e/o del governo”⁹. Una *panic wave*, o *bank run* come altrimenti viene denominata, è dunque distinta per una maggior dirompenza nel manifestare la disaggregazione del sistema finanziario. Questo aspetto è accertabile grazie ad alcuni effetti caratterizzanti il panico, tra i quali in primo luogo la diminuzione dei capitali in dotazione al sistema bancario. Come conseguenza della riduzione del capitale, l'aumento dei tassi di interesse, della volatilità dei corsi azionari, e la riduzione drastica del valore degli asset finanziari tende ad amplificare alcuni effetti distruttivi del capitale. Da ultimo, due fenomeni di assoluto rilievo, definiti *flight to quality* e *flight to liquidity*, contrassegnano l'uno l'abbandono delle esposizioni rischiose in favore della maggior disponibilità di informazioni allocate su asset più trasparenti, e l'altro l'abbandono delle posizioni meno liquide, quindi orientate ad un orizzonte temporale più ampio. Entrambi i fenomeni possono essere definiti effetti dell'asimmetria informativa che consegue ai momenti di crisi bancaria, dovuta all'incapacità del mercato di prevedere l'effettiva affidabilità creditizia di un istituto bancario, e la mole delle sue sofferenze o perdite, prima dell'aperta dichiarazione di insolvenza.

Ciò, in conclusione, giustifica la necessità di ricorrere ad un modello descrittivo delle crisi bancarie, e alla necessità di appurare le caratteristiche del dissesto, come si farà nel capitolo seguente, nonché di misurarne lo stato, ove possibile, grazie a modelli previsionali basati sulla rilevazione di un sistema di variabili, chiamate segnali.

⁹ Calomiris C. W. – Bank crises and the rules of the game – Columbia University Press, Oct 2009, New York – Pag 6 nota 3 – TRADUZIONE NON UFFICALE DELL'AUTORE

II. DISSESTO FINANZIARIO

Descritte le principali forme di crisi, la trattazione delle way-out strategies offerte ad una banca in condizioni difficoltose deve necessariamente passare, prima che altrove, attraverso la descrizione generale, per quanto non eccessivamente approfondita, delle caratteristiche salienti dello stato di dissesto, appurato a carico della stessa banca.

Come anticipato, il dissesto finanziario in una banca è determinato da una moltitudine di condizioni, che tendono a manifestarsi in concerto e danno luogo a una delle dinamiche anticipate nel primo paragrafo, ossia illiquidità od insolvenza dovuta a distruzione del patrimonio dell'istituto. Analizzare la condizione di dissesto richiede, dapprima, la descrizione delle sue cause, che possono in linea di massima essere appurate dalla lettura del bilancio.

Una prima area di rilevazione dello stato di dissesto per una banca emerge dalla lettura del conto economico: un istituto di credito tipico presenta un Conto economico costruito come segue:

N°	VOCE
10	Interessi Attivi
20	Interessi Passivi
30	MAR. INTERESSE
40	Commissioni A.
50	Commissioni P.
60	Commissioni Nette
70	Dividendi
80	Risultato Netto Trading
90	Risultato Netto Coverage
100	Utili da cessione/acquisto
a.	Crediti
b.	AFS
c.	HTM
d.	Passività finanziarie
110	Ris. A/P a fair value
120	MAR.INTERMEDIAZIONE
130	Rettifiche/Riprese su
a.	Crediti
b.	AFS
c.	HTM
d.	Altre

Tabella 1: Esempio di Conto economico

140	RIS.GESTIONE FINANZIARIA
200	Costi operativi
250	Utile lordo
260	Imposte
290	UTILE NETTO D'ESERCIZIO

Tabella 2: Esempio di Conto economico

Come è facile comprendere, la condizione di dissesto di manifesta prima di tutto a monte, quando il margine di intermediazione segna un andamento negativo. Questo può essere causato da attività di negoziazione fortemente in perdita, o ancora da forti svalutazioni intervenenti su due aree: area crediti, nella quale si riportano le perdite conseguenti alla cessione di crediti (voce 100a.); area derivati e strumenti finanziari, nelle quali si riportano risultati dell'attività di trading, nonché eventuali svalutazioni su strumenti finanziari detenuti fino alla scadenza (voci 80, 90, 100b. e 100c.). Infine, le perdite possono essere causate anche da sensibili svalutazioni intervenenti sul patrimonio della banca, in particolare sul suo attivo fruttifero più importante: i crediti, le cui variazioni sono valutate nella voce 130a., a cui vengono ascritte le variazioni per le posizioni ritenute *past due*¹⁰.

Per una banca commerciale, tuttavia, il maggior reddito deriva dall'attività di erogazione del credito, o, per meglio dire, dalla differenza tra quanto pagate le risorse prese a prestito, sul breve e medio periodo, e quanto incassato dalla loro prestazione sul medio lungo termine. Pertanto il margine di interesse, identificato dalla voce 30 del conto economico, costituisce il primario indicatore di redditività. Per analizzare al meglio questo margine, nella riclassificazione del bilancio si tende a rintracciare due distinte categorie di attivo patrimoniale, una di queste denominata *sensibile*, ossia produttrice di reddito in proporzione alla variazione dei tassi d'interesse di mercato, mentre l'altra *non sensibile*, in quanto non connessa alla dinamica dei tassi, sebbene impattante sul reddito. Parimenti, sul versante delle fonti, si rintracciano *passività sensibili e non sensibili*. Lo schema seguente riassume la struttura dello stato patrimoniale riclassificato:

¹⁰ Si definisce *past due* un credito il cui pagamento, atteso da oltre 180 gg, non sia ancora stato incassato. Nella prassi bancaria italiana, i crediti in sofferenza transitano attraverso tre categorie: *incagliati*, trascorsi 60 gg dal loro mancato pagamento; *past due*, trascorsi 180 gg; *impared*, o *defaulted*, trascorsi 360 gg, ovvero laddove la banca abbia informazioni concrete di fallimento del debitore, o ancora in caso di ammissione dello stesso a procedure concorsuali o fallimentari.

STATO PATRIMONIALE	
Attivo	Passivo
<i>Attivo Sensibile</i>	<i>Passivo Sensibile</i>
<i>Attivo Non Sensibile</i>	<i>Passivo Non Sensibile</i>

Tabella 3: Esempio di Stato Patrimoniale

Per analizzare la sensibilità del risultato economico prodotto da una banca in relazione all'andamento della curva dei tassi d'interesse sul mercato, nella prassi finanziaria si usa il metodo del *gap*¹¹. Questo, descritto nella forma esemplificata, consiste nel misurare il *gap* esistente tra quanto generato come interesse attivo dall'attivo sensibile e quanto generato nella forma d'interesse passivo dal passivo sensibile. Attraverso quest'approccio la banca è in grado di misurare l'incidenza della variazione del tasso di interesse di riferimento sul proprio margine di interesse, e dimostrare come l'andamento atteso della curva dei tassi in un dato frangente temporale modifichi il valore del margine d'interesse prodotto. Il *gapping*, da intendersi come la procedura di misurazione dapprima della differenza tra AS e PS, definita per l'appunto *gap*, e successivamente data dal prodotto di questa per il tasso, deve naturalmente essere considerato un metodo di previsione, e quindi ragionevolmente adattato alla struttura per scadenze delle voci di bilancio, nonché al tipo di tasso che gli è collegato. Quando la banca registra una condizione di tasso d'interesse in aumento, rimarcata dalla presenza di un *gap* negativo, questa incorre nel rischio di registrare un margine negativo. Si badi che con tassi in aumento è facile vedere forte pressione alla raccolta, quindi un aumento dei depositi, e vedere invece ridursi il volume dei prestiti, che divengono troppo onerosi¹². Quindi è certo che il disporre di un margine d'interesse positivo costituisce condizione fondamentale ad assicurare alla banca stabilità e redditività.

E' pur vero che non rappresenta l'unica componente della stabilità, e che per converso un margine di interesse negativo, come più in generale una redditività negativa, non costituiscono la ragione unica di dissesto finanziario di una banca. Quando la redditività segna un andamento negativo, si è detto, questa porta a conseguenze ben note: liquidità non sufficiente a remunerare le fonti di finanziamento, reddito negativo, deterioramento del patrimonio cagionato dalla necessità di ripianare le perdite.

¹¹ Si veda Ruozi R. – Economia della Banca – Egea 2011 – Pag 304 e ss.

¹² Non si considera, fin qui, la condizione di credit crunch, in cui le banche riducono l'esposizione creditizia in conseguenza del deterioramento dei meriti di credito delle controparti e dell'aumento dei tassi di insolvenza registrati sul mercato. Tutto questo ha invece segnato la crisi finanziaria 2007-2011

Tuttavia l'eccessiva assunzione di rischio, che si manifesta nell'elevato leverage finanziario di una banca, od anche nella sottovalutazione della PD di alcuni strumenti finanziari acquistati dal trading desk, è la seconda motivazione. A garanzia della patrimonializzazione di una banca, le regole di Basilea II, introdotte nel 2004 nel nostro paese, hanno dato luogo ad una parziale garanzia a tutela dei depositanti e dei creditori dal rischio finanziario assunto dagli istituti, limitando la possibilità di contrarre rischio entro i limiti di copertura che il patrimonio della stessa banca è in grado di fornire alle perdite.

In particolare, il rischio connesso alle posizioni assunte su strumenti finanziari, disciplinato dai criteri di Basilea, sancisce che la valutazione al rischio (VaR) della posizione avvenga attraverso il calcolo del MTM, inteso come valore di mercato corrente del titolo, moltiplicato per DM, nota come Duration Modificata, per la sua Volatilità, e per il parametro k , che rappresenta l'ampiezza dell'intervallo di confidenza entro il quale si procede a stimare la perdita¹³.

Per la stima del rischio connesso alle posizioni su crediti, invece, Basilea introduce il criterio della stima dell'Expected Loss, stimata attraverso la determinazione autonoma della Probability of Default, della Loss Given Default e della Exposure at Default. Il metodo permette alle banche di usare approcci interni o metodologie standard esemplificate, a seconda della dimensione dell'istituto e della disponibilità di metodi di misurazione avanzati.

Il problema della stima del rischio nelle banche consiste nel fatto che una sottostima del rischio permette, per un verso, agli istituti di ampliare il portafoglio crediti, nonché il valore del trading book sottoscritto e movimentato. Questo, in condizioni positive per il mercato finanziario, ovvero laddove produca un incremento del margine di interesse, offre alla banca l'occasione di produrre risultati di bilancio migliori. Ciò nonostante rappresenta un azzardo morale: infatti espone la banca ad una mole di rischio maggiore, senza dichiarare la reale misura di rischio assunta, né dar luogo a misure di tutela e protezione dei propri creditori, tra i quali si annoverano i correntisti. L'azzardo morale della sottocapitalizzazione, nonché dell'occultamento del rischio nell'intermediazione bancaria, rappresenta la sintesi perfetta di tutta l'analisi della condizione di dissesto finanziario, poiché mostra su quali posizioni contrastanti siano posti, per un verso, banchieri e loro azionisti, che cercano la massimizzazione del profitto tentando di ottimizzare il risultato dell'applicazione dei limiti regolamentari alla mole di rischio assunto; e per un altro i creditori e gli altri attori del sistema finanziario, che

¹³ Per una più approfondita analisi del metodo si rimanda a Hull J. – Option, Futures and other Derivatives – Sixth edition, 2006, Pearson Prentice Hall – Pag 432 e ss.

subiscono solo gli effetti negativi di un'eccessiva esposizione al rischio consistente nell'impatto del dissesto finanziario sulla tenuta di valore del credito vantato.

In conclusione, risulta significativo rilevare le conseguenze di una crisi bancaria, come alcune evidenze empiriche hanno tentato di fare. In effetti, il problema del riverbero prodotto dalla crisi di un istituto di credito riesce particolarmente complesso da affrontare, a causa della natura multiforme del predetto riverbero. Gli studi fin ora prodotti si sono largamente concentrati su due ordini di manifestazioni: la prima di esse consiste nel calo del GDP, causato dalla frenata che subisce un sistema economico quando una o più banche che rivestano un ruolo rilevante nel sistema economico attraversano una condizione di *financial distress*; la seconda consiste nel *credit crunch*, e quindi nell'effetto peggiorativo che la crisi di una o più banche all'interno di un sistema economico comporta per l'efficienza del mercato del credito.

Lo studio prodotto da Dell'Ariccia nel 2004 ha confermato che il *credit crunch* contribuisce alla riduzione del GDP totale, divenendo così una causa di minor crescita economica, ed alle volte anche di recessione. Lo studio ha dimostrato, in particolare, come la minore efficienza del mercato del credito, causata dalla così detta *flight to quality*, conseguente alla ricerca di meno rischiose forme di investimento, produce un sensibile impatto sul GDP¹⁴.

III. MODELLO DI SEGNALAZIONE E PREVISIONE DELLE CRISI BANCARIE

Il menzionato problema della sistematicità con cui crisi individuali innestatesi negli istituti bancari di una regione tendono a dilagare impattando sulla stabilità anche di istituti collegati giustifica, almeno in parte, il bisogno delle autorità regolamentari alla tutela del sistema bancario e finanziario. Quanto poi la crisi finanziaria scoppiata nel 2007 negli Stati Uniti, e successivamente dilagata in Europa e nel resto del mondo, ha potuto insegnarci, è che le crisi bancarie che si originino da problemi di debolezza dei singoli istituti, e trovino terreno fertile in squilibri endogeni al settore bancario, tendono a produrre effetti di tipo sistemico, ovvero tendono ad impattare sul sistema bancario in toto, causando per i suoi più deboli membri il fallimento, l'uscita dal mercato, e per quelli più solidi serie complicanze nella sopravvivenza, a cui rispondere solo con profondo rinnovamento¹⁵. Questo risultato, intuitivo per lo

¹⁴ Si veda Dell'Ariccia G., Detragiache E., Rajan R. – The real effect of banking crises – IMF Working Paper, Oct 2004 – Table 7

¹⁵ Si rammenta che in Europa il dibattito ha assunto toni diversi, ove si ricerca una soluzione condivisa e sovranazionale alla crisi delle banche, che permetta di ridurre il numero di *ghost banks* sorte a seguito dei salvataggi sollecitati dai singoli governi nazionali.

studio che si realizza, è ragionevolmente accostato alle considerazioni prodotte da studiosi in campo economico, ed ottenute constatando quanto avvenuto in occorrenza alle crisi più importanti del ventesimo secolo.

La necessità di prevedere le possibili crisi bancarie, per i regolatori, i policy makers e gli stati, ha spinto alla ricerca di modelli che sintetizzassero le conclusioni ottenute nel paragrafo precedente in materia di “aree o segnali di rilevazione di crisi potenziali in ambito bancario”, al solo scopo di ottenere una stima probabilistica del default di un istituto, e di poter intervenire a riduzione della stessa antecedentemente rispetto al sopraggiungere di crisi finanziarie, poi irrimediabilmente onerose, nonché distruttive per l’output aggregato di una regione. Onde prevenire tali circostanze, pertanto, molteplici studi hanno inteso utilizzare dati di bilancio ed analisi finanziarie dei conti delle banche: tra i principali impegnati su questo fronte si rammenta quello denominato CAMELS¹⁶, il cui acronimo sta per Capital, Asset quality, Management, Earnings, Liquidity, Sensitivity to market risk. La tabella seguente riporta nel dettaglio quali indicatori siano usati in corrispondenza a ciascuna delle voci predette.

LETTERA	SIGNIFICATO	INDICATORE(i) SOTTOSTANTE
C	Capital	i) Equity to Asset; ii) Tier 1 capital ratio;
A	Asset quality	i) ROA; ii) Total Asset Volume; iii) Debt to Equity Ratio; iv) Impaired Assets Volume; v) Loan Loss Provision;
M	Management	i) Cost to Income;
E	Earnings	i) ROE; ii) Net Interest Margin;
L	Liquidity	i) Interest Expenses to Total Liabilities; ii) Loan to Deposit; iii) Deposit to Total Funding
S	Sensitivity	i) Trading Income to Total Income share

Tabella 4: CAMELS variables e indicatori acclusi

Il sistema si fonda anzitutto sulla rilevazione delle condizioni delle sei variabili predette. Una volta rilevate, si passa a fornire un rating, con punteggio variabile da 1 a 5, per ciascuna delle voci considerate: questo contraddistingue in ordine crescente il livello di *financial distress* di un istituto sotto ogni aspetto, e la sua media fornisce indicazione dello stress finanziario medio, appunto, a cui è

¹⁶ In precedenza definite CAMEL, il modello venne elaborato dai regolatori americani ed introdotto negli USA nel 1979. Dal 1996 arrega la S

sottoposto l'istituto. Il metodo si è notevolmente evoluto nel tempo, e nonostante questo la sua applicazione risulta ad oggi ancora quanto mai attuale. In tal senso, si consideri che il CAMELS è stato usato in uno studio della Federal Reserve di St. Louis¹⁷, allo scopo di determinare quale sia il primario indicatore dello stato di *distress* di una banca: il risultato, paradossalmente contrastante con quanto l'intuizione suggerirebbe, non risulta essere il livello di capitalizzazione - la C dell'acronimo – che, ove insufficiente, espone l'istituto a rischio maggiore in caso di perdita durevole di valore degli asset o sensibile riduzione dei ricavi. Risulta, invece, essere il volume degli utili – contraddistinti dalla lettera E di Earnings nell'acronimo – la cui riduzione è sintomo di provisions – di accantonamenti – realizzati dalla banca per perdite future attese connesse a crediti deteriorati.

Di seguito, per completezza, si riporta il tasso di crescita percentuale di *earnings*, rilevato dalla FED nel periodo compreso tra il 1999 e il 2009, in associazione all'approssimarsi del default – espresso in *quarters to default* - per banche statunitensi fallite nello stesso periodo.

Earnings Run Rate

A Look at Failed Banks from 1990 - 2009

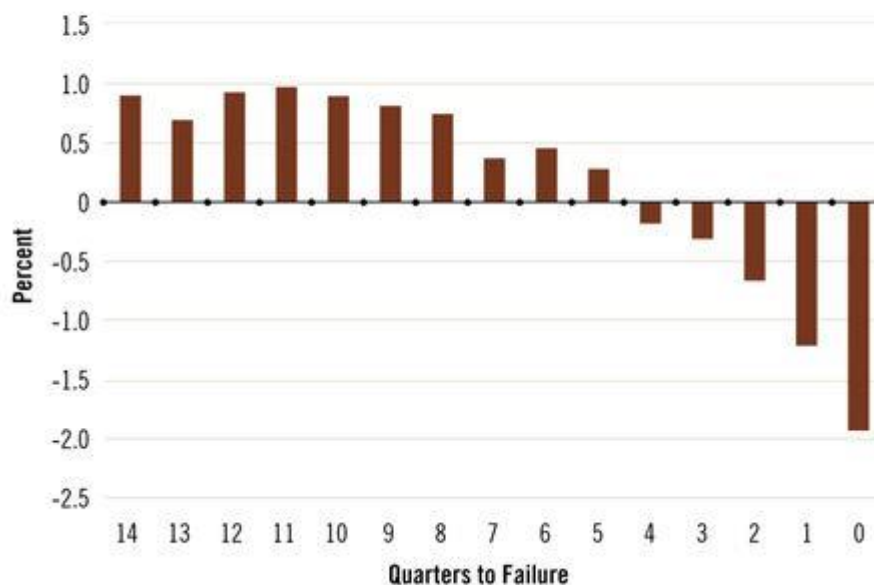


Figura 1: Tasso di crescita percentuale degli utili all'approssimarsi del default

¹⁷ Gopalan Y. K., Research Associate to Federal Reserve Bank of St. Louis – Earliest Indicators of bank failure is deterioration in earnings – 2010, St. Louis Missouri

Sempre dalla medesima ricerca, il CAMELS dimostra che il peggioramento del rating di una banca sugli earnings riveli più facilmente l'approssimarsi del default, come dimostrato dalla figura seguente:

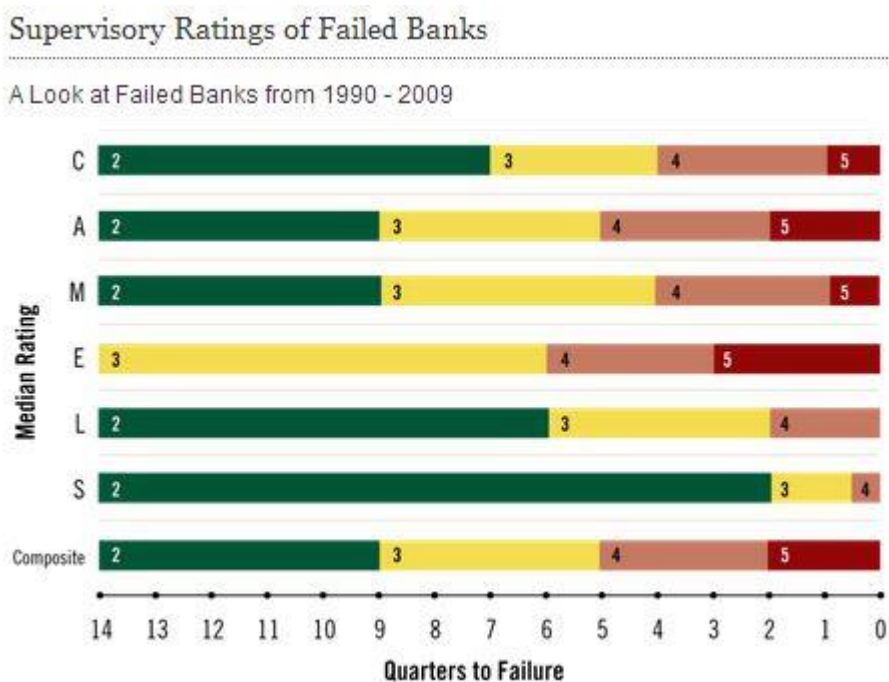


Figura 2: Rating per indicatore più composite all'approssimarsi del default

L'approccio qui descritto, pur rappresentando una naturale ed intuitiva modalità di valutazione dello stato di salute delle banche, difficilmente risponde in toto all'esigenza di prevedere crisi sistemiche: questo, infatti, non presenta nell'impostazione alcun intento volto a riconoscere tra le cause delle crisi potenziali delle inefficienze di mercato, che costituiscono, come invece si è detto sopra, parte integrante del problema, nonché carattere centrale delle crisi sistemiche, giacché fornisce quel elemento di generalità che denota la crisi bancaria, una volta esplosa. In altre parole, in assenza di una visione più ampia delle cause di una crisi sistemica, non ha senso tentare di prevederla a partire solo dal singolo istituto vulnerabile. Per questa ragione, all'approccio definito *Signals Approach*, che ha distinto le valutazioni delle agenzie federali statunitensi per molti decenni, dagli anni '90 – momento d'intensificazione delle crisi bancarie – si è iniziato a lavorare sui *Multivariate Logit Approaches*¹⁸, definiti al plurale per via della natura multiforme ed ancora non perfettamente definita dell'approccio. Sicuramente questa metodologia ha come tratto comune a tutti gli studiosi il *framework* di base, di

¹⁸ Il Multivariate Logit Approach in ambito EWS è stato sviluppato da Demirgüç-Kunt e Detragiache nel 1998. Per ulteriori approfondimenti si rimanda alla versione Demirgüç-Kunt a., Detragiache E. – Monitoring Banking Sector Fragility: a Multivariate Logit Approach – The World Bank Economic Review, Vol 14 N°2, May 2000

matrice statistica¹⁹. Anziché analizzare quanto separatamente prodotto da ciascuna variabile, come dato saliente atto a rivelare la potenziale presenza di fattori di crisi nel breve periodo, il modello multivariato mette in relazione di verse variabili: questo permette allo studioso di elaborare delle conclusioni convincenti anche laddove alcune variabili considerate suggeriscano l'approssimarsi di una crisi, mentre altre non rivelino alcunché. Come spiegano Demirgüç-Kunt e Detragiache (1998), mediante quest'approccio la probabilità che si registri una crisi bancaria è assunta come la funzione di probabilità di un vettore di variabili determinanti. La massimizzazione del valore della funzione lineare di queste variabili coincide con la probabilità di verificarsi di una crisi.

Più formalmente, la crisi può verificarsi o meno, così che la variabile dipendente assuma valore 1, in caso di crisi, o 0, in caso non avvenga nulla. Se la funzione di probabilità è costruita con n variabili $X(i,t)$ – comprese nell'intervallo temporale che va da i istante corrente a t futuro -, β è il vettore di n coefficienti non noti, $F(\beta' X(i,t))$ è la funzione di distribuzione di probabilità cumulata. Allora scriviamo la

funzione log-lineare come segue:

$$Ln L = \sum_{t=1}^T \sum_{i=1}^n \{P(i,t) \ln[F(\beta' X(i,t))] + (1 - P(i,t)) \times \ln [1 - F(\beta' X(i,t))]\}$$

tuttavia, proprio sulla scelta delle variabili interviene l'elemento di diversità tra gli studiosi, in quanto ogni studio tende a proporre diverse composizioni di variabili da considerare.

Come gli stessi autori del modello spiegano, la distribuzione di probabilità $F(\beta' X(i,t))$ si assume sia di tipo logistico. Per tale ragione, i coefficienti del vettore scelti riflettono gli effetti del cambiamento di valore delle determinanti su $\ln[P(i,t)/(1-P(i,t))]$ ²⁰. In conclusione, l'aumento della probabilità di crisi dipende dalla probabilità di partenza e dal valore originario delle altre variabili indipendenti – determinanti del modello – e dei loro coefficienti.

Il problema del modello, a questo punto dello sviluppo, diviene la scelta delle variabili, che affligge tanto il carattere di dettaglio della stessa scelta, quanto più in generale l'accettazione o meno di variabili di provenienza macroeconomica.

¹⁹ Il modello di regressione logistica multinomiale, o multivariato, assume una serie di variabili di partenza in relazione tra loro come concause scatenanti una crisi sistemica, e da ciò ne analizza la composizione e l'importanza.

²⁰ Rappresentando quella che in gergo è nota come *unconditioned default probability*.

Come ben noto, il CAMELS non acclude allo studio alcuna variabile di quest'ultima provenienza, e rappresenta ad oggi il nocciolo più importante di dati usati dai modelli. Del resto, la letteratura in materia è decisamente contrastante.

Usando una variante da loro sviluppata, due ricercatori, Hardy and Pazarbasioglu, in un elaborato del 1999 conclusero che gli indicatori macroeconomici rivestono un ruolo marginale, quindi trascurabile, nel rivelare variazioni nella probabilità di crisi di istituti di credito, non potendo così essere considerati troppo utili al fine di predire le crisi bancarie. In nessuno dei casi considerati dallo studio, realizzato con rilevazioni empiriche sul mercato asiatico colpito dalla crisi del 1998, le variabili macroeconomiche si rivelarono efficaci al fine di rivelare la crisi alla quale si andava in contro²¹. Questo li indusse a concludere che i migliori segnali di avvertimento erano dati dall'uso dei CAMELS Indicators come determinati del modello multivariato. Ad onore di cronaca, è significativo comunque riportare come la necessità di una commistione tra indicatori specifici per istituto bancario e macroeconomici sia ritenuta importante, in base a quanto concluso a margine in altri studi, quali Flannery (1998), González-Hermosillo (1999), Jagtiani and Lemieux (2001), Curry (2007), Bharath and Shumway (2008), ed infine Campbell (2008). Ad oggi, il più autorevole studio in materia è stato condotto nel 2012 dalla European Central Bank, al fine di fornire dati circa i segnali di warning sul sistema bancario in ambito continentale, così' sopperendo alla mancanza dei predetti dati fino a questo momento. Questo studio, ispirandosi a quanto fatto di recente anche in altri ambiti territoriali, unisce tre categorie di indicatori:

- Nella prima rientrano i CAMELS, riportati secondo la notazione abituale dei modelli multivariati usati da altri autori;
- Nella seconda rientrano, invece, indicatori *country-specific*, che la Banca Centrale intende come variazioni repentine od anomale per tempistica e volume di voci di bilancio, indicatori di indebitamento, o pratiche operative. Tra di esse, ad esempio, la banca fa rientrare la riduzione del *loan-to-value* sui finanziamenti, oppure l'aumento delle passività, o ancora l'espandersi dei prestiti cartolarizzati;
- Nella terza, invece, la ECB usa alcuni indicatori macro, quali il tasso di crescita del PIL, oppure l'inflazione.

²¹ Per ulteriori richiami si rimanda a Hardy D., Pazarbasioglu C. – Determinants and Lending Indicators of Banking Crises: further evidence – IMF Staff Paper Review, Vol 46 N°3, Sept/Dec 1999

Accludendo tutte le variabili che possono motivare, o rivelare, l'esistenza di un malfunzionamento del mercato, questo risulta ad oggi, lo studio più significativo da poter considerare, nonché quello meglio rispondente al tratto dell'analisi che ci si propone di produrre successivamente: infatti, vista la sufficiente pervasività con cui il settore bancario di un paese viene analizzato, questo modello fornisce la possibilità di rivelare la vulnerabilità di un settore, e in esso delle sue banche più deboli, quando lo stesso settore sia colpito da un fattore che spinga lontano da *market efficiency* l'equilibrio competitivo delle forze che vi partecipano. Se ad esempio il settore del credito di un paese registrasse una riduzione drastica della concorrenza, a cui conseguisse un aumento delle garanzie richieste sui prestiti o un crollo del rendimento dei depositi offerti dalle banche, tutti questi fattori emergerebbero nel modello come segnali di *warning* annuncianti una potenziale condizione di *distress* finanziario.

IV. L'ESPERIENZA DELLE CRISI BANCARIE ODIERNE

i. LA CRISI FINANZIARIA 2007

La crisi finanziaria più recente, innestatasi nel 2007 negli Stati Uniti, si caratterizza per essere, in assonanza con altre grandi recessioni dell'era moderna, composta di più fasi, e di più ondate di crisi economiche e finanziarie, che si affastellano fino ad esaurire completamente la propria onda d'urto, trascinandosi per lunghi periodi.

Lo scoppio della crisi – è, tuttavia, universalmente riconosciuto – è dovuto all'inefficienza, o meglio alla denaturazione, delle regole del mercato del credito, a cui sono seguite eccessive assunzioni di rischio da parte degli intermediari tutti, non solo creditizi ma anche finanziari in genere. Queste, in particolare, sostenute dalle politiche della banca centrale riguardo ai tassi di interesse, ed atte a sostenere il tasso di cambio con paesi emergenti con elevato surplus. Le politiche del credito, scelte ed attuate dalle banche, sono state ulteriormente condizionate dall'introduzione della prassi del OTD – *Originate to Distribute* – da intendersi come la pratica alla cessione, o cartolarizzazione, dei crediti detenuti in bilancio dalle banche per aggirare i vincoli di Basilea II riguardo al credito erogabile in rapporto al patrimonio di vigilanza da accantonare. In altre e più semplici parole, al fine di aumentare il rendimento del capitale ed assicurarsi una crescita dei corsi azionari - a cui era agganciata parte considerevole della remunerazione per un top manager di una banca – gli amministratori degli istituti agivano sulle due leve a loro disposizione, diminuendo il capitale impiegato e aumentando la remunerazione. Così, i crediti stazionari in portafoglio scontavano una quota di patrimonio posto a riserva sempre costante, nell'ordine del 8% del valore al rischio del credito, mentre parte considerevole dei crediti generati transitava in bilancio per produrre solo fatturato. Quest'ultimo, in conclusione, composto dal valore corrente degli interessi futuri maturati dal credito, come elemento di base, e dalle commissioni di *origination* ricevute dall'entità ricevente dello stesso a mezzo della cartolarizzazione. E' evidente come questo primo problema, derivante dalla divergenza tra l'interesse del management e quello del creditore, o ancora dell'intermediario, che acquista i titoli della società veicolo *trasferitaria* dei titoli cartolarizzati, generi di per se problemi di agenzia tipicamente insiti nel settore bancario, in quanto prodotto dell'applicazione del generico problema di agenzia ad un operatore sul mercato del credito.

La causa scatenante la crisi, i mutui *subprime*, originati per essere cartolarizzati, hanno rivelato l'esistenza di un mercato del credito funzionante sulla base di logiche avulse alla normale legge di allocazione efficiente del capitale: quella che stabilisce la stretta preferibilità di un investimento meno

rischioso e più redditizio ad un altro, quando allo stesso mercato sono date risorse scarse da scambiare. L'incentivo all'efficienza indotto dalla diretta assunzione del rischio da parte dei prestatori, tipico di un mercato del credito considerato efficiente, viene meno laddove sia artificiosamente incoraggiata l'emissione di credito sul mercato, per un verso, ed esista una protezione retrostante alle fonti di finanziamento, per un altro. La crisi 2007 ha visto prevalentemente la spinta al credito come ragione di denaturazione del funzionamento efficiente del mercato: la tutela dei depositi, che aveva portato alla crisi degli anni 80, invece, ha rivestito un ruolo marginale. Ciò nonostante, trasferire il rischio su terzi con la cartolarizzazione ha parimenti sottratto il vincolo di capitale e l'incentivo all'efficienza nella sua allocazione.

I risultati della crisi bancaria sono stati molteplici. In un anno, la capitalizzazione di borsa di tutte le banche quotate si è drasticamente ridotta, a dimostrazione dell'inadeguatezza del capitale bancario per tutelare gli impieghi²². Il volume dei prestiti erogati, anch'esso sintomo di criticità del settore prima della crisi, ha registrato ovunque una drastica contrazione, portando al noto *credit crunch*. L'impatto di una crisi sistemica è stato, in conclusione, quello riportato dal paragrafo I di questo capitolo: alcune banche, le più deboli e più esposte alle inefficienze del mercato, sono state investite da gravi conseguenze, fino, in alcuni casi, ad arrivare al fallimento.

ii. L'IMPATTO SUL SISTEMA BANCARIO: IL CASO LEHMAN BROTHERS E IL CASO BANKIA

Due sono le vicende certamente più interessanti che la crisi finanziaria 2007-2013 fin ora ha prodotto: in primis, certamente Lehman Brothers, popolare in quanto in parte innescante la crisi bancaria del 2008, con la conseguente ondata di default tecnici delle banche europee ed i salvataggi da parte delle *public authorities*; in secundis, Bankia, che rappresenta la più interessante manifestazione del raccordo che nella seconda fase della crisi si è profilato tra finanza ed economia reale. O, meglio ancora, della pressoché totale dipendenza dell'economia reale dal sistema finanziario "drogato". Per quanto le due vicende siano differenti per contesto geografico di manifestazione, per attori coinvolti nelle loro sorti, ancora per frangenti temporali, scenari regolamentari, tipologie di mercati finanziari, ebbene entrambe sono il prodotto di quella crisi sistemica definita precedentemente.

²² Secondo Fratianni e Marchionne (2010) quella europea si è ridotta da \$1800 bn a poco più di \$1000, mentre quella Americana è passata da \$1400 bn a poco più che \$900 bn. Fonte: Fratianni M., Marchionne F. – Bank's great bailout 2008-09 – Banks and Bank Systems, Issue 5 Vol 2, 2010 – Pag 8

Il primo caso preso in considerazione è quello di Lehman Brothers, un colosso finanziario americano che prima della crisi capitalizzava in borsa \$60 bn, totalmente spazzato via dal crollo del mercato dei *subprime*. Infatti, sin dal 1994, anno in cui Lehman era stata sottoposta a spin-off da American Express, la banca d'affari aveva iniziato ad essere molto attiva nel settore del credito cartolarizzato, specializzandosi nell'emissione e nella contrattazione di ABS²³, ed in particolare tra queste dei *Mortgage Backed*, pur non operando direttamente come *lender*. La banca aveva acquisito, grazie ad una strategia aggressiva improntata alla primazia settoriale, il ruolo di protagonista sul mercato, e aveva per anni beneficiato del credito facile a cui l'America era stata resa avvezza. Questo aveva reso Lehman, all'inizio del periodo di crisi, una delle sette banche d'affari americane di maggior successo, con utili netti del bilancio chiuso al 30 Novembre 2007 per \$4.2 bn, in crescita di \$ 200 mn rispetto al precedente risultato, con EPS di 7.26\$ e market capitalization pari a \$ 62.63 bn.

Questi dati, certamente positivi, non rivelavano alcun tipo di crisi: infatti, la prima perdita venne registrata solo a crisi inoltrata, nel secondo quadrimestre 2008, a pochi giorni dal clamoroso fallimento che ebbe luogo il 13 e 14 Settembre dello stesso anno. La banca peraltro si presentava estremamente attiva nel settore immobiliare, la sua principale area di operatività, sebbene a dispetto delle avvisaglie già allora sopraggiungenti dall'attività di OTD. Come si precisa nello scritto di Richard Swedberg, nel 2007 il mercato immobiliare segnava già un andamento marcatamente negativo, e Lehman stava accrescendo il suo coinvolgimento nel mercato dei MBS e dei CDO, in maniera tale da non poterne più venire fuori²⁴. La caratteristica di questi strumenti, come rilevato da una moltitudine di studiosi, è quella di avere un mercato perennemente esposto a crisi di liquidità: in altre parole, se il mercato dei MBS diviene illiquido, viene meno tutto il sistema che permette, a chi contrae un debito ad un costo inferiore all'equo corrispettivo al rischio dovuto, di continuare a rifinanziarlo. E questa improvvisa insolvenza, appurata su milioni di esposizioni creditizie, produce un'ondata di insolvenze che mette a dura prova la *confidence* degli investitori circa lo stato di salute di una banca. Sin dalle tesi di Bagehot, si è sempre riconosciuto che nel settore finanziario, ed in ambito bancario, in particolare, il ruolo della fiducia e della sicurezza rispetto alla propria controparte risulta fondamentale. Così, quando un altro grosso operatore del settore, Bear Stearns, ebbe necessità di essere salvata dal governo federale con la trattativa privata con JP Morgan Chase, l'attenzione si spostò subito anche su Lehman, ragionevolmente più interessante di BS per via della maggiore esposizione in MBS e CDO.

²³ Acronimo di *Asset Backed Securities*.

²⁴ Swedberg R. – The structure of confidence and collapse of Lehman Brothers – Dept. of Sociology, Cornell University, Oct 2009 – Pag 14

Poteva essere prevista la crisi di Lehman Brothers? Innanzi tutto, questa venne, nei limiti del possibile, prevista e pilotata. Infatti, il tesoro statunitense e la Fed erano a conoscenza della crisi dei mutui subprime già ad inizio 2007, e di conseguenza avevano contezza degli attori coinvolti: quanto invece pare non sapessero era la mole disastrosa del fallimento di Lehman, conseguente alla mole del mercato dei soli *subprime*, stimato da Gorton (2009) in \$ 5.984 bn²⁵. Questo dimostra che la FED, che dal 1979 usa il modello logit multivariato per determinare il rischio insolvenza degli istituti vigilati, aveva misurato i cambiamenti nelle variabili che inducono ad accendersi le spie d'allarme, e per questo motivo, non certo per il panico infondato diffusosi sul mercato, o ancora per la sola perdita di fiducia, aveva sostenuto con prestiti overnight crescenti in volume le esigenze di rifinanziamento di Lehman Brothers, mentre proponeva alla banca la cessione a JP Morgan, piuttosto che Barclays, con la quale la trattativa finale non si chiuse a causa delle remore della FSA e della BoE circa la reale dimensione delle perdite²⁶.

Provando ad applicare semplicemente il sistema di indicatori CAMELS, come fatto da Christopoulos, Mylonakis e Diktapanidis²⁷, gli indicatori mostrano una sensibile variazione nella situazione della banca tra il 2006 e il 2007, e poi nel 2008. In particolare, la ricerca evidenzia una forte riduzione dell'*asset quality* e del management, con conseguente aumento del rating associato a queste voci. In particolare, l'indice usato è dato dalla differenza tra *Non Performing Loans* meno *Provisions*, il tutto in rapporto al volume dei *Loans* iscritti in portafoglio. Il risultato dell'indice passa da un *average* del periodo 2003-2006 del 2,36%, ad un valore del 5,41%. Ancora, il Cost/Income Ratio, usato come indicatore della performance manageriale, è risultato essere pari al 17,96%, dalla media consolidata nel periodo 2003-2006 pari al 25,96%. Più difficili risultano, invece, le misurazioni dello stato di dissesto rilevate a mezzo degli indicatori di capitalizzazione, di liquidità e di sensitività. I primi, infatti, mostrano una continua riduzione nel tempo, da un iniziale 9,87% del 2003, ad un 7,27% del 2007: sebbene questo sia considerato ben al di sotto del limite del 8%, considerato normalmente, questo emerge come un problema solo nell'anno subito precedente l'attestazione dello stato di crisi. Mentre ancora più difficile risulta la rilevazione dello stato di insolvenza a mezzo degli indicatori tanto di liquidità, che si rivelano in linea a con gli anni precedenti in tutte le rilevazioni, quanto di sensitività, che si mostra adeguata anche alla tipica rischiosità di una banca d'investimento.

²⁵ Gorton G.B. – Subprime Panic – Yale University Press and NBER – Pag. 3 Table 2

²⁶ Per ulteriori approfondimenti si rimanda a Swedberg R. – The structure of confidence and collapse of Lehman Brothers – Cornell University Press, Oct 2009

²⁷ Christopoulos A.G., Mylonakis J., Diktapanidis D. – Could Lehman Brothers' collapse be anticipated? An examination using CAMELS rating system – International Business Research publication – Vol 4 n°2 Apr 2011

Il caso Bankia, per converso, si mostra interessante per un altro aspetto: ossia la manifesta correlazione tra l'inefficienza del mercato del credito, in ambito eminentemente allocativo delle risorse finanziarie, e il mercato reale. La vicenda infatti rivela come lo scoppio della bolla immobiliare in Spagna, a cui hanno fatto seguito devastanti conseguenze in tutti i settori dell'economia, abbia portato alla nazionalizzazione di un gruppo bancario relativamente giovane, il gruppo Bankia appunto, nato nel 2011 dalla fusione di alcuni piccolissimi istituti regionali, molto frammentari e poco efficienti, influenzati dalla politica locale, e soprattutto altamente esposti verso il mercato immobiliare, che più di tutti aveva per un decennio trainato la crescita economica delle regioni iberiche. Nel Dicembre 2010, con operatività posta a Gennaio 2011, e a crisi già scoppiata, il gruppo Bankia viene costituito dalla fusione di sette banche regionali, le *cajas*, che prestano denaro e raccolgono depositi su scala territoriale molto ridotta: sono la versione spagnola delle S&L²⁸, per modus operandi, mentre risultano banche di carattere privato e pubblico, ma certamente di pubblico interesse, in suolo iberico. Già questa, a detta di molti, sarebbe una ragione sufficiente a giustificare l'insofferenza di un mercato efficiente, ma nel mercato del credito spagnolo, che rimane fortemente inadeguato a fronteggiare il fabbisogno di capitale richiesto dalle imprese, la sua dissonanza tende ad amplificarsi. Il ruolo delle *cajas*, fino allo scoppio della crisi finanziaria su larga scala in Europa, era risultato più pubblico che privato, tant'è che quelle partecipate dai governi regionali locali non avevano un vero scopo di lucro, ma risultavano costretti ad investire le eccedenze di gestione nello sviluppo sociale e culturale del territorio e delle popolazioni locali. Per questa ragione, come ricorda Marteen De Jongh in un interessante articolo²⁹, lo scoppio della crisi finanziaria investe le casse di risparmio regionali non per via della sofferenza in cui incorrono i singoli mutui, ma a causa della sovra-esposizione in progetti di sviluppo immobiliare, ottenuta con prestiti diretti, come anche con liquidazioni di finanziamenti accesi in precedenza con escussioni di ipoteche. Nel complesso, se la misura di rischio che va concentrandosi in piccoli operatori diviene eccessiva, ed insostenibile in caso di crisi sistemica dei soggetti o del settore finanziati, al modello di sviluppo a cui il sistema delle banche regionali si ispira viene meno qualunque presupposto di esistenza, al punto da condurre il governo nazionale a intervenire in operazioni di risanamento. Chiaramente, questo motiva l'inefficienza nell'allocazione del

²⁸ Savings and Loans, l'acronimo noto nella letteratura economica e finanziaria, indica in generale un tipo di istituto di credito, che si occupa esclusivamente delle due attività predette e delle più elementari operazioni affini, quali gestione del sistema dei pagamenti. Identifica, in modo particolare, le casse di risparmio statunitensi, che negli anni '80 causarono una pesante crisi bancaria nel proprio paese a causa di un'eccessiva assunzione di rischio, perpetrata con politiche di prestiti facili a tassi ridotti e remunerando proficuamente i depositi, dietro garanzia illimitata sulle fonti di capitale, in particolare gli stessi depositi, concessa dalla FDIC, l'assicurazione federale. Questa vicenda, e il ripetersi su scala maggiore in Giappone, portò i banchieri a settare il primo accordo di Basilea.

²⁹ De Jongh M. – Bankia: banking and politics in Spain – Merger Alliance, May 2012

capitale che consegue al setting del settore secondo questo modello da parte del regolatore pubblico: scelta assunta nel passato, ed oggi molto criticata.

Il caso Bankia parte da questi presupposti, in quanto le casse che lo costituiscono sono pubbliche. Queste sono state trasformate in controllanti del BFA – Banco Financero de Ahorro – che rappresenta la holding della società Bankia, a cui fanno invece capo le vere attività bancarie. Bankia, in particolare, è stata costituita dalla compartecipazione di sette istituti a carattere regionale. I nomi di questi, e la corrispondente quota di partecipazione, sono riportati nella tabella seguente.

Denominazione	Quota %
CAJA MADRID	52,06%
BANCAJA	37,70%
CAJA DE CANARIAS	2,45%
CAJA DE AVILA	2,33%
CAJA LAIENTANA	2,11%
CAJA SEGOVIA	2,01%
CAJA RIOJA	1,34%

Tabella 5: Percentuali di composizione del gruppo Bankia

Come gli stessi nomi riportati evidenziano, le casse di risparmio con cui convergono a formare Bankia nel 2011 sono operative nel proprio ambito territoriale.

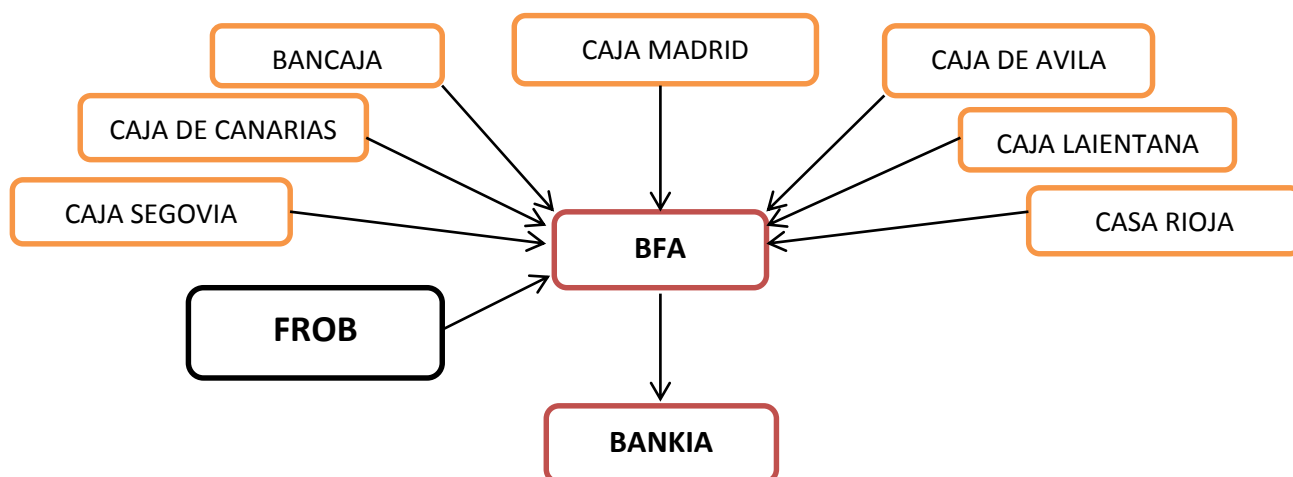


Figura 3: Composizione Gruppo Bankia 2011

In BFA, all'inizio dell'operazione, sono stati fatti convergere gli asset problematici, ovvero quelli di carattere immobiliare e finanziario che avevano drasticamente ridotto o azzerato il loro valore. Con un decreto speciale, peraltro, il neo-eletto primo ministro spagnolo Rajoy aveva stabilito la *capital injection* di € 4,5 bn, con realizzata attraverso l'acquisto di preferred shares con rendimento al 7,75% annuo da parte del FROB – il Fondo pubblico per la ristrutturazione del settore bancario – in cambio degli asset tossici inizialmente rilevati.

In Luglio del 2011, Bankia offre sul mercato azioni per il 45% del suo capitale, a fortissimo sconto, atte a ricapitalizzare e ripianare in questo modo le perdite del gruppo: con straordinaria sorpresa del mercato, questa riesce a reperire il 98% dei € 4 bn che richiedeva ad inizio operazione.

A sostenere l'offerta pubblica della banca è, in primo luogo, l'intensa campagna di marketing, di cui sono testimoni gli spagnoli, volta a sostenere che dietro alle perdite vi siano i € 26,9 bn di accantonamenti e svalutazioni rilevate nel bilancio appena chiuso³⁰. Ma a sostenere maggiormente l'offerta è il ruolo centrale nell'economia del settore immobiliare, come del paese intero, assunto dopo la fusione. Come evidenziano i dati, per l'appunto, Bankia risulta ancora, a fine 2011, il principale operatore del settore del credito immobiliare, oltre che il quarto gruppo bancario spagnolo. Il portafoglio di crediti verso l'immobiliare è il più elevato in assoluto, in Spagna, per l'anno 2011³¹. Allo stesso tempo Bankia detiene, inoltre, il 12% del valore di tutte le ipoteche residenziali accese in Spagna. ³²Il grafico seguente riporta i volumi di credito a confronto dei primi tre operatori del settore.

³⁰ Buck T. – Bankia upbeats despite record €19,2 bn loss – Financial Times, 28 Feb 2013

³¹ Fonte: Bankia, siete antiguas cajas de ahorro expuestas al “ladrillo” español – El Mundo, May 8th 2012

³² Fonte: vedi precedente

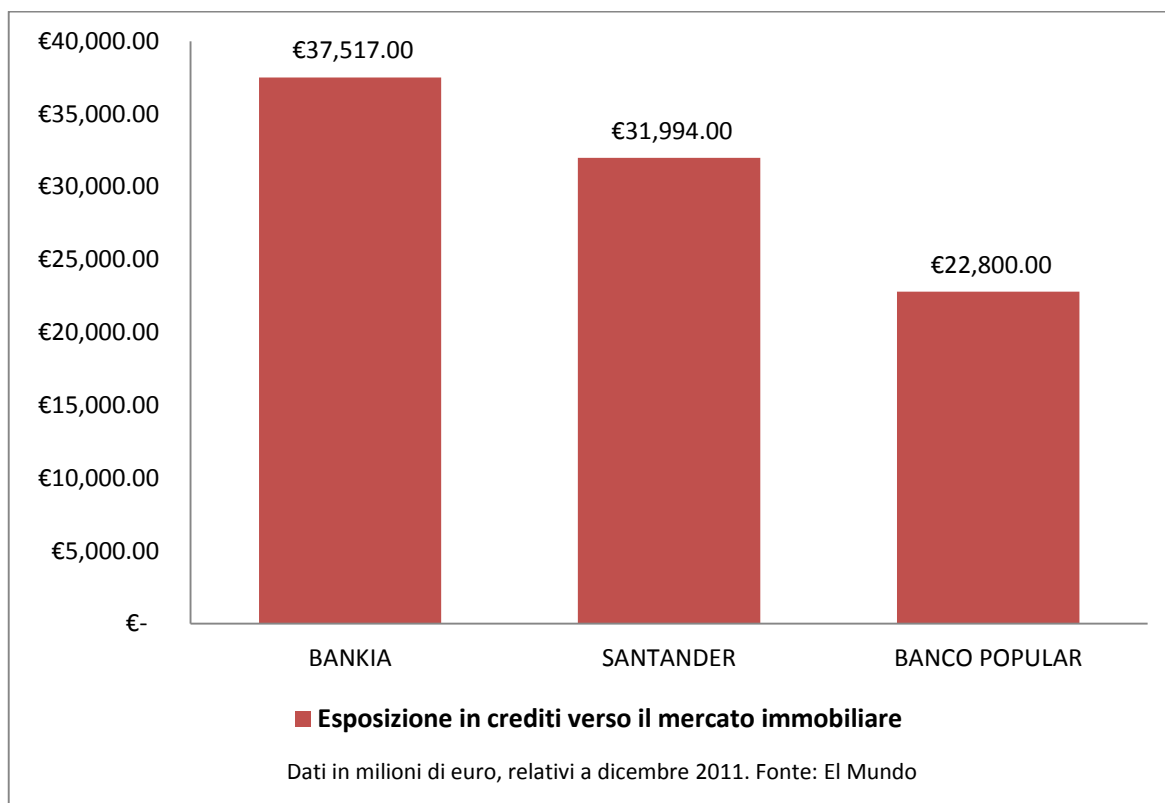


Figura 4: Portafoglio crediti immobiliari dei tre principali operatori iberici

Se apparentemente la vicenda della banca si chiude con l'offerta pubblica e la ricapitalizzazione, in realtà il caso va ben oltre nel dipanare lo sviluppo del suo intreccio. Ed in particolare, nel Maggio del 2012 Bankia chiede al governo nazionale ulteriori €19,2 bn finalizzati a ricapitalizzare, a seguito delle perdite registrate sul mercato. L'esistenza di una voragine senza specifica dimensione - senza un netto confine di demarcazione insomma - che aiutasse a determinare la misura dell'intervento pubblico, era già stata anticipata da tanti. Tra tutti, si legga quanto riportato sulle colonne di The Economist, nel numero del 2 Giugno³³. In più, come prevedibile, il sistema che aveva costituito il quarto gruppo bancario spagnolo per dimensione di attivo non aveva totalmente estirpato il problema originario dal sistema finanziario spagnolo: problema derivante dalla distorta concezione che aveva governato il sistema finanziario, e le banche, secondo un modello improntato alla raccolta di consensi elettorali da parte di quei politici posti alla guida delle *cajas*, a mezzo del finanziamento di progetti poco redditizi, o con basi finanziarie non solide, e nel complesso, quanto più lontano possibile dal rendere efficiente la distribuzione di risorse finanziarie sul mercato.

³³ Teetering – The Economist, 2nd June 2012

V. ELEMENTI DI COMUNANZA E DISSONANZA CON LA VICENDA MPS

Come riportato fin dal principio, l'intento ultimo di questo elaborato è studiare il dissesto, le possibili alternative alla sua risoluzione, il tutto nell'ambito della vicenda della banca più antica al mondo che ad oggi sia ancora in operatività: il Monte dei Paschi di Siena, una banca fondata nel 1472, ed oggi in serie difficoltà finanziarie, causate da una commistione di *mala gestio* e congiuntura economica negativa per il settore del credito come per tutta l'economia nazionale. Il filo conduttore dell'elaborato rimane quello che intende produrre uno studio delle cause economiche a motivazione del dissesto, nonché delle soluzioni che la teoria economica suggerisce in caso di dissesto finanziario. Tuttavia, in mancanza di dati e di validi strumenti di ragionamento, che permettano di condurre lo studio sulla vicenda con la piena padronanza della materia e del contesto, qualsiasi tipologia di studio o indagine si intendesse produrre sarebbe preclusa. Pertanto, in questo paragrafo si intende ricercare elementi di comunanza che associno le vicende Lehman e Bankia al caso Mps, con il chiaro scopo di accostare la portata delle conclusioni prodotte per i due casi sopra citati, già pressoché definiti, a quanto la vicenda Mps, più recente e, per questo, ancora in fase definitiva, ancora non ha avuto modo di rivelare.

Nel ricercare un parallelo con i casi Lehman e Bankia, allora, è possibile partire dalla condizione tipica in fasi congiunturali negative, ossia la riduzione dei margini. Come si è precisato in precedenza in questo capitolo, la crisi è detta di portata sistemica quando colpisca l'intero settore, che poi rivela la sua endogena fragilità palesando il profondo dissesto finanziario in cui versano gli istituti che siano maggiormente compromessi. In questo senso, il caso Lehman rivelava non tanto una marcata inefficienza del settore del credito, quanto una dinamica sui generis per il settore del OTD dei subprime, nei quali Lehman, appunto, primeggiava. Il fallimento del mercato nella formula della sua piena efficienza, in questo caso, si palesava nella scarsa trasparenza informativa associata agli strumenti finanziari cartolari, quest'ultima, a sua volta, causata dalla complessa ingegneria finanziaria che gli stessi nascondevano, nonché dall'evidente intento a rendere questi poco comprensibili agli acquirenti, come esternato dai suoi stessi venditori. Quindi la fragilità del sistema finanziario, la debolezza dei meccanismi a tutela della simmetrica distribuzione informativa, amplificati dalla fase congiunturale negativa del mercato immobiliare, cui i mutui sono agganciati, ha prodotto il fallimento di Lehman Brothers. Parimenti, la crisi, anche in questo caso, del mercato immobiliare spagnolo, accompagnata dalla presenza dei operatori non votati all'ossequio delle regole del mercato, avulsi alle logiche dell'economia di mercato, e assimilabili alle regole di un sistema socialista atto a compensare la debolezza dei meno abbienti con quanto recuperato sacrificando i principi basilari della finanza, ha

quasi distrutto metà del mercato del credito immobiliare spagnolo. Nel caso Bankia, infatti, la debolezza del mercato correlato, la compressione dei margini dell'intermediazione creditizia, e la difficile condizione economica in generale hanno prodotto la quasi-uscita dal mercato delle *cajas*, prima, e di Bankia, poi.

Il caso Bankia si è poi arricchito di un altro risvolto: quello del peso della politica nella gestione delle banche, argomento che in ambito italiano trova molteplici e sfaccettati accostamenti. Esattamente come si sospetta sia accaduto in Italia, le banche hanno usato il loro ruolo ed il loro potere per fungere da macchine da voti nella penisola iberica, favorendo progetti di sviluppo immobiliare privato, ovvero acquisendo asset immobiliari a prezzi maggiorati rispetto al loro valore di mercato, o ancora prestando assistenza finanziaria a progetti di investimento non capaci di rientrare dei propri costi.

Un terzo ulteriore elemento che accomuna tutte e tre le banche è la centralità delle stesse nei sistemi finanziari in cui operano: Lehman, la prima banca americana nel mercato del OTD dei mutui subprime, era anche una delle prime sette banche nazionali ad operare nel settore del Investment, del Trading, e del Asset Management. Bankia, come si è visto, detiene il 12% del mercato immobiliare residenziale, ed è il maggior lender nazionale al settore del Real Estate e del Property Development. Monte dei Paschi, infine, è il terzo gruppo bancario nazionale per estensione, attivo nel settore bancario e creditizio tradizionale, nonché in quasi tutti gli altri settori della finanza: ma il Monte dei Paschi è soprattutto l'anima di un'intera città, Siena appunto, entro la quale regge le sorti delle autorità pubbliche locali – Comune e Provincia -, dell'Università, e della cittadinanza in gran parte.

Nel complesso, tanto sotto il profilo della governance delle banche, quanto sotto quello delle cause scatenanti la crisi, quanto ancora sotto quello delle strategie di way-out scelte per la risoluzione del dissesto, Bankia e Mps hanno moltissimi aspetti in comune.

Nei capitoli seguenti, pertanto, si cercherà di evidenziare maggiormente il contesto entro il quale la vicenda Mps si inserisce, in modo da conoscere le ragioni che inducono oggi una banca di simile importanza, storica quanto numerale, a chiedere l'aiuto dello Stato, privandosi, in questo modo, della libertà operativa e dell'autonoma capacità di determinazione propria, invece, dei suoi concorrenti.

CAP II: LE PRINCIPALI VIE DI USCITA DALLA CRISI FINANZIARIA

Se, nel capitolo, precedente si è data notazione al dissesto bancario, tentando di catturare ogni possibile manifestazione della condizione predetta, al fine di confinare lo *scope* degli effetti negativi che esso procura al sistema economico, ma anche onde incrementare la tempestività dell'intervento, in questa seconda sezione si darà conto, invece, delle vie di uscita dalla condizione di dissesto praticabili da una banca. E' chiaro che il taglio del capitolo possa sembrare, ancora una volta, molto descrittivo ed enumerativo delle strade percorribili, e di quelle percorse in passato: ciò nonostante, nell'economia complessiva del testo, e nel filo logico della trattazione, la presenza di una descrizione di questi aspetti riesce quanto mai centrale, in quanto supporta la visione generale del tema, legandosi poi alle più immediate conseguenze ottenute dall'impostazione proposta per il primo capitolo, oltre ad offrire il giusto *framework* teorico di supporto all'analisi del caso Monte Paschi, di cui si darà conto nel capitolo 3.

Come già specificato, l'idea di partenza di questa trattazione è che, in presenza di ragioni di carattere economico che motivino l'inefficienza del mercato finanziario di un paese, con particolare accento su un singolo o molteplici operatori di esso, allorquando siano posti sotto stress questi ultimi tendono ad uscire dal mercato, o a soffrire condizioni di dissesto. Questo può impattare come crisi individuale, e quindi non avere luogo in fase recessiva o stazionaria del ciclo economico - investendo un solo operatore - o alcuni di essi presi tuttavia singolarmente, ovvero può verificarsi in forma sistemica, e avere come ragione l'inefficienza del mercato e il suo fallimento in forma pura, con massima enfasi del fenomeno a carico di alcuni operatori in dissesto, che di conseguenza compromettono la stabilità del sistema, non solo finanziario, ma anche economico. Per questa ragione, le strategie di uscita dal dissesto offrono una chiave di lettura del processo di risoluzione delle crisi, e uno strumento utile ad una maggiore limitazione dei danni prodotti dal dissesto finanziario di un istituto.

I. WAY-OUT STRATEGY E RESOLUTION PATH: PROPOSIZIONI TEORICHE INIZIALI

Il concetto di strategia di uscita dal dissesto finanziario, applicato al caso di una banca, presenta alcune naturali forme di ambiguità che è necessario risolvere. Anzitutto, infatti, è doveroso specificare che la soluzione allo stato di dissesto rappresenta un concetto distinto dal tipo di percorso che si sceglie di seguire nella gestione dello stesso: nel primo caso, infatti, si ragiona di come, in virtù delle condizioni alle quali si palesa il dissesto, si decide di risolvere la situazione pendente.

In tal senso, delle *way-out strategies* menzionabili fanno parte i piani di ricapitalizzazione, o ancora gli aumenti di capitale di mercato, le emissioni di debito garantito, ed i take-over. In condizioni di forte difficoltà finanziaria, antecedente al fallimento, la strategia di risoluzione tenderà ad essere composta da più strumenti, e quindi si presenterà in forma composita.

Alla seconda tipologia, invece, si associa il concetto relativo al tipo di coinvolgimento del soggetto pubblico nell'operazione: in tal senso, pertanto, il *path* che si sceglie di percorrere per la risoluzione qualifica il tipo di strategia di uscita, limitando ad uno specifico sottoinsieme gli interventi realizzabili.

Fino ad ora si è descritta la condizione di dissesto come se questa presentasse, tra le opzioni di risoluzione, anche il mancato coinvolgimento delle autorità pubbliche, e questo, è bene precisarlo, in virtù dell'impostazione che la teoria economica dà al tema della risoluzione dei conflitti concernenti la gestione di aspetti di interesse molteplice: questa visione è applicata nell'ambito dell'ambigua posizione delle autorità pubbliche in un mercato, ove non si vuole che il pubblico svolga un ruolo attivo, ma nemmeno che si sottragga alla regolazione degli aspetti comuni – da intendersi come afferenti/appartenenti alla comunità – agli operatori di quel mercato.

Nonostante questo, è sempre bene tenere a mente che ogni soluzione possibile al caso di *financial distress* palesato da una banca è sempre assoggettata alle scelte dell'operatore pubblico, che deve giustamente vigilare sul corretto funzionamento del mercato, così da non rischiare di compromettere eccessivamente il sistema economico. Questo, tuttavia, può vedere il livello di coinvolgimento limitarsi entro certi "scaglioni", e quindi vedere affermarsi una soluzione finale di tipo più o meno privatistico: si badi che per scaglioni non si vuole far riferimento a soglie numeriche di capitale impiegato, ma anzi

alla stessa esistenza di capitale pubblico impiegato, o *taxpayer contribution*³⁴, da parte delle autorità al fine di risolvere il dissesto finanziario della banca.

Banalmente, la differenza tra *resolution path* percorribili da una banca in dissesto consiste nella volontà di coinvolgere o meno il soggetto pubblico: di conseguenza, le soluzioni praticabili possono essere distinte in Private, Semi-Pubbliche e Pubbliche, ossia in base a che siano esclusivamente mosse dall'iniziativa privata, nel primo caso, e per questo vedano la sola presenza di capitale privato; o ancora, nel secondo caso, che siano sollecitate e definite di concerto con il soggetto pubblico, senza che questi impieghi in forma rischiosa il proprio capitale; od infine, che il soggetto pubblico fornisca capitale fisico in forma di contributo diretto, ricapitalizzazione, ovvero prestito convertibile, o anche indiretta in forma di garanzie, a supporto dell'iniziativa di ristrutturazione³⁵.



Figura 5: Principali vie di risoluzione del distress

Alla luce di quanto detto, diviene naturale chiedersi quali siano i driver che rivelano la convenienza alla scelta di una soluzione anziché un'altra. Stante che questo risulterà meglio comprensibile una volta passati ai paragrafi successivi, giusta premessa da fare sul punto è quella che porta a sostenere che la distinzione tra forme di intervento discende dal confronto tra i costi connessi alle diverse iniziative e i benefici ottenibili con ciascuna di esse: grazie alla ricerca del minor costo al massimo beneficio, allora, la strategia identificata avrà connotato di efficienza. Il dibattito volge allora, come è intuitivo cogliere, sulla natura dei costi e dei benefici da considerare, e vede scontrarsi tesi e posizioni grandemente differenti, di chi predilige un approccio pragmatico, includendo soli costi finanziari, e chi invece assume spettri più ampi di analisi, accludendo così costi di carattere sociale o sistemico.

³⁴ Landier A., Ueda K. – The Economics of Bank Restructuring: understanding the option – IMF Staff Position Note, IMF Jun 2009

³⁵ Come suggerito anche nel lavoro di Hoggarth Reidhill e Sinclair (Hoggarth G. Reidhill J., Sinclair P. – On the resolution of banking crises: theory and evidence – Bank of England, 2004)

Lasciando al seguito questo tema, in un'analisi che consideri solo l'aspetto finanziario più prossimo al salvataggio, la scelta strategica attuata deve tener conto che appurare lo stato di crisi equivale a rilevare una condizione di illiquidità, e/o di insolvenza, per un istituto. Questo grazie ai segnali che rivengono dai modelli visti in precedenza, che si tramutano in informazioni di mercato: se assumiamo efficienza informativa, allora – escludendo così ipotesi di mancata segnalazione da parte dei prezzi di mercato delle liabilities della banca – il dissesto finanziario di una banca diviene il momento in cui la probabilità di default della stessa, in aumento, porta la stessa ad avere un valore futuro atteso dei suoi asset, che chiamiamo $V(A_M)$, inferiore al valore del suo debito D ³⁶. Sono qui necessarie alcune precisazioni. Chiamiamo $V(A_x)$ il valore attuale atteso degli asset di una banca al tempo generico x . In particolare, A è una variabile aleatoria di tipo Normale, funzione di due elementi D ed E , tale che risulti $V(A) = V(D) + V(E)$. Chiaramente $A > D$ e $V(A) > D$, così che la banca non sia sprovvista di equity e che non sia insolvente prima della scadenza M . La probabilità che $D > V(A_M)$ è chiamata p , ed è la probabilità di default.

Così, chiaramente, l'intervento di risoluzione dovrebbe consistere nel portare la probabilità di insolvenza di una banca nuovamente ai livelli da questa sostenibili. Ossia, se $V(A_M) < D$, e $F(A_M) = p$ tale che $p > p^*$, allora $p^* = F(A_M^*)$ tale che $V(A_M^*) > D$, ossia $A_M^* = F^{-1}(p^*)$ ³⁷.

Nel seguito della trattazione si procederà ad approfondire ciascuno dei *resolution path* descritti sopra, tenendo conto dei ragionamenti di convenienza economica resi possibili dal semplice modello appena proposto.

i. CONDIZIONI E STRATEGIE PRATICABILI NELLA PRIVATE WAY

La teoria economica giustifica la scelta di risolvere lo stress finanziario di una banca per via esclusivamente privata anzitutto attraverso il background teorico fornito sopra. Successivamente, se è verificata l'assenza di asimmetrie informative, subentra a motivare la ristrutturazione volontaria del debito il teorema di Modigliani e Miller, che specifica l'indifferenza nella scelta delle fonti di finanziamento sul costo del capitale della stessa. Secondo questa visione, allora, in caso di sofferenza di un istituto di credito, per ripristinare la probabilità di insolvenza che non distrugga il valore dell'equity

³⁶ Con D si intende il valore i libro del debito. Più vanati si precisa che il valore di mercato del debito è $V(D)$

³⁷ Fonte: Landier A., Ueda K. – The Economics of Bank Restructuring: understanding the options – IMF Staff Position, IMF Jun 2009

della banca, e lasciando inalterato il rendimento del capitale, la conversione del debito in equity risulta una via percorribile. Tuttavia, al di fuori della pura teoria, applicare l'ipotesi di sostituzione dell'intero volume di depositi e di crediti interbancari di un istituto in equity è impossibile, ancorché controproducente visto che senza somme di danaro di cui intermediare le scadenze, la banca perderebbe una fondamentale, spesso unica, fonte di reddito.

Allora, per ridurre la probabilità di default di modo da portare il valore degli asset al livello A_M^* , è necessario uno swap di debito in capitale. In particolare, riducendo il *current value* del debito $V(D)$ a $V(D^*)$, in ossequio a quanto già avviene sul mercato³⁸, e scambiando la differenza $V(D) - V(D^*)$ con E^* si ottiene lo stesso valore del capitale A_M^* , detenuto dai creditori, come anche lo stesso payoff per gli azionisti, se i cash flow rimangono inalterati. Il grafico seguente illustra la combinazione di debito

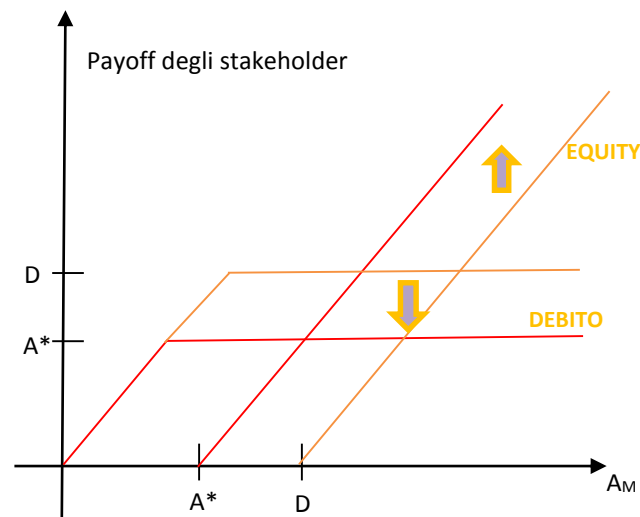


Figura 6: Effetto dello swap (in rosso)

ed equity nella composizione dell'asset A_M e i payoffs. Le assunzioni prodotte per proporre il modello di soluzione individuale, che solitamente consiste in uno swap, sono molto forti: è infatti risaputo che la velocità di reazione alle informazioni da parte del mercato, di concerto con la difficoltà di ottenere condizioni *fair* da parte della banca in crisi, possono rendere molto difficoltoso qualsivoglia tentativo di rinegoziare. Per questo motivo, le scelte di rinegoziazione del debito in ambito di crisi bancarie non sono molto frequenti, se non almeno comprese in un più complesso piano di riorganizzazione e riassetto, che preveda taglio dei costi, licenziamenti, e soprattutto asset sale. Per richiamare a quanto visto prima, in particolare con riguardo per l'ipotesi di dismissione di asset e di riduzione dei costi, il

³⁸ Infatti se p aumenta il valore attuale atteso del debito diminuisce, così che $D > V(D)$.

piano che impatti sui flussi di cassa generati dalla banca – specialmente in quanto minori asset producono minor reddito – punta su una variazione del valore dell'equity che compensi il minor valore atteso del debito.

Sempre rimanendo nell'ambito della soluzione privata, è da menzionare anche l'apporto di ulteriore equity da parte degli azionisti: soluzione, quest'ultima, tipicamente osteggiata in quanto peggiora la situazione precedente per gli azionisti, che vedono ridursi il capitale precedente per perdite e sono costretti a versarne di nuovo. Questo ovviamente costituisce una soluzione spesso richiesta esplicitamente dall'autorità responsabile della vigilanza in un paese, e cagionata dal bisogno di vedere rispettati i parametri di Tier 1 e 2, imposti dall'accordo di Basilea.

Ulteriore possibilità meritevole di essere menzionata consiste nella cessione in blocco dell'intera banca. Questa apparentemente semplice ed immediata soluzione, tuttavia, si scontra con una serie di problemi che la rendono complessa da praticare in ogni circostanza, ed in particolare molto complessa nel caso di assenza di sostegno pubblico all'iniziativa. Infatti, in ipotesi di mancanza d'appoggio pubblico, il distress finanziario causato da insolvenza, precedentemente descritto da $D > V(A_M)$ comporta la totale distruzione del valore dell'equity E . Quindi la cessione a E pari a zero non avverrebbe mai ad un prezzo $P > 0$, ed in nessun caso $P > E$. Se invece la banca si trovasse a fronteggiare una crisi di liquidità, e quindi fosse solo verificato $V(D) > V(A_M)$, in questo caso sarebbe difficile riuscire ad ottenere un prezzo conveniente per gli azionisti, che si vedrebbero costretti a rinunciare ad una fetta di valore considerevole. Fino ad ora, peraltro, si è ragionato considerando perfetta efficienza informativa e quindi escludendo tutte le possibili difficoltà associate a mancata trasparenza nella trasmissione delle informazioni al mercato. Se quest'ultimo fosse invece il caso, e quindi il mercato fosse a conoscenza dell'esistenza di difficoltà di alcun tipo, senza conoscere meglio quali esse siano, la banca non verrebbe mai ceduta, in quanto nessun istituto di credito acquisterebbe mai al buio il rischio di trovarsi a coprire perdite maggiori dell'ipotetico valore precedentemente acquistato.

Ultima possibile soluzione percorribile in via totalmente privata è la liquidazione. Questa, per via della sua drasticità e della sua gravità, viene decisa solo al verificarsi di specifiche condizioni, che possono sinteticamente essere considerate:

- l'accertamento dello stato di insolvenza dell'istituto, causato dall'impossibilità di rimborsare il proprio debito con il volume dell'attivo, da parte del management, del mercato, e della banca centrale, che smetta di conseguenza di prestare denaro come *last resort lender*³⁹;
- il mancato riscontro di una soluzione che coinvolga le pubbliche autorità, come possibile via di risoluzione della crisi a mezzo di un sostegno non necessariamente – per quanto irrimediabilmente – pubblico;
- la forte velocità di reazione del mercato, che si manifesta spesso in sovra-reazione alle informazioni ottenute, causata da elevata volatilità degli scambi e con conseguente auto-realizzazione delle previsioni infauste prodotte dal calo della fiducia⁴⁰.

La liquidazione, tuttavia, non è necessariamente prospettata come una soluzione “discesa da un volere fatuo”, ma piuttosto si presenta come il prodotto di un'attenta valutazione di pros & cons sviluppata da tutti gli operatori potenzialmente coinvolti sul mercato. In tal senso, le autorità pubbliche⁴¹ non sono gli unici soggetti potenzialmente coinvolti nella scelta di salvare o meno l'istituto in crisi: e questo perché non ne sono gli unici impattati, nel bene o nel male. Al novero dei possibili interessati si aggiungono infatti concorrenti potenzialmente attratti da alcuni asset della banca in crisi, quali ad esempio la rete di vendita, la clientela corporate o private, o l'esperienza tecnica di alcune strutture della banca stessa. Si aggiungono anche i principali operatori del settore, considerati in toto come maggiori rappresentanti del mercato, potenzialmente spaventati dagli effetti negativi del calo di fiducia dei depositanti e degli investitori sul sistema finanziario nel complesso. Vi sono, poi, potenziali entranti che vedono nell'acquisizione l'opportunità di entrata nel mercato, assieme alla potenziale esistenza di facilitazioni che permettano di ridurre il capitale da apportare per l'accesso al settore. Vi sono, infine, i creditori, che dal salvataggio possono sperare di ottenere un beneficio maggiore di quanto non ne avrebbero dalla liquidazione dell'istituto.

Dei soggetti menzionati, è possibile ottenere due gruppi: un primo, che acclude i concorrenti interessati alla banca e i nuovi entranti, è implicitamente escluso da una delle ipotesi di partenza di questa

³⁹ Per via della natura stessa del CUI – Credito di Ultima Istanza – questo è riservato ad operatori di mercato illiquidi ma non insolventi. In questo senso, appurando l'insolvenza di un istituto la banca centrale non eroga più alcun prestito, né sostiene il prezzo delle azioni scambiate sul mercato per prevenire il default. Si legga in tal senso Nadotti L., Porzio C., Previati D. – Economia degli Intermediari Finanziari – McGraw Hill 2010

⁴⁰ Per un approfondimento su profezie auto-realizzanti e fiducia sui mercati finanziari si rimanda a Bagehot W. – Lombard Street - 1873

⁴¹ Si badi che quando definita al plurale, la notazione di autorità pubbliche comprende tanto lo Stato quanto la Banca centrale nazionale

sezione: non vi è alcun sostegno pubblico, né nella forma di facilitazione alla cessione, concessa come sgravio fiscale, possibile separazione in *bad* e *good bank*, concessione in deroga dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, né tantomeno come supporto nella fase di negoziazione con le controparti creditrici. Per ovvia ragione di cose, allora, questo gruppo di possibili interessati può essere escluso dalla trattazione nel caso si ragioni in totale assenza di sostegno pubblico all'iniziativa. Un secondo gruppo, invece, acclude i creditori e i concorrenti, entrambi interessati all'effetto *long run*, ossia a quanto potenzialmente prodotto come conseguenza del fallimento dell'istituto a proprio carico sul medio e lungo periodo.

Un focus sui creditori, i primi soggetti menzionati in questo secondo gruppo, induce a considerare la scelta di offrire sostegno o meno in base ad una semplice analisi costi-benefici. L'idea di fondo, infatti, è che data una categoria omogenea di crediti, ai quali sia associata la medesima probabilità di insolvenza in quanto similari per struttura e identici per priorità di rimborso, questi possano essere visti come un unico credito, i cui titolari sono pro-quota i creditori veri e propri. Il valore atteso al periodo corrente del credito, stimato col metodo della *Expected Loss* usato in tecnica bancaria per valutare i portafoglio crediti, permette di conoscere il valore atteso del credito dopo il default della posizione. In particolare, dati:

$R = \text{Recovery rate}$

$UDP = \text{Unconditioned Default Probability}$

$v(n)$ = Fattore di attualizzazione per gli n periodi, tra t istante di default e il tempo corrente di valutazione $t + n$

$D = \text{Face Value}$ del debito

$V(D)$ = Valore del credito al momento di valutazione di possibile default

Si ha:

$$EL_t = \{[V(D) - (R * D)] * UDP(t)\} * v(n)$$

Quindi, in parole semplici, la stima avviene attraverso il calcolo del valore del credito al periodo corrente, lo scomputo del valore recuperabile del credito al default, il prodotto del valore predetto per la probabilità non condizionata di default a quell'epoca ed infine la sua attualizzazione al periodo di valutazione considerato. Per tasso di recupero e tavole di probabilità si fa ricorso, in questo caso, ai

rating prodotti dalle apposte agenzie sulle emissioni rilasciate. Se chiaramente il valore atteso corrente della perdita risulta maggiore del costo, in termini di equity da sottoscrivere, o di debito a cui rinunciare, per permettere alla banca di ricapitalizzarsi e tornare solvibile, così da poter rimborsare il suo debito o parte di esso, allora conviene che il creditore ricapitalizzi la banca debitrice. Altrimenti, a seguito del fallimento, il creditore otterrebbe il massimo output possibile dalla sua posizione, in base alle sovvenute informazioni riguardanti il suo debitore: di conseguenza, a questi non è richiesto altro che aspettare il default, ed una volta soggiunto fare richiesta d'ammissione allo stato del passivo.

ii. CARATTERE E OPZIONI DI SCELTA DELLA *SEMI-PUBLIC WAY*

A differenza della via menzionata nel paragrafo precedente, quella considerata in questa sede presenta la caratteristica di veder partecipare, seppur in modo parziale, l'autorità pubblica alla definizione delle sorti della banca. Si tratta, si badi, di una via percorribile, e sovente percorsa, ad una condizione: ossia l'assenza di mezzi finanziari direttamente erogati al di fuori della normale attività di tutela del mercato svolta dalle autorità pubbliche, ovvero che esuli da interventi straordinari di temporaneo supporto al mercato. Il che, in breve, significa che né il governo né la banca centrale si impegnano a prestare risorse finanziarie sul lungo periodo, ma si limitano a predisporre le condizioni per la risoluzione in via privata del dissesto della banca. Ciò che rende realmente differente dal caso precedente questa soluzione, tuttavia, è la partecipazione del pubblico alla ricerca di una soluzione. Il che non deve presentarsi come un elemento di poco conto, in virtù della difficoltà di riuscire a trasferire la proprietà di una banca in dissesto: questo, si era detto, è dovuto alla scarsa propensione degli altri operatori di mercato verso l'esposizione a rischi implicati nella transazione, nonché legati alle potenziali future scoperte insite nella struttura di bilancio della banca acquisita. È bene riconoscere,

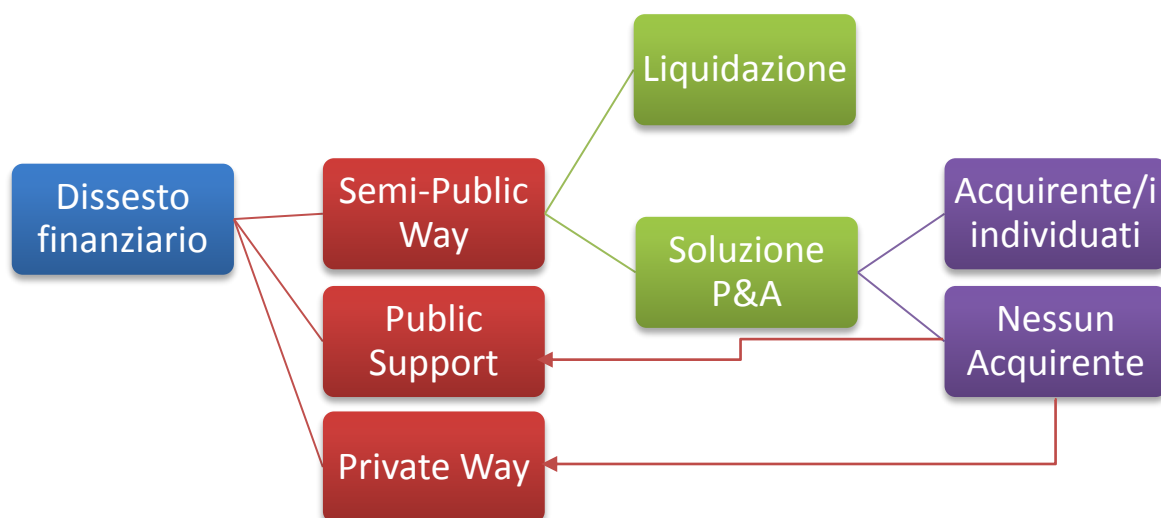


Figura 7: Diagramma decisionale di una Semi-Public Way

tuttavia, che questa via offre sostanzialmente una decisione duplice, come in un albero binomiale: per un verso vi è la ricerca o meno della controparte acquirente; per un altro la liquidazione.

Ed in mancanza di una controparte interessata, a meno di stralciare il processo su un'altra via delle tre precedentemente richiamate – quindi vedendo il contributo pubblico azzerarsi o aumentare – si procede a liquidare l'istituto. Una scelta simile, di conseguenza, riesce parecchio rischiosa per gli investitori.

Quando la scelta ricade su questa via, come si è detto, si cerca una controparte acquirente della banca in dissesto. Questa ricerca, fondata su alcuni pilastri fondamentali, che permettono alle autorità pubbliche di considerarla tra le possibili strade percorribili, viene spesso sostenuta, nella fase di trattative, dai prestiti a breve termine concessi dalla banca centrale alla banca in dissesto, che le permettono di continuare ad operare, pur non disponendo delle garanzie necessarie a rifinanziare il proprio debito sul breve periodo, né certamente sul lungo periodo. Come nel caso Lehman, infatti, la complicità del Tesoro e della Banca Centrale aiutano a sostenere la banca mentre questa, in concerto coi rappresentanti pubblici, conduce trattative molto complesse con gli operatori di mercato potenzialmente interessati. In situazioni ancora più gravi, come quella che ha investito alcuni istituti di Cipro nel Marzo 2013, le banche sono state chiuse, per diversi giorni, onde impedire la corsa agli sportelli e il propagarsi dello stato di crisi anche a quegli istituti non realmente insolventi.

I soggetti potenzialmente interessati alla trattativa per la cessione della banca sono stati, in gran parte, menzionati in precedenza. Si tratta di operatori del settore finanziario, dotati o meno di licenza bancaria ad operare sul territorio nazionale della banca fallita, e interessati agli asset che questa è in grado di portare loro in dote, come anche al recupero dei crediti vantati verso di essa. Un caso tipico di acquisizione è quello che coinvolge un altro operatore del settore, insistente nello stesso mercato, e interessato dalle possibili conseguenze di un *bank run* sul proprio mercato di riferimento. L'effetto negativo delle crisi bancarie non assistite è ben noto alla letteratura finanziaria, tanto in caso di *panic waves* come quella del '30 quanto in caso di più limitate ma significative crisi individuali.

La soluzione di cessione è spesso definita *Purchase & Assumption transaction*, o P&A. Questo ad indicare che con il trasferimento della proprietà si negozia anche l'accollo delle perdite, nonché i debiti da ripagare. Come è certamente noto, una parte dei debiti di una banca è solitamente *secured*, ossia tutelata da assicurazione sui depositi entro un massimale di copertura, fissato in Italia intorno ai €100.000. Queste passività delle banche sono certamente assunte dalla banca acquirente, mentre più difficile è la negoziazione relativa alla gestione dei depositi *unsecured*. Questi sono spesso inseriti in

uno schema negoziale, il cui esito può spaziare dalla conversione in equity, al buy back da parte della banca. Uscendo temporaneamente dal *path* corrente, ad onore di cronaca si riporta che ancora più spesso si ricorre all'acquisto delle passività da parte di un fondo, che emette contestualmente obbligazioni a condizioni agevolate, in quanto garantite in ultima istanza dal governo. Queste sono allocate tra investitori istituzionali, e successivamente ripagate grazie ai ritorni prodotti dalle dismissioni di asset bancari.

Qualsiasi sia l'orientamento che il governo sceglie in relazione al modo in cui condurre la trattativa, in caso di mancato buon esito la banca potrà essere liquidata. Altra ipotesi è invece quella di accrescimento del contributo di provenienza pubblica, che giustifichi un vero e proprio *bailout*. Se questa è una delle scelte possibili, e col *bailout* anche la soluzione di P&A può risultare meno onerosa, diventa difficoltoso far accettare ad un potenziale acquirente le condizioni iniziali, più rigide, ed invece più ragionevole aspettarsi da questi che accetti.

È importante ricordare che la scelta di non impiegare risorse per il salvataggio pubblico di un istituto, ancorché nei fatti indotta dalla non-sistematicità di questo nel mercato finanziario di un paese, è considerata una valida soluzione da una parte della letteratura, che plaude l'assegnazione dei rischi e conseguenze di questi a chi gode anche dei benefici di questi: in altre parole, parte della letteratura vede l'azzardo morale dell'investitore in strumenti bancari – azioni od obbligazioni – come un problema debellabile con l'assenza di supporto finanziario pubblico delle banche in dissesto. Altra parte, per altro verso, vede nella vicenda Lehman Brothers (2008) e nella mancata azione del governo statunitense la causa scatenante la crisi finanziaria globale del 2008-09, e soprattutto in essa trova la causa del suo propagarsi su scala così ampia.

iii. CARATTERE E STRUMENTI DI INTERVENTO DEL *PUBLIC SUPPORT*

Certamente più note, e frequenti nella prassi dei dissesti finanziari delle banche in crisi è la scelta di soccorrere le banche a mezzo dell'impiego di capitale di provenienza pubblica, atto a ripristinare la continuità di gestione dell'istituto e prevenire ondate di panico sul mercato finanziario che possano intaccare la salute di altri operatori.

Tipicamente, la scelta del *Public Support* è accompagnata da motivazioni riguardanti il rischio di contagio sistemico delle altre banche operanti sul mercato, ed insieme a questa la concezione che le banche siano troppo grandi per fallire, volendo così indicare il ruolo sistematico che esse svolgono nell'economia di un paese e la perdita di GDP potenzialmente generata dal loro fallimento. Non da

ultima, anche la questione relativa alla fiducia è presa in considerazione per spiegare come, a seguito del fallimento di una o più banche che giochino un ruolo sistemico nel paese, le conseguenze sul sistema produttivo e sul mercato finanziario potrebbero condurre alla chiusura di altri istituti.

Delle possibili soluzioni praticabili dall'agente pubblico, la prima e principale è certamente rappresentata dalla ricapitalizzazione a spese pubbliche. Con questa soluzione, lo Stato diviene proprietario della banca in dissesto e immette nuovo capitale in essa, permettendole la continuazione dell'attività aziendale. Richiamano al *framework* teorico visto in precedenza, la condizione di partenza della banca per l'insolvenza consisteva in $V(A_M) < D$ e $V(A_M) < V(D)$. Da ciò, se $p = F(A_M)$ e $p^* = F(A_M^*)$, con $A_M^* = A_M + Cash$, allora $p = p^*$, il che è verificato anche se $p = F(D - Cash)$ e $Cash = D - A_M^*$. Così, il valore della banca, A_M^* , diviene tale da portare $p = p^*$, e questo previene il default in quanto $A_M^* \geq D$. Il problema della ricapitalizzazione è che, sebbene permetta la continuità aziendale e allo stesso tempo lasci che la banca sopravviva, il sacrificio di tutta l'operazione è caricato in capo ai vecchi azionisti che si vedono ridurre il valore dell'equity. Per evitare questo, lo Stato dovrebbe farsi carico delle perdite, raccogliendo capitale nuovo dalla banca, di importo $E' = D - A_M^* - V(D') - V(D)$ in cambio di $Cash = D - A_M^*$. Poiché $V(D)$ dopo l'aumento cresce a $V(D')$, $V(D') - V(D)$ sarebbe usato per compensare gli *shareholders* mentre rappresenterebbe la perdita, o ricarico, sul prezzo di emissione per lo Stato. Chiaramente, la prospettiva che gli azionisti di una banca siano scaricati dell'onere di responsabilità che accompagna l'emissione di nuove azioni sollecita il dibattito tra l'opinione pubblica e rallenta il processo decisionale. L'assorbimento delle perdite di una banca da parte dello Stato è spesso risultata la miglior strategia percorribile, ed in occasione della crisi 2007-08 dei mutui *sub-prime* il Tesoro statunitense scelse esattamente questa via. Tuttavia vi sono altre possibili soluzioni che limitano il *taxpayer contribution*.

Anziché utilizzare strumenti di capitale puri, quali azioni ordinarie, allo Stato potrebbe essere chiesto di sottoscrivere *preferred shares*, ovvero azioni con diritti diversi, che permettono al suo portatore di esercitare la conversione in azioni ordinarie a specifiche scadenze, sebbene non siano remunerate da alcun dividendo, e allo stesso tempo non partecipino al voto. Queste azioni innalzano il livello dell'equity senza alterarne il prezzo, offrono cash sufficiente a ripristinare la solvibilità così portando $p = p^*$, e sono convertibili solitamente a seguito del loro apprezzamento, ossia una volta superata la crisi.

Un'altra alternativa possibile alle soluzioni fin ora prospettate è l'emissione di debito convertibile. Anche se apparentemente l'incremento del debito non ha basi logiche per l'emissione, il funzionamento dell'operazione è molto simile a quello che si prospetta per l'equity: a sottoscrivere il

nuovo debito è lo Stato, che acquista conscio che in assenza della giusta *cash pile* necessaria a ricevere il pagamento delle cedole questi potrà convertire in azioni. In più, l'emissione di debito da parte della banca avviene con la clausola *pari passu*, ossia il tasso di recupero atteso si abbassa proporzionalmente all'aumentare del debito. In questo modo, il default point in caso di insolvenza è fissato a livello A_M^* – come nel caso delle *preferred shares* – e la probabilità di default viene portata a livello p^* .

Ulteriori proposte sono state suggerite nel tempo, onde combinare le forme di intervento pubblico e privato, cercando di bilanciare la provenienza di risorse e così minimizzando l'assorbimento di rischi da parte di ciascuna singola posizione. Tra le tante forme di soccorso finanziario prestato ad istituti sull'orlo del collasso la più usata e nota è quella delle *blanked guarantees*, garanzie in bianco non necessariamente limitate nella massima quantità coperta per istituto, e concesse dalla banca centrale e dallo Stato allo scopo di minimizzare il rischio di default delle banche. Le garanzie in bianco non agiscono come sistemi complessi di incremento del valore dell'attivo, ma determinano semplicemente che laddove $V(A_M) < V(D)$ il debito sia coperto dalle autorità pubbliche: quindi agiscono come delle assicurazioni a garanzia delle *unsecured liabilities* emesse dalla banca, in ipotesi di default della stessa. A coprire i costi eventualmente connessi all'insolvenza corrente, invece, possono aggiungersi piani di asset sale ritagliati sulle esigenze della banca in sofferenza. Un caso tipico è quello di trasferimento degli asset ad un fondo pubblico, che li acquista a valore di libro, maggiorato di un tasso di markup⁴².

Per completezza, terminate le alternative proponibili, vengono riportate nella figura seguente le diverse soluzioni operative, proposte nelle ultime tre sezioni, offerte in base al livello di coinvolgimento delle autorità pubbliche nella risoluzione della crisi bancaria.

⁴² Per ulteriori approfondimenti sull'ipotesi, si legga Landier A., Ueda K. – The Economics of Bank Restructuring: understanding the options – IMF Staff Position Note, IMF Jun 2009 – Pag 16 e ss.



Figura 8: Resolution Path e Way-out Strategy praticabili

II. L'ESPERIENZA MATURATA NELLA RECENTE CRISI FINANZIARIA

Le scelte di intervento a risoluzione di una crisi bancaria, elencate nel dettaglio nel paragrafo precedente, trovano molteplice e diversa applicazione nella realtà storica. Infatti, ciascuna delle possibili soluzioni, allorquando applicabile al caso di specie, si presenta come una valida alternativa all'intero paniere delle altre: per questo la scelta di ciascuna di esse, svelata dai dati storici, può essere il frutto di una consolidata prassi operativa che un paese od un mercato abbiano raggiunto nel tempo.

L'idea di prendere in considerazione esattamente questa ipotesi, ossia di rilevare la frequenza di utilizzo di una via risolutiva in associazione al tipo di crisi riscontrata e al mercato di riferimento, può aver senso per diverse motivazioni. Una delle principali, come si è già precedentemente riportato, consiste nel campionamento statico dei dati ottenuti in un intervallo temporale, ed afferenti le risoluzioni intavolate, per diverse crisi bancarie avutesi entro un dato contesto storico. In una prospettiva dinamica, ancora, è possibile studiare l'evoluzione nel corso storico dell'uso degli strumenti di risoluzione, comprendendo la correlazione tra i fenomeni evolutivi predetti e quelli associati alle variabili principali in gioco, quali la regolamentazione, la vigilanza, gli strumenti utilizzati per l'intermediazione, i canali di diffusione degli stessi.

Per l'analisi che si intende condurre in questo elaborato, infine, lo studio dell'esperienza passata serve senz'altro a giustificare l'impiego di ciascuna delle possibili soluzioni considerate nell'ottica di ripristino

di una condizione determinante, consistente nell'efficienza di mercato: quest'ultima, da intendersi tanto come condizione di equa ripartizione del surplus che riviene dalla ristrutturazione di una banca in crisi, argomento del quale si parlerà in seguito; quanto, ancora più avanti nella trattazione, nelle forme di efficienza di funzionamento di un mercato, ritracciate nella completezza informativa e nell'equilibrio comunicativo tra le parti, a cui conseguono prezzi equi per i saldi monetari intermediati dalle banche.

Grazie alla possibilità di accedere ai dati Mediobanca⁴³, aggiornati con cadenza periodica, e di fare riferimento all'ultima annualità pubblicata sul sito dell'istituto, è possibile riportare alcune informazioni circa la tipologia di interventi realizzati in Europa e negli Stati Uniti in occorrenza alle crisi finanziarie USA 2007-09 e globale 2008-12, nonché in seguito ai successivi dissesti finanziari di banche localizzate nelle due aree. Questi possono, inoltre, essere classificati per tipologia, secondo personale interpretazione dell'autore, di cui si è già fornito un quadro completo nelle sezioni precedenti.

Si precisa che, per disomogeneità dei dati, USA e Europa sono considerati separatamente.

Iniziando dagli Stati Uniti, la tabella che segue riporta in sintesi le tipologie di intervento operate da parte delle autorità pubbliche.

⁴³ Centro Studi MBRES - Interventi dei governi nazionali a favore delle banche e degli istituti finanziari in Europa e negli Stati Uniti dal Settembre 2007 al Giugno 2012. Aggiornamento al 15 Giugno 2012 – Medio Banca, Ricerche e Studi – Jun 2012

INTERVENTI USA (mld. di Usd)								
Ente promotore e programma	Capitale	Garanzia	Altro ⁽¹⁾	Totale	N. Istituti coinvolti	Restituiti/ Riacquistati/ Terminati	N. Istituti coinvolti ⁽²⁾	Ammontare netto
	(a)	(b)	(c)	(a+b+c)		(d)		(a+b+c-d)
Tesoro: CPP (*), CDCI, TIP, AIFP, HHF, PPIP	292,8	-	67,2	360,1	998	285,0	443	75,1
Tesoro, FED e FDIC	200,0	1.869,0	-	2.069,0	4	1104,0	4	965,0
Tesoro e FED	69,8	-	223,1	292,9	1	261,6	1	31,4
Tesoro e FHA - FHA Short Refinance Program	-	-	8,1	8,1	1	-	-	8,1
FED	-	-	41,9	41,9	2	28,2	2	13,7
FDIC - Fallimenti e attività di supporto finanziario	-	-	81,3	81,3	437	-	-	81,3
TOTALE	562,7	1.869,0	421,6	2.853,3	1.402⁽³⁾	1.678,8	446⁽³⁾	1.174,5

Tabella 6: Tipologie di intervento delle autorità americane a sostegno delle banche.

Fonte: MBRES - Piani di stabilizzazione finanziaria. Aggiornamento Giugno 2012 - Jun 2012

La tabella evidenzia la presenza delle principali forme di intervento scaturite dalla pianificazione dell'amministrazione americana. Negli Stati Uniti, infatti, dopo la catastrofica vicenda Lehman, sia il Dipartimento del Tesoro, sia soprattutto la Fed, hanno giocato un ruolo chiave nella definizione e nel setting della regia operativa a livello nazionale, onde prevenire nuove *panic waves* negativamente impattanti sulle possibilità di recupero delle banche ove già avviati piani di salvataggio. La regia, che, come si è detto, non è necessariamente comprensiva di sostegno finanziario di alcuna natura, ha visto ben 437 banche coordinate nel processo di ristrutturazione. Venendo al dato riportato nella tabella, le forme di intervento elencate richiedono di essere brevemente descritte.

Una prima categoria di interventi vede il diretto coinvolgimento finanziario delle autorità pubbliche, che non svolgono solo il ruolo di cabine di regia ma investono denaro pubblico. Tra questi si fanno rientrare: CPP, acronimo di Capital Purchase Program, consistente nell'acquisto di common e preferred shares,

nonché di warrant di banche in crisi⁴⁴; TIP, Targeted Investment Program, consiste nell'acquisto di strumenti finanziari in default dalle banche, e compone la prima parte di intervento del Tesoro americano⁴⁵; PPIP, che sta per Private-Public Investment Program, consiste invece nel piano di acquisto pubblico e privato di asset in difficoltà, tra cui non solo titoli ma soprattutto interi operatori di mercato, al fine di ottenerne la ristrutturazione attraverso l'incorporazione ad altri istituti⁴⁶; per di più, il coinvolgimento finanziario diretto del tesoro statunitense nel capitale delle banche in dissesto è stato garantito anche attraverso le operazioni congiunte tra Tesoro, Fed e FDIC, che hanno visto Tesoro e FDIC assicurare asset ed offrire garanzie, ricevendo in cambio azioni privilegiate, e la Fed offrire protezione ulteriore in caso di peggioramento delle condizioni finanziarie degli istituti coperti da queste garanzie⁴⁷; da ultimo, Tesoro e Fed hanno lanciato un piano di intervento congiunto per il riacquisto di asset tossici in una prima fase del loro intervento.

Nella seconda categoria di interventi realizzati dalle autorità pubbliche statunitensi, invece, rientrano le principali operazioni di garanzia e sostegno alla finanza immobiliare. In questo senso, si ascrivono a questa categoria tanto piani di investimento diretti all'housing sociale, volti quindi a mitigare gli effetti degli sfratti conseguenti all'insolvenza dei mutuatari e/o dei mutuant, quanto operazioni atte a sostenere il volume di mutui concessi sull'acquisto di abitazioni, incanalate all'interno di un legame fiduciario tra i mutuant e le comunità locali e atte a ridurre a livelli sostenibili il prezzo dei saldi monetari. In questo senso, i piano principali che possiamo rintracciare nella Semi-Public Way americana sono il Community Development Capital Initiative e l'Hardest Hit Fund Program⁴⁸, che vedono il pubblico prestare sostegno al mutuatario in difficoltà senza investire direttamente delle somme di danaro. Sempre alla stessa categoria si ascrivono anche i piani congiunti tra Tesoro e FHA⁴⁹

⁴⁴ Fonte: <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/bank-investment-programs/cap/Pages/default.aspx>

⁴⁵ Si tratta di un piano originariamente intavolato dal tesoro per riacquistare dalle banche gli asset tossici, che si vide soppiantato dal piano di ricapitalizzazione successivamente implementato e rivelatosi più efficace. Il TARP, il piano originale di cui questa misura faceva parte, erogò a mezzo di questa misura \$ 40 bn a Citi e BofA. Fonte: Massad T.G. – Troubled Asset Relief Program (TARP): two year retrospective – Office of Financial Stability, USDT, Oct 2010

⁴⁶ E' interessante notare come questo piano rientri perfettamente tra quelle forme di intervento Pubblico, come ricordato nei paragrafi precedenti, in quanto il contributo delle autorità pubbliche può consistere anche nella fetta maggiore, ed essere costituito da azioni, prestiti e warrant, alla sola condizione che la garanzia sulla preazione nel recupero dell'investimento per il pubblico sia totale.

Fonte: <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/programs/Credit%20Market%20Programs/ppip/Pages/publicprivatefund.aspx>

⁴⁷ I piani hanno coinvolto 4 istituti finanziari americani, tra cui Citi e Bank of America, quest'ultima presa ad esempio per illustrare la struttura dell'operazione. Per maggiore approfondimento:

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20090116a.html>

⁴⁸ Fonte: <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/housing/hhf/Pages/default.aspx>

⁴⁹ L'acronimo sta per Federal Housing Administration

e il FHA Short Refinance Program⁵⁰: il meccanismo consiste nella possibilità per mutuatari con equity negativo – ossia debito vs banca maggiore del valore dell’abitazione finanziata - e impossibilitati a pagare la rata, a rifinanziare il mutuo a condizioni più vantaggiose, che possono anche riguardare, in presenza di secondo prestito subordinato, anche solo quest’ultimo. In entrambi i casi, il Tesoro non partecipa con capitale proprio al rifinanziamento, ma favorisce la transazione degli asset in difficoltà verso il mercato, il quale a sua volta finanzia una struttura garantita, come la FHA, con bond emessi da questa sul mercato. In alcuni casi, tuttavia, l’intervento delle autorità pubbliche assume un qualche profilo di carattere economico, che esula da una logica sociale di sostegno alle comunità, e si concentra sul sostegno puro e semplice al mercato: questo è il caso degli interventi di acquisto di asset tossici da parte della Fed, con i piani di *quantitative easing* ben noti.

Terza ed ultima categoria, degli interventi in via privata nei quali le autorità pubbliche non attuano alcuna operazione di salvataggio, vede come conseguenza diretta l’intervento della FDIC, e per tale ragione è con questa sigla che viene qualificata. Il pagamento da parte del fondo assicurativo sui depositi, di matrice pubblica e obbligatorio per tutti gli operatori nel settore de credito attivi sul versante della raccolta, permette ai correntisti di recuperare le somme di danaro versate senza che l’istituto venga salvato. In questo senso preme sottolineare che, come già specificato quando si è fatta menzione delle vie di risoluzione praticabili in linea teorica, non sempre il fallimento è conseguenza del non-intervento. In molte circostanze, la scelta del non-intervento diviene premessa per un fallimento pilotato, optato sulla base di ragioni di convenienza economica e finanziaria, il cui epilogo discende dallo specifico indirizzo tracciato dietro regia pubblica dell’operazione. In molti casi successi nel corso della crisi finanziaria del 2007, le autorità pubbliche statunitensi hanno optato per il trasferimento dei crediti, ove ancora valevoli, e dei depositi, ad altre banche attive nella stessa area geografica, lasciando che le banche in difficoltà fallissero con i propri *troubled asset*. In particolare, su un totale di 876 casi di dissesto finanziario registrati negli USA dal 2008 al 2012, ben 425 di questi hanno visto la FDIC intervenire a seguito di default o di amministrazione controllata a restituire i depositi ai correntisti, ovvero a transitare il valore presso i libri di un istituto inglobante⁵¹.

Analizzando nel dettaglio il dato USA, dapprima a confronto con gli altri paesi, emerge chiaramente il sovrannumero di istituti bancari coinvolti dalle turbolenze finanziarie: 876 banche, contro un dato normalmente variabile tra 100 e 200 istituti negli altri casi. Altro elemento che si è cercato di ottenere, sistematizzando i dati, è il peso di ciascuna forma di intervento sul totale realizzato. La tabella

⁵⁰ Fonte: http://www.fha.com/fha_article.cfm?id=177 e <http://www.makinghomeaffordable.gov/programs/lower-rates/Pages/fha2lp.aspx>

⁵¹ I dati relativi agli interventi sono disponibili nel report di Mediobanca, prodotto dal MBRES

seguinte riporta le diverse forme di intervento, il loro peso sul totale, e distingue tra soluzioni Private, Semi-Public e Public, esattamente come fatto nel paragrafo precedente.

Commitment verso ciascuna via risolutiva. USA 2008-12				
SOLUZIONE	N°	Valore(*)	Percent su totale	Incidenza su totale
Private	429	\$ 75,025.29	48.973%	2.454%
FDIC Intervention	425	\$ 74,993.49	48.516%	2.452%
Emissione Azioni	1	\$ 3.20	0.114%	0.000%
Other	3	\$ 28.60	0.342%	0.001%
Semi-Public	70	\$ 89,167.86	7.991%	2.916%
Fed Loan	70	\$ 89,167.86	7.991%	2.916%
Public	377	\$ 2,893,666.52	43.037%	94.630%
Sottoscrizione di azioni e warrant	372	\$ 2,878,663.52	42.466%	94.140%
Acquisto di asset tossici	5	\$ 15,003.00	0.571%	0.491%
TOTALE	876	\$ 3,057,859.66	100.000%	100.000%

(*) Valori in US\$ mn

Tabella 7: Commitment vs diverse risoluzioni. Elaborazione dell'autore

Quanto la tabella evidenzia è la sostanziale parità di incidenza numerica, tra soluzioni pubbliche e private. Questo è presto spiegato dalla numerosità delle piccole banche americane, votate alla sola raccolta e impiego, e non operanti nel settore della finanza strutturata, le quali non risultando sistemiche non hanno beneficiato, entrando in crisi, del supporto definito *bailout*. Il loro fallimento, ovvero la loro ristrutturazione ottenuta dietro preordinata estinzione dei depositi assicurati, ha visto quindi superare per numerosità gli interventi diretti del Tesoro USA, attuati o meno in concerto con altri attori, e finalizzati a supportare le banche ritenute *too big to fail*. Analizzando i volumi, invece, si nota come la gran parte delle banche abbia ricevuto denaro pubblico per il proprio salvataggio, a riprova che la crisi iniziale del sistema finanziario statunitense, poi sfociata in un problema di illiquidità una volta crollata la fiducia in molte banche, abbia in realtà palesato un più radicale problema di insolvenza latente in diversi istituti.

E' possibile approfondire la condizione degli istituti finanziari statunitensi disaggregando il dato fornito da Mediobanca, nella propria ricerca, su una base di analisi annua. La tabella seguente evidenzia l'incidenza annua di ciascuna tipologia di risoluzione, di seguito definita *way-out strategy*.

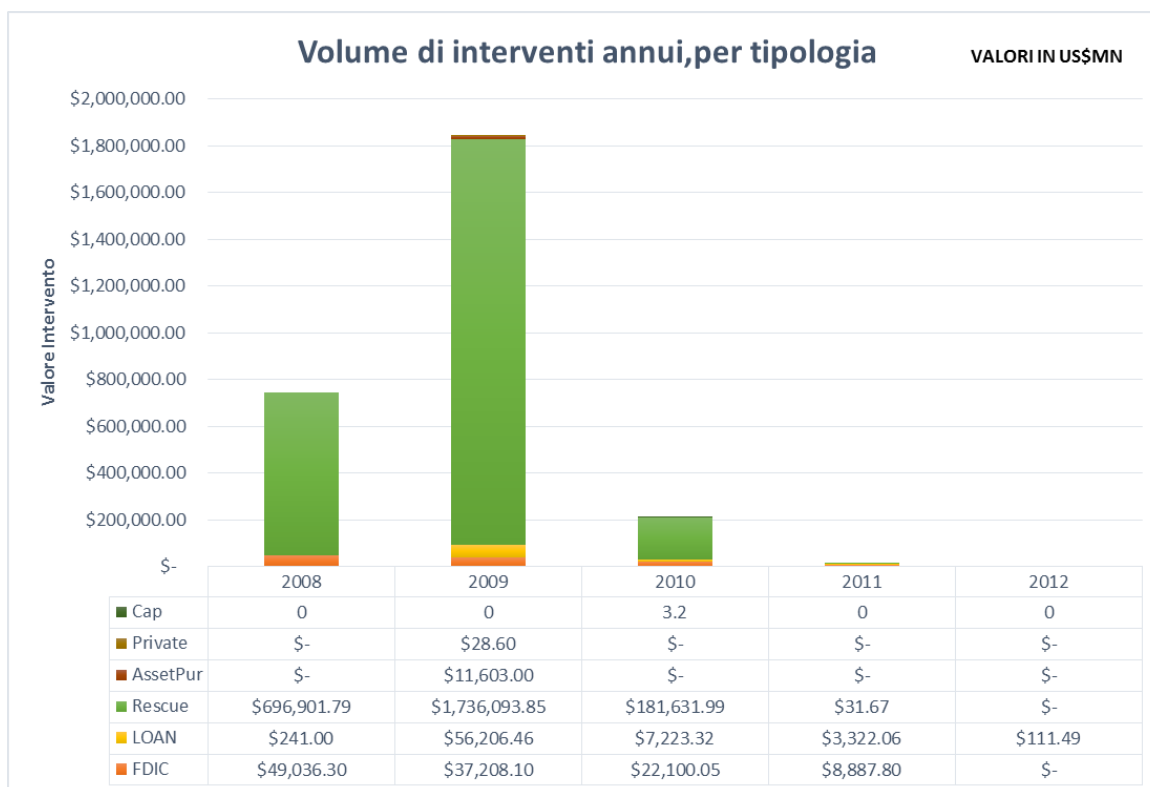


Figura 9: Interventi annui per tipologia. Elaborazione dell'autore

Come evidenziato dal grafico soprastante, l'evoluzione temporale degli interventi evidenzia un progressivo passaggio da soluzioni pubbliche a private: questo, certamente, trova primaria spiegazione nella riduzione della dirompenza con cui la crisi di liquidità ha colpito gli istituti. Contestualmente, il mercato immobiliare e del credito in affanno hanno contribuito a far emergere gli istituti strutturalmente sottocapitalizzati, portando alla loro chiusura previo trasferimento dei passivi garantiti in altre banche.

L'importanza del fenomeno di salvataggio pubblico, negli USA, ha comunque dato piena manifestazione nel corso del 2009: anno nel quale, come il grafico aiuta a mostrare, il valore del

salvataggio è stato di ammontare pari a \$1,736,093.85 mn⁵². La sua incidenza sul totale degli interventi attuati nel corso dello stesso anno, non sorprendentemente, si è attestata al di sopra del 93%. Il grafico seguente mostra la ripartizione per volume dei diversi *resolution path*, in ciascun anno.

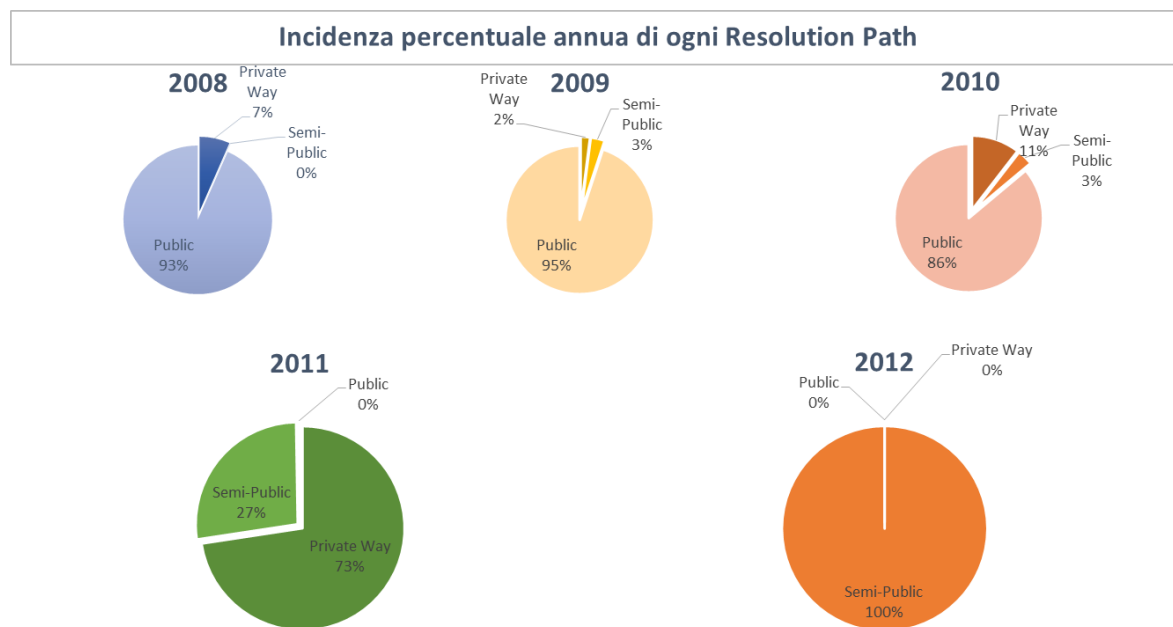


Figura 10: Incidenza annua dei Resolution Path. Elaborazione dell'autore

Infine è bene citare che, come riportato nella tabella iniziale, si è inteso considerare ciascuna delle principali forme di intervento all'interno di una categoria delle tre descritte nel paragrafo precedente. In questo modo è stato possibile conoscere quale soluzione si è inteso preferire, all'evolversi della crisi finanziaria. Il grafico seguente, di conseguenza, evidenzia come l'incidenza dell'intervento diretto delle autorità pubbliche, sul totale impiego di risorse per il dissesto delle banche USA, conosca il picco di valore, approssimando la totalità, nel 2009. Successivamente questo diminuisce fino ad annullarsi.

Tra il 2008 ed il 2010, peraltro, si nota la costanza con la quale la Fed ha perpetrato la propria politica di prestiti al sistema finanziario. I volumi hanno raggiunto il massimo in coincidenza con i sostegni ai colossi finanziari Fannie Mae e Freddie Mac.

L'altro elemento di massima rilevanza è il peso costante degli interventi FDIC, il che dimostra come da subito la scelta del regolatore sia rivolta a privilegiare istituti di importanza sistemica, lasciando

⁵² Il valore riportato rappresenta una stima degli interventi di sottoscrizione di azioni e altri titoli da parte del Tesoro americano nel corso del 2009. Per la sua elaborazione da parte dell'autore, si è fatto ricorso come fonte al rapporto MBRES già citato, aggiornato al 15 Giugno 2012.

all'assicurazione pubblica il compito di intervenire a sostegno dei risparmiatori, e solo di essi, allorquando le loro banche presentassero difficoltà ad onorare il pagamento dei depositi contratti. A riprova di questo, pertanto, si palesa il volume di interventi, nonostante la variazione che interviene nel volume di salvataggi occorsi tra il 2008 e il 2010 viaggi intorno al 30% annuo⁵³, a dimostrazione in questo caso della rapidità di espletamento della crisi.

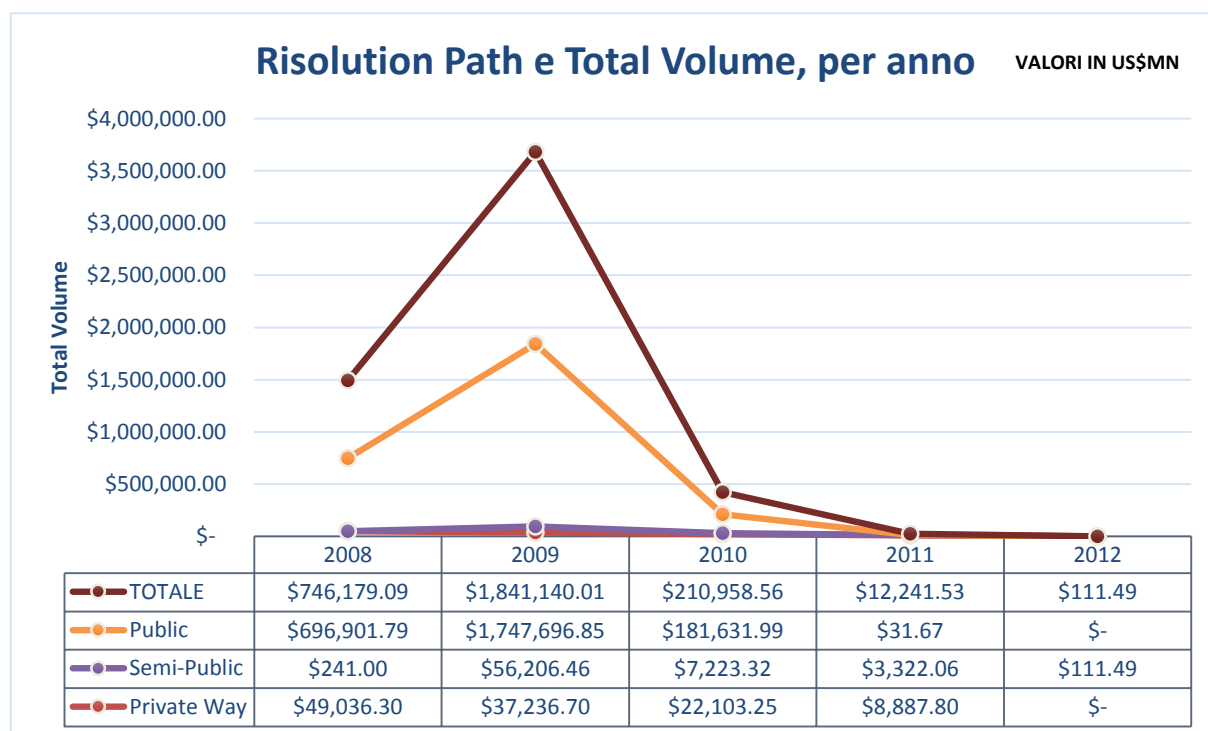


Figura 11: Resolution Path sul totale. Elaborazione dell'autore

Considerando, per altro verso, quanto si registra sul versante europeo, le conclusioni alle quali si giunge sono parzialmente differenti. E' bene, tuttavia, che si chiarisca sin da principio come di fatto le diverse conclusioni siano effetto di differenti condizioni e strumenti operativi concessi ai diversi attori di ciascun ambiente economico: mentre negli USA tutti e tre i principali attori – il Tesoro, la Fed ed il settore nei panni dei suoi operatori – hanno piena operatività, parzialmente condizionata dalla capacità finanziaria e parzialmente indotta dalla capacità dimensionale di intervento, in Europa per converso il frazionamento dei bilanci statali riduce la mole di intervento potenziale di ciascun paese, comunque soggetto ai vincoli del trattato di Maastricht, e subordinato all'approvazione della commissione

⁵³ La variazione consiste nel 24% su base annua tra il 2008 ed il 2009, e nel 40,6% nel biennio 2009-10, sempre su base annua.

europea, così aggravando l'impossibilità ad intervenire con alleggerimento quantitativo e sostegno alla liquidità dei titoli degli istituti in crisi.

A dispetto di tutto questo, la mole di intervento europea si è comunque dimostrata elevata, e all'altezza di sostenere un impatto quantitativamente prossimo a quello avutosi, nel solo settore finanziario, negli USA: tremila miliardi di euro, quelli spesi, garantiti o persi negli USA, contro duemilacinquecento circa, della stessa tipologia in Europa e Regno Unito.

Nell'area geografica considerata rientrano alcuni dei principali paesi europei, nonché alcuni paesi geograficamente, ma non politicamente, membri dell'Unione: Gran Bretagna, dapprima, insieme con paesi sovrani della propria moneta, quali la Danimarca e la Svezia, ed infine la Svizzera. Il volume di interventi realizzato in aggregato nell'area è stato misurato in euro, convertendo le somme riportate nei dati di partenza attraverso il cambio ufficiale al momento della rilevazione dell'operazione.

Nel trattare i dati di partenza, rilevati dal centro studi MBRES, si è partiti dal distinguere le forme di intervento in schemi operativi omogenei a livello sovranazionale, che fossero quindi ascrivibili alla medesima categoria di intervento. In questo senso, si è avuto modo di riconoscere la seguente fenomenologia associata alle crisi bancarie europee:

- soluzione privata, definita *private*, registrata molto occasionalmente e consistente nel fallimento incontrollato di un istituto, che non risulta gravante sui bilanci pubblici;
- bancarotta, definita *bankrupt*, equivalente all'ammissione di un istituto alla procedura di amministrazione controllata;
- ricapitalizzazione, chiamata *cap* o *recap*, che consiste nella sottoscrizione da parte del mercato di nuove azioni dell'istituto;
- prestito, o linea di credito, o provvista di liquidità, chiamata *loan*, che consiste nell'erogazione di risorse a titolo molto oneroso, spesso convertibili e di primo livello di prelazione, da parte di fondi costituiti ad hoc, ovvero da parte di società e fondi pubblici attivi in ambito finanziario;
- garanzia, che consiste nell'assicurazione pubblica sull'emissione azionaria o obbligazionaria effettuata in emergenza da un istituto, e quindi fortemente rischiosa;
- salvataggio, chiamato *rescue*, che consiste nella sottoscrizione di nuove e vecchie azioni, in misura solitamente prossima alla totalità del capitale azionario della banca.

Per la trattazione dei dati, si è poi ricorsi alla solita notazione che ha permesso di distinguere gli interventi diretti del soggetto pubblico, Tesoro o Banca Centrale, da interventi semi pubblici ove le autorità si fanno solo temporanee, e solo eventuali, prestatrici di denaro, pertanto non arrischiando capitale pubblico, ed infine in soluzioni esclusivamente private, di mercato. La tabella seguente evidenzia come dalla rilevazione siano emerse le diverse tipologie di intervento rilevate.

Commitment verso ciascuna via risolutiva. Europa e UK*				
SOLUZIONE	N°	VALORE	Percent su Totale	Incidenza su Totale
Private	15	€ 39,400.00	3.18%	1.61%
Private	2	€ -	0.42%	0.00%
Bankrupt	8	€ 2,650.00	1.69%	0.11%
Cap	5	€ 36,750.00	1.06%	1.50%
Semi-Public	23	€ 75,007.40	4.87%	3.07%
LOAN	23	€ 75,007.40	4.87%	3.07%
Public	434	€ 2,328,088.89	91.95%	95.32%
Rescue	66	€ 1,074,942.53	13.98%	44.01%
Warranty	368	€ 1,253,146.36	77.97%	51.31%
TOTALE	472	€ 2,442,496.29	100.00%	100.00%

*Valori riferiti a 2008-12 in € mln

Tabella 8: Interventi europei 2008-10. Elaborazione dell'autore

Come si evince facilmente dalla tabella, il peso di soluzioni a scarso dispendio di capitale è molto ridotto, non solo in volume ma anche in numero. Nell'enumerazione delle soluzioni di intervento a favore delle banche, in Europa il primo posto è certamente ricoperto da quelle pubbliche, ed in particolare dalle ricapitalizzazioni, che incidono per il 51.31% sul totale degli interventi, e rappresentano la soluzione al 77.97% delle crisi. Per dare completezza al dato, si è inteso fornire anche una misura di quanto incidano le diverse categorie sviluppate dall'applicazione del *framework* teorico già richiamato.

E' risultato altrettanto interessante disaggregare il dato su base nazionale, al fine di studiare l'operato dei singoli governi nazionali. Tuttavia, si badi, non a fini comparativi: non si è infatti prodotta una classifica di esborsi atta ad evidenziare quale governo europeo abbia sostenuto il maggior onere in

termini di capitale impiegato per salvare le proprie banche. Questo sarebbe risultato inutile ai fini della ricerca. Si è piuttosto analizzato il peso relativo di ciascuna soluzione, in ogni singolo paese: questo dal momento che in molti casi le soluzioni scelte non si sono presentate come univoche, bensì come parte di una più complessa e articolata strategia risolutiva della crisi, disegnata in tempi diversi e basata su strumenti molteplici. Un'ipotesi simile era già stata, peraltro, anticipata nelle sezioni precedenti, a descrizione delle prassi operative in casi di rilevante gravità. Il grafico seguente riporta il prodotto di questo studio.

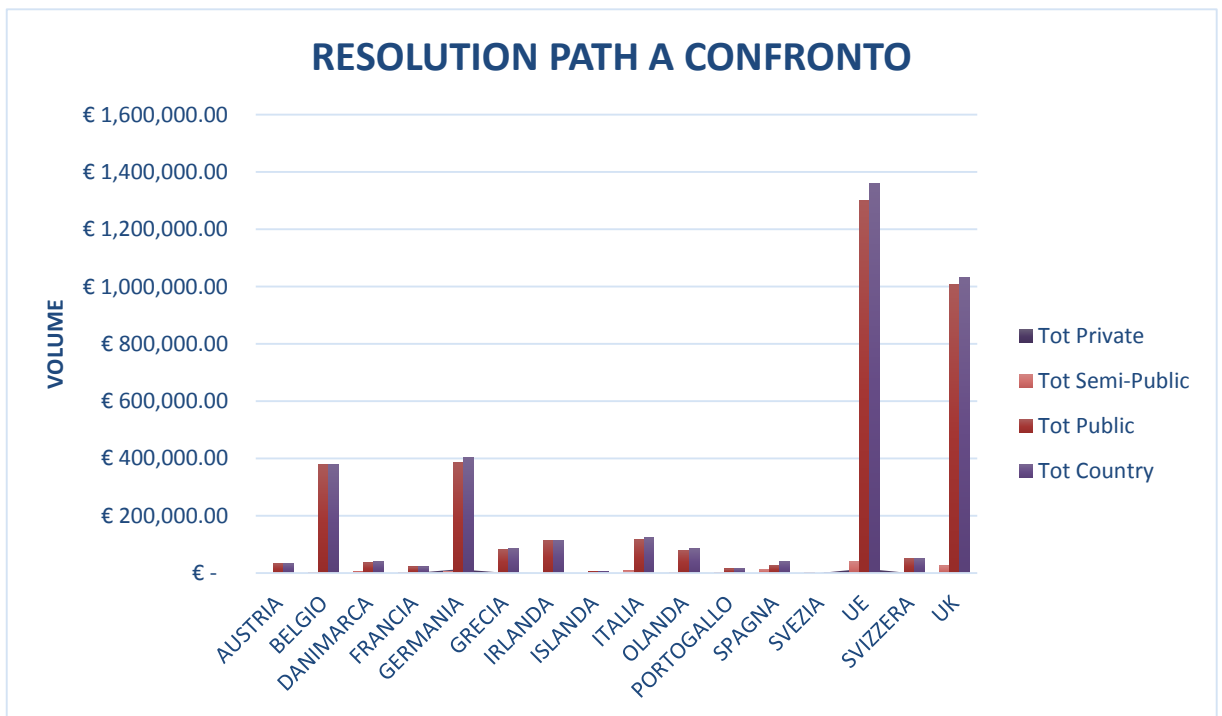


Figura 12: Resolution Path per nazione. Elaborazione dell'autore

Come evidenziato dal grafico, il dato aggregato coincide col valore di ogni nazione, dove la maggior quota di aiuti è pervenuta nella forma di sottoscrizioni di capitale, ovvero di garanzie su emissioni di titoli: d'altronde, è ragionevole se si considera che il valore dei soli interventi sul capitale delle banche è ammontato ad oltre trecento miliardi di euro.

Disaggregando il dato relativo alle tipologie di intervento operate su base annua, emerge come il volume dei salvataggi, inizialmente crescente, registri una battuta d'arresto nel 2010, continuando a decrescere negli anni seguenti. Il dato interessante è che, tra tutte le forme di intervento, l'unica che conosce nel 2012 un preoccupante aumento è quella relativa alle garanzie concesse dai governi, che passa da €68,135 mn a €78,380 mn. Di questo fenomeno, certamente causa principale risulta essere la misura di urgente ricapitalizzazione richiesta dall'EBA alle banche europee nel 2011. Tuttavia

contribuisce in parte anche il perdurare della crisi dei bilanci europei, e le conseguenti svalutazioni dei portafogli di titoli pubblici detenuti dalle banche. Il grafico seguente mostra l'assorbimento di risorse da parte di ciascuna way-out strategy, su base annua.

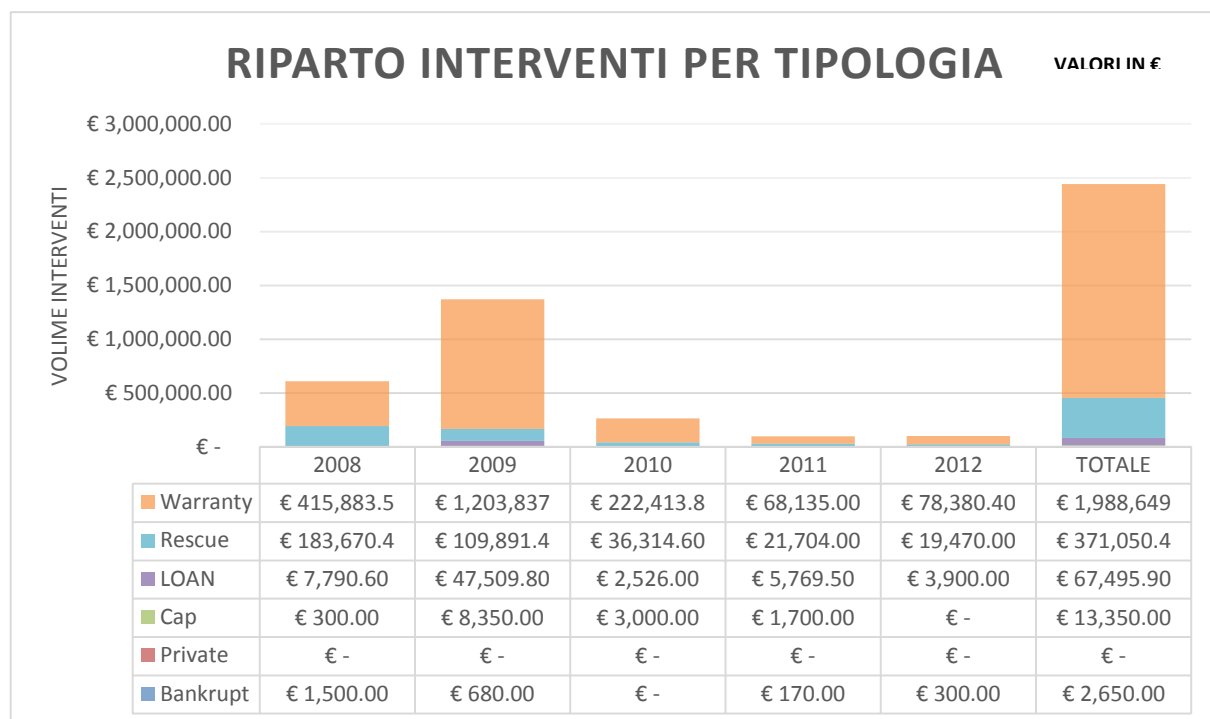


Figura 13: Way-out per tipologia, su base annua. Elaborazione dell'autore

Tornando alla disarticolazione richiamata in precedenza, ultimo proposito di questa sezione è riconoscere che gran parte dell'intervento pubblico si espleta in concomitanza con il momento di effrazione della crisi finanziaria sul mercato europeo del credito: tra il 2008 ed il 2009 si consuma oltre l'81% del valore dell'intervento pubblico. Il grafico seguente conclude il paragrafo fornendo i dati relativi all'andamento dei tre *resolution path* nel corso della crisi finanziaria.

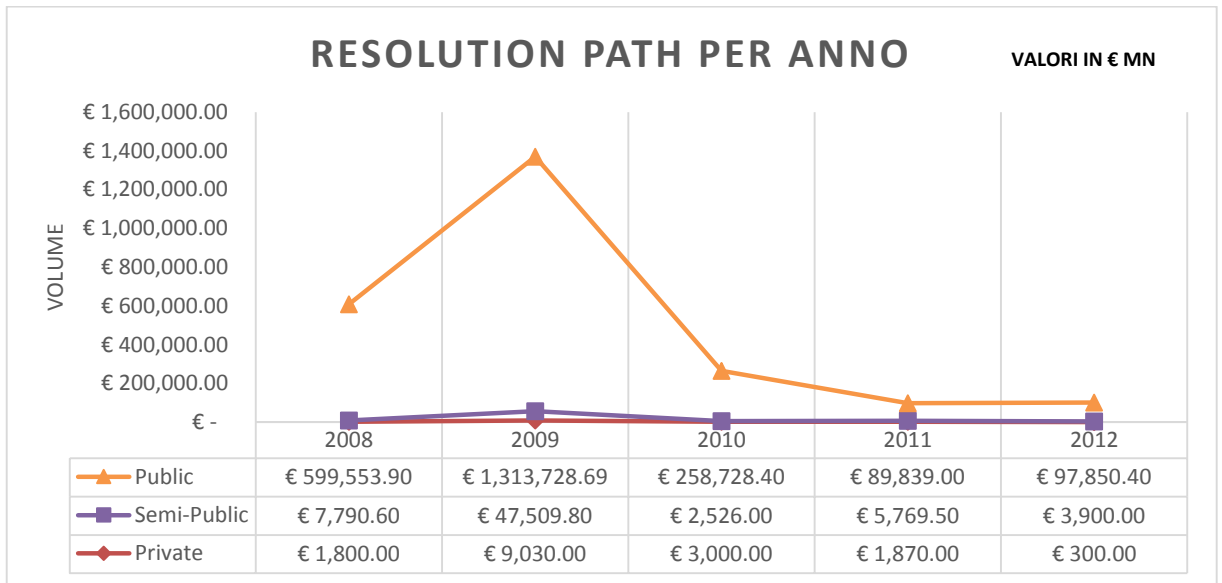


Figura 14: Incidenza annua dei Resolution Path

III. DALL'EVIDENZA ALLA FORMULAZIONE TEORICA: L'APPROCCIO ECONOMICO AL TEMA DEL DISSESTO

Fino a questo punto si è dato spazio alla descrizione della fenomenologia connessa al dissesto bancario, alla sua natura ed origine, ed infine alla sua risoluzione. Si è tenuto conto dei dati, per evidenziare la correlazione esistente tra le proposizioni teoriche assunte con la trattazione del tema e la realtà fattuale di approccio alla risoluzione delle crisi bancarie. Per aver modo di proseguire nella trattazione è tuttavia necessario ricondurre lo studio ad un approccio di mercato, quindi afferente alla teoria retrostante ai fenomeni che riguardano gli operatori di un sistema economico. Attraverso questo percorso, sarà possibile rivedere il tema delle *way-out strategies* analizzato in precedenza, sotto una diversa lente focale, ottenendo così delle conclusioni riguardanti l'adeguatezza e l'efficienza della strategia scelta in base alla specifica contestualizzazione operativa.

Per produrre un simile risultato, è necessario cambiare il punto di vista quanto basta ad iniziare a ragionare di concetti familiari alla teoria economica: uno di questi è il surplus della transazione tra due parti sul mercato. Concependo la risoluzione del dissesto come una transazione tra la banca e i soggetti coinvolti in essa, si può analizzare il surplus derivante dalla sua realizzazione per determinare in che caso esso sia massimizzato. La massimizzazione, a sua volta, porta all'efficienza della transazione e beneficia ottimalmente i suoi operatori. La determinazione del surplus contrattuale derivante dal dissesto risulta tuttavia ambigua, se non altro con riguardo per la circoscrizione della sua area di formazione, e quindi degli interessi da ascrivere nel rilevare il beneficio prodotto. In altre e più semplici parole, quali soggetti devono essere considerati nel conto delle parti coinvolte nella transazione, e quali siano gli effetti benefici legittimamente acclusi nel conto del surplus, è tema centrale di dibattito. Come già precisato, la scelta della strategia risolutiva per il dissesto bancario dipende da una valutazione costi benefici, condotta a livello individuale da ciascun attore potenzialmente coinvolto, ed afferente il proprio interesse economico e finanziario. Quindi, ragionando della transazione sul piano delle sole controparti direttamente coinvolte, la delimitazione dell'area di surplus è presto realizzata contando gli effetti benefici per la controparte intervenente, assommata a quelli potenziali per la banca sottoposta alla procedura. Questi sono sinteticamente rappresentati dal guadagno sul valore dell'intervento, in quanto qualunque esso sia avrà valore inferiore al beneficio prodotto.

Sempre richiamando al quanto visto sopra, poi, il beneficio prodotto da una via di risoluzione della crisi viene fatto discendere dal ritorno in utile dell'istituto, e da un conseguente upside dei corsi azionari e

downside della probabilità di insolvenza; ma anche da una riduzione del costo a carico delle parti implicate, quali i creditori e i portatori di equity, che registrerebbero in alcuni casi un guadagno negativo.

La scelta di questo argomento non devia, a questo punto, sulla misurazione del surplus comunemente generato dalle transazioni: non vi è intento, in questa fase, a misurare il dato normale relativo al surplus generato dalle *way-out strategy* applicate alle banche. Ma piuttosto, facendo riferimento a quanto sopra anticipato, è noto che in ambito di risoluzione di crisi bancarie, le possibili strade percorribili siano tanto numerose, quanto altrettanto numerosi son gli attori potenzialmente coinvolti: questi ultimi, poi, spesso molo differenti tra loro per tipologia, e quindi in grado di beneficiare in misura differente del surplus derivante dalla partecipazione all'implementazione della strategia. Al solito, non entrando nella misurazione del surplus associato ad ogni tipologia di operatore precedentemente descritto, è possibile tuttavia, creare un *framework* attraverso il quale tentare di catturare il surplus ragionevolmente ottenuto in una transazione, in base alla tipologia di operatore che interviene a beneficio di una banca: in altre parole, è possibile misurare i confini teorici del surplus di una via di risoluzione per le parti coinvolte, e ricorrervi per la misurazione qualora applicati ad un caso concreto. Richiamando a quanto riportato da alcuni studiosi del tema⁵⁴, i soggetti coinvolti nella spartizione del surplus sono tipicamente tre: equity holders, nei quali rientrano gli azionisti pre-esistenti e i nuovi azionisti; debt holders, che includono obbligazionisti quanto correntisti di una banca; mercato, di cui fanno parte il governo e gli altri operatori. A ciascuno di questi è legato un differente tipo di beneficio potenziale, che entra o meno nella misurazione del surplus in funzione di quale sia la strategia intavolata per la risoluzione della crisi.

In particolare, tra gli equity holders i benefici possono essere distinti a seconda che si tratti di azionisti pre-esistenti e nuovi azionisti. Tra gli azionisti pre-esistenti, il beneficio consiste nel upside dei corsi azionari, che permette loro di ricostruire il valore dell'equity distrutto o deteriorato: nel primo caso si parla di insussistenza di una perdita, mentre nel secondo di guadagno vero e proprio. L'insussistenza di una perdita la si registra quando la riduzione della probabilità di insolvenza permette il rifinanziamento del debito a condizioni sostenibili, senza che i creditori chiedano il rimborso rivalendosi sugli asset della banca. Il beneficio di questo tipo è presente a meno di un trasferimento di proprietà totale ad un azionista subentrante: un simile beneficio, inoltre, è pur sempre dipendente dalla misura di capitale prestato per permettere il ripristino della continuità operativa, e rimane conteso con i debitori

⁵⁴ Landier A., Kenichi U. – The Economics Of Bank Restructuring: Understanding the options – IMF Staff Position, IMF Jun 2009

e gli eventuali nuovi azionisti. E proprio con riferimento a questi ultimi, per altro verso, si ragiona di beneficio di upside azionario, insieme con benefici da integrazione. Quando un nuovo azionista sottoscrive azioni di una banca, oltre al beneficio derivante da un aumento del prezzo di mercato delle azioni questi può ottenere un beneficio di integrazione della banca nella propria struttura industriale. Questo dipende, pertanto, dall'assimilazione degli asset di un istituto nell'altro, e dall'incremento dei flussi di cassa conseguenti, a cui è legato l'aumento del valore delle azioni: questo giustifica il fatto che entrambi i benefici siano presenti se quest'ultimo le è, mentre in presenza del primo non debba aversi necessariamente anche quest'ultimo.

Differente è il surplus dei debt holders. Questi sono a loro volta distinti in diverse tipologie di creditori: correntisti, banche, altre istituzioni finanziarie. Mentre i correntisti non rientrano nella quantificazione del beneficio, in quanto questi hanno un surplus nullo, come anche un esborso nullo, in qualsiasi caso⁵⁵, i creditori di altra matrice, quali le banche e le altre istituzioni, hanno un beneficio consistente nella quota di debito che non perdono, a causa di un *haircut*, o peggio dell'insolvenza dell'istituto. In entrambi i casi il beneficio può essere positivo: se ad esempio una transazione permette di ristrutturare la banca a condizione che gli obbligazionisti rinuncino al 30% del valore del proprio credito, mentre il default permetterebbe il recupero di non più del 40%, il beneficio è da intendersi come il 30% (70% recuperato con l'*haircut* meno 40% recuperabile al default). E' possibile, allo stesso modo, che in caso di default il recupero atteso sul credito sia maggiore se l'insolvenza viene dichiarata immediatamente, mentre in caso di default postdatato il tasso di recupero si vedrebbe ridotto. In quel caso il beneficio è rappresentato dal maggior credito recuperato grazie alla dichiarazione anticipata di insolvenza.

In ultimo, il mercato trae un beneficio molto composito, spesso definito *social benefit* (Landier, Ueda 2009). In esso confluiscono la variazione del GDP, che influisce sul governo e sulle sue scelte di intervento; confluiscono parimenti i costi potenziali di salvataggio del sistema finanziario, allorquando evitati; confluiscono infine i costi di finanziamento maggiorati a carico degli altri operatori del settore, sempre se evitati, conseguenti ad ondate di panico e perdita di fiducia sui mercati finanziari.

Nel capitolo seguente si introdurrà la vicenda Monte dei Paschi, che poi verrà approfondita nell'capitolo ove avverrà l'applicazione del *framework* teorico al caso concreto.

⁵⁵ Sono infatti garantiti dai sistemi di protezione sui depositi bancari, quali le assicurazioni pubbliche o private disposte obbligatoriamente dalle regole di vigilanza di tutti i paesi.

CAP III: IL CASO MONTE DEI PASCHI DI SIENA. INTRODUZIONE

Nel capitolo che segue si intende introdurre la vicenda riguardante il Monte dei Paschi di Siena, una delle banche più antiche d'Europa e dalla tradizione più solida, che a cavallo tra il 2011 e dei primi mesi del 2013 ha vissuto un periodo di fortissima turbolenza, cagionato dalle perdite ingenti registrate in bilancio: quest'ultime ascrivibili a numerosi fattori, ma fondamentalmente riconducibili a cattiva gestione ed insuccesso di operazioni straordinarie, quali l'acquisizione di Antonveneta.

Il caso di studio relativo alla banca, che verrà prodotto all'interno di due distinti capitoli, si proporrà come obiettivo l'analisi delle soluzioni offerte alla vicenda Mps a mezzo della base teorica impostata nella prima parte della trattazione. A seguire, pertanto, si darà conto degli elementi descrittivi annessi alla vicenda e all'operatore, i quali più semplicemente possono essere considerati gli elementi di cronaca rilevati alla predetta vicenda. Attraverso di questa, tuttavia, si assumeranno conoscenze di natura maggiormente concreta, grazie all'inclusione dei dati numerici, spesso tralasciati dalla cronaca pura e semplice, e, soprattutto, si accluderanno le descrizioni relative alle strade percorribili dalla banca, per la costruzione del quadro descrittivo complessivo afferente alla sua vicenda.

Questo permetterà di acquisire la conoscenza storica sufficiente ad approfondire i profili economici della situazione, studiando così quali dimensioni di maggiore o minor convenienza possano essere associati alla banca e alla sua ristrutturazione. Nel corso della seconda parte della trattazione del caso, pertanto, si analizzeranno le soluzioni scelte per la crisi attraversata dalla banca, e si fornirà l'applicazione pratica dello studio relativo ai benefici ed ai problemi rilevati in seguito all'implementazione di ciascuna delle possibili soluzioni alla crisi della banca.

I. BANCA DAL 1472

La storia della banca ha origini molto antiche. Questa, infatti, risale al 1472, anno nel corso del quale avviene la fondazione del primo istituto senese, atto alle opere pie e al finanziamento delle attività commerciali. Tale istituto operava col nome di Monte Pio, ed era finanziato con prestiti a tempo indeterminato e garanzie rivenienti dallo Stato senese e dalle sue costituenti non ufficiali, le confraternite, che rappresentavano i maggiori gruppi di interesse cittadino. Vista l'importanza crescente assunta dall'opera in ambito produttivo, e il ruolo che il Monte rivestiva nei commerci con la città di Roma, questo venne riformato in banca, nel 1568 per la prima volta, attribuendovi il compito di sostenere le istituzioni civiche. Di seguito a questo, come citato nella storia della banca riportata da Loraschi e Giannini (Loraschi A. Giannini B., 2010)⁵⁶, l'istituto, nato per il sostegno alla gente di Siena e ai suoi commerci, diviene sempre più ammantato del ruolo istituzionale: viene assegnato a questo il compito di assicurare l'esazione delle tasse nella Maremma, nel 1580, e di assicurare giustizia penale. Nel 1619 il granduca di Toscana, Ferdinando II, istituisce una nuova banca, il Monte dei Paschi, che garantisce con le rendite demaniali dei territori della Maremma: da quel momento non trascorre molto fino alla nascita della banca vera e propria, datata 1624, quando l'emanazione del nuovo statuto modifica l'assetto operativo del Monte dei Paschi: questi assume il nome predetto, richiamando al vincolo che la collegava alla pastorizie maremmana, ed insieme al Monte Pio con le sue deleghe diviene l'autorità regolamentare provvista di pieni poteri sui territori di Siena e della Maremma. In più, su disposizione del granduca di Toscana Ferdinando II, la banca assume la garanzia pubblica sui depositi in conto corrente, introducendo una grande innovazione storica ed assumendo un ulteriore primato tra le banche europee. La storia della banca è costellata di ulteriori primati, e sempre molto legata alla realtà del territorio senese.

Prima dell'unificazione nazionale, il Monte dei Paschi ed il Monte Pio affrontano un processo di unificazione e focalizzazione: tra il 1738 ed il 1834 i due istituti perdono deleghe giurisdizionali, mentre mantengono quelle esattoriali, e vengono fusi, divenendo così cassa di risparmio. Il provvedimento che approva il nuovo statuto e appone la locuzione di Cassa di Risparmio, è datato proprio 1834.

Al momento dell'unificazione nazionale, il Monte dei Paschi rappresenta una delle maggior banche nazionali. Sebbene il settore bancario italiano fosse rimasto indietro rispetto alle innovazioni prodotte a livello europeo, scontando così la frammentazione territoriale e regolamentare, che ne aveva impedito la crescita e l'innovazione, la banca senese, da sempre faro dell'innovazione settoriale e

⁵⁶ Loraschi A., Giannini B. – Gruppo Monte Paschi di Siena – Bankpedia, Assoneb, 2010

pilastro dell'eccellenza nazionale, permanendo innovatrice introduceva per prima la tradizione del credito fondiario su tutto il territorio nazionale⁵⁷.

Dopo la prima guerra mondiale la banca conosce la prima svolta storica: in questo periodo, infatti, oltre a consolidare la sua presenza in Toscana, con l'acquisizione del controllo sul Credito Toscano e sulla Banca Toscana, Mps acquista il controllo di molte altre banche operanti sul territorio nazionale.

Nel 1936, sull'onda della crisi finanziaria globale ed a causa del protrarsi della crisi economica italiana, il governo fascista decide per la promanazione della legge di riforma del settore bancario, o più semplicemente legge bancaria: la sua promulgazione divenne funzionale a fronteggiare la condizione concorrente di crisi sistemica, nella quale le banche italiane, insieme con il tessuto industriale del paese, versavano dall'inizio della Grande Depressione. In particolar modo, nel 1930 e 1931 avveniva, su progetto del allora governo fascista e del governatore neo-eletto della Banca d'Italia, Vincenzo Azzolini, la creazione del IRI⁵⁸. Nel 1935, al protrarsi della crisi e con lo svalutarsi delle partecipazioni delle imprese detenute dalle banche, anche lo stato di salute del settore finanziario si rende bisognoso di intervento, dando impulso alla creazione del provvedimento suddetto. Questo, nel suo *corpus* normativo, si disarticolava in due distinte sezioni, delle quali una sopravvissuta alle evoluzioni settoriali, ed un'altra decaduta in tempi recenti. Una più propria notazione sul testo, come suggeriscono numerosi studiosi della materia, distingue tra interventi che modificano la struttura del settore, in ottemperanza alle esigenze di riforma già necessitate, e provvedimenti urgenti, richiesti dalla situazione. Nel primo elenco rientrano, pertanto, quelle disposizioni quali l'assegnazione alla Banca d'Italia del ruolo di *istituto di diritto pubblico*, responsabile direttamente, e non più come concessionario, dell'emissione di moneta, ed anche il divieto di acquisto di partecipazioni superiori al 15% del capitale delle imprese da parte delle banche. Nella seconda categoria, per converso, rientrano le disposizioni urgenti relative all'acquisto delle partecipazioni bancarie da parte dell'IRI, ed alla possibilità per lo Stato di finanziarsi illimitatamente a mezzo dei debiti della Banca Centrale⁵⁹. In questo contesto, il Monte dei Paschi passa sotto il controllo dello Stato, ove rimane fino al momento in cui l'Italia, aderendo all'Unione europea, deve conformare la normativa regolamentare del proprio mercato bancario ai principi di libera concorrenza.

Il settore conosce il definitivo passaggio ai principi del libero mercato nel 1995: in quest'anno, la struttura sociale della banca viene splittata in due distinte entità, prima delle quali assume il ruolo di

⁵⁷ Fonte: Pagina Web Istituzionale del Gruppo Monte dei Paschi di Siena - <http://www.mps.it/GMPS/Storia/>

⁵⁸ Istituto di Ricostruzione Industriale, *ndp*

⁵⁹ Fonte: Banca d'Italia - http://www.bancaditalia.it/bancaditalia/storia/1936/la_depressione

holding, col nome di Fondazione Monte dei Paschi, e seconda delle quali assume il titolo di operatore bancario, con il nome Banca Monte Paschi di Siena. In conseguenza di quanto detto, le due nuove entità assumono due distinti connotati. Alla prima viene dato un carattere di fondazione, in quanto sprovvista dello scopo di lucro, ed assegnataria di un ruolo sociale nel contesto cittadino e territoriale: la Fondazione diviene, di fatto, promotrice di cultura ed iniziative a favore dello sviluppo sociale ed ambientale. Alla seconda, invece, viene assegnato il ruolo lucroso, ossia il compito di generare utili dall'attività bancaria in senso stretto. Quest'ultima, esercitata non solo nell'ambito territoriale di pertinenza della Fondazione, ma rivolgendosi ad un pubblico nazionale come nazionale era stata l'estensione della banca fino a quel momento.

Sotto la proprietà pubblica, nel secondo dopoguerra continua la crescita nazionale ed internazionale della Banca di Rocca Salimbeni. Le acquisizioni di maggior rilievo contano, tra le altre, il Credito Lombardo nel 1976, con successiva cessione alla Banca Antoniana-Popolare Veneta nel 1995; l'acquisto del Credito Commerciale dell'Italmobiliare nel 1979; l'acquisto dell'Italian International Bank di Londra, da cui nacque la costola londinese della Banca; nel 1992 l'acquisizione di ICLE, Cariprato e Banca Atlantis; sempre nel 1992 viene acquisito il Mediocredito Toscano, che nel 2001 diviene la merchant bank del gruppo con la denominazione MPS Merchant S.p.A.; San Paolo IMI diviene partecipata dal Monte al 5% nel 1997; la Banca Agricola Mantovana viene acquisita da Rocca Salimbeni nel 1998; nel 2000 acquista il Credito Salentino e nel 2001 il 4.75% della BNL (poi acquisita da BNP Parisbas).

Nel 1999 la quotazione in borsa della banca dà stimolo ad un piano di concentrazione e rafforzamento operativo, dal quale scaturisce la struttura imperniata su società di prodotto, quali quelle di credito al consumo (Consum.it), leasing e gestione crediti (Mps Leasing& Factoring), investimenti (Mps Finance), e, naturalmente, la capogruppo, a guida delle attività retail e corporate banking (Banca Mps).

Nel 2006 la banca raggiunge la posizione di terzo gruppo bancario nazionale, dopo Unicredit e Intesa, con oltre 2000 sportelli in tutto il paese. Questo appare come un momento fortunato per il Monte, il cui ingresso ufficiale nella rosa dei primi tre operatori è benedetto dal premiato spot pubblicitario 2007, "una storia italiana", diretto da Tornatore. Le concentrazioni dei grandi istituti nazionali continuano a chiedere all'istituto senese importanti interventi di espansione, che la portano ad incorporare BiVerBanca nel 2007 ed Antonveneta nel 2008. In quest'ultimo anno, la banca raggiunge la dimensione di 3.000 sportelli e 33.000 dipendenti, a servire oltre 6.000.000 clienti in tutta Italia. La

capitalizzazione di borsa di Mps al 2008 ammonta a oltre € 11 bn, con un prezzo per azione di €1,55⁶⁰. Riportare tale dato è significativo, se espresso a confronto con quello rilevato, prima, due e, poi, quattro anni dopo: il prezzo a dicembre 2010 è pari a €0,85, mentre allo stesso periodo del 2012 ammonta a €0,23. A Marzo si rileva un prezzo di 0,194, per una capitalizzazione di borsa di €2,28 bn Il grafico seguente riporta l'andamento del prezzo dell'azione BMPS.MI tra il 20 Dicembre 2008 ed il 16 Marzo 2013⁶¹.

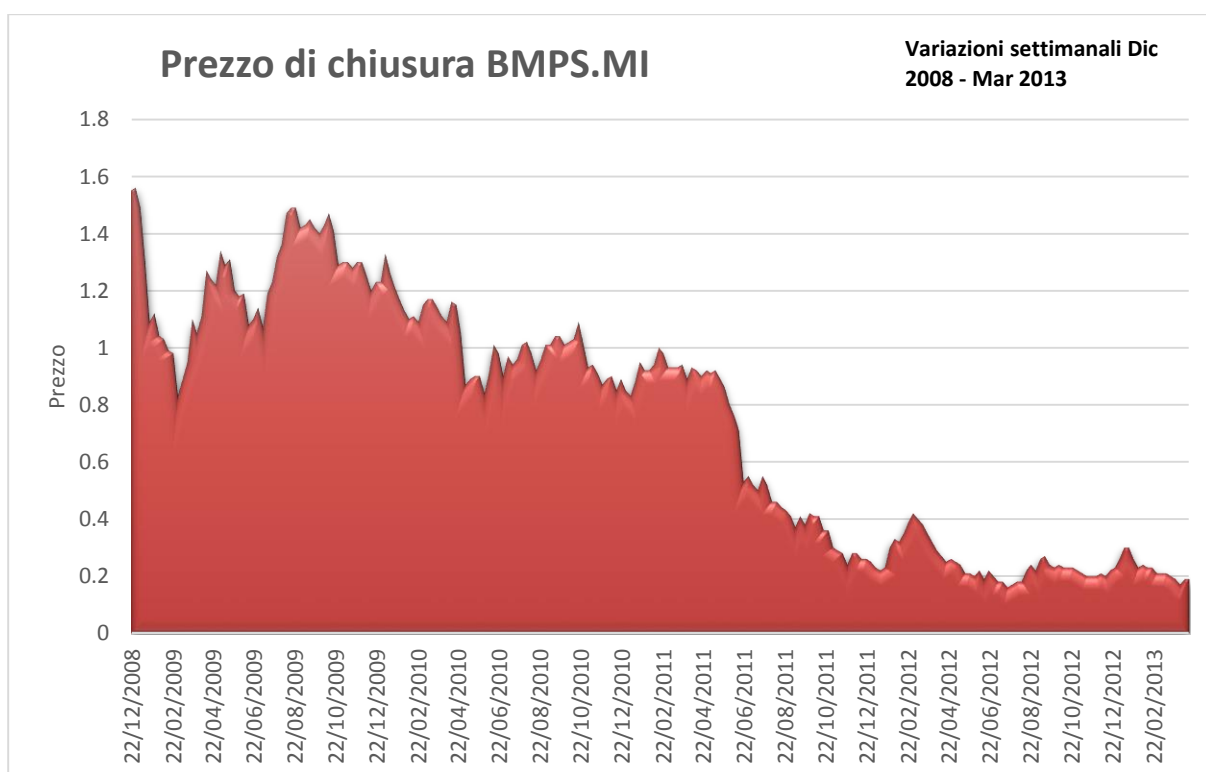


Figura 15: Prezzi di chiusura settimanali, azione BMPS, tra Dicembre 2008 e Marzo 2013. Elaborazione dell'autore

La distruzione di così tanto valore, enunciata da tanti analisti di mercato sin dai primi segnali di crisi del settore bancario nazionale, ha portato in particolare Monte dei Paschi di Siena a perdere quasi €9 bn, con conseguenze disastrose per la continuità gestionale e la capacità operativa del gruppo. Come emergerà nel capitolo seguente, cagione di tale evento negativo è un insieme di operazioni condotte con poca accortezza, aventi effetto negativo sui conti della banca, il cui esito è stato certamente incrementato nel riverbero a causa dello stato di crisi.

⁶⁰ Fonte: Bloomberg

⁶¹ Il grafico è stato elaborato con l'ausilio delle serie storiche fornite da Yahoo Finance. L'elaborazione del grafico è stata ricavata dall'autore.

II. UNA STORIA ITALIANA

La vicenda recente che ha investito il Monte inizia proprio da quel contesto delineato in precedenza: è lì che infatti le operazioni fallimentari prendono il via. E' importantissimo precisare che la banca registra una pesante perdita già nel 2011: in quest'anno, infatti, in bilancio è riportato un utile a meno €4.6 bn. Questo acuisce la significatività della perdita del 2012, che distrugge ulteriore capitale ma che fatica ad essere registrata come effetto della crisi finanziaria. Da ultimo dato introduttivo, è significativo precisare che mentre le altre banche nazionali registrano, nel 2012, utili anche cospicui, come nel caso di Intesa San Paolo, che segna €1.6 bn di utile, ed inoltre distribuiscono dividendi, come nel caso di Unicredit che stacca un dividendo di €6 cent ad azione, Monte dei Paschi registra la perdita predetta. Il fatto centrale è che mentre gli altri player del credito nazionali sembrano interrompere il declino segnato dal periodo di crisi, con dati interessanti riguardanti il calo delle sofferenze 2013 di €2,8 bn⁶², l'aumento dei depositi - 6,6% -, il calo dei tassi di interesse - 3,66% contro 3,76% precedente a famiglie, 3,4% contro 4,27% precedente ad imprese -, ed un po' meno la variazione del volume di prestiti concessi a famiglie ed imprese, il Monte dei Paschi rimane una banca in crisi, avviluppata ad una vicenda dai contorni sempre più loschi e confusi e di difficilmente prospettabile risoluzione.

i. LA VICENDA ANTONVENETA

Come anticipato, la vicenda del Monte comincia nel 2008, quando la banca, per mantenere il proprio ruolo di primario player nazionale nel settore del credito, acquista Antonveneta da Santander. L'acquisizione, annunciata l'8 Novembre 2007, si è poi chiusa il 30 Maggio 2008.

Sul tavolo Banca Antonveneta, nata dalla fusione tra la Banca Antoniana e la Banca Popolare Veneta nel 1996, divenuta banca di rilievo nazionale nonché al centro di molteplici conflitti di controllo sin dai primi anni della sua esistenza⁶³. La banca veneta, come riporta un interessante articolo de Il Sole 24 Ore del 30 Gennaio 2013, è una maledizione per le banche che tentano di scalarla. Vi ha tentato e fallito Fiorani, con la Popolare di Lodi, la cui vicenda ha travolto anche l'ex Direttore Generale della Bdl Antonio Fazio; poi il suo controllo è passato alla banca olandese ABN AMRO – siamo nel 2006 -, banca andata vicino al fallimento durante le turbolenze finanziarie del 2008, salvata dal governo, e

⁶² Fonte: Il Sole 24 Ore – Banche, timidi segni positivi: calano le sofferenze nette del 2,8% ed aumentano i depositi del 6,6% - 16 Mar 2013 <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-04-16/banche-timidi-segni-positivi-153513.shtml?uid=AbtPqjnH>

⁶³Fonte: Sito istituzionale Banca Antonveneta <http://www.antonveneta.it/Banca/Storia/>

cessionaria della piccola controllata italiana alla cordata di banche estere che hanno acquisito il suo controllo, composta da Fortis, Santander e Royal Bank of Scotland⁶⁴; infine ceduta da Santander, ultima destinataria della banca padovana, nel riparto degli asset tra i membri della cordata, a Mps. La complessità della vicenda relativa al suo controllo, sebbene poco significativa nell'economia del testo, è certamente importante da riportare per comprendere quale *mood* circonda il tema del controllo di questo asset. Altro dato significativo, in tal senso, è quello emergente dal documento informativo che Mps fornisce in relazione all'acquisizione di Antonveneta, dal quale si evince come la natura dell'operazione sia sostanzialmente improntata all'aumento dimensionale, e non certo all'acquisizione di un asset di per sé strategico, per la banca senese, nel paese. A motivare questa asserzione, in primo luogo, quanto riportato nello stesso *annual report* 2007 di Antonveneta, dove si legge che “nella press release del 8 Novembre, Monte dei Paschi ha dichiarato, in relazione all'importanza strategica dell'operazione, che Antonveneta rappresenta un'interessante occasione per complementarietà territoriale e similarità culturale nel (ambito dell'attività di tipo) retail (...). La transazione permette il consolidamento della posizione di terzo hub bancario in Italia, capace di competere con gli altri gruppi leader del settore in Italia ed in Europa.⁶⁵” I dati seguenti dovrebbero fornire un quadro sufficientemente chiaro ed esplicativo.

Antonveneta, in forma di gruppo, realizza nel 2007, anno di annuncio dell'operazione, una perdita di €5.9 mn, a fronte di un risultato disaggregato per aree operative che vede solo l'asset management segnare un risultato positivo per €4 mn. Le attività principali della banca, quelle commerciali di Banca Antonveneta e quelle di investimenti di Interbanca segnano, invece, rispettivamente €15 e €4 mn di rosso. Il primo dato economico non risulta, pertanto, positivo. Promettendo di tornare successivamente sull'analisi di profitti e rendimenti, ci si concentri adesso su redditività, ove si rileva un margine d'interesse 2007 pari a €1.062 mn in leggero aumento, a fronte tuttavia di un risultato complessivo di ricavo, pari a €1.809 mn, in diminuzione del 6.2%. Dato, pertanto, indotto da tre ordini di fattori: la riduzione del volume di clientela nel settore corporate, imputabile direttamente a Banca Antonveneta, che vede i depositi ridursi nel 2007 del 17,1% e il volume di prestiti concessi contrarsi del 17% parimenti, e al contempo si vede aggravata dall'aumento degli interessi passivi pagati (da €733.454 mn a €1.256,356 mn); la riduzione delle commissioni nette, da €461,39 mn a 434,269 mn, cagionata dalla riduzione del volume di depositi, come di tutte le *payable liabilities* della banca, del 3.2%, nonché dei volumi gestiti in asset management del 13% circa; infine, il risultato è indotto dalla riduzione del

⁶⁴ La cessione è avvenuta nel 2007. Fonte: sito istituzionale della banca, sezione storia

<http://www.antonveneta.it/Banca/Storia/>

⁶⁵ Fonte: Antonveneta Annual Report 2007, Pag 19.

saldo dell'intermediazione finanziaria, in via principale assegnata ad Interbanca, col ruolo di *investment* e *merchant bank* del gruppo. A quest'ultima è poi imputata una risultanza negativa di margine di intermediazione, come risultato a sua volta di margine di interesse, commissioni nette e risultati netti di negoziazione negativi.

Se il risultato di Interbanca non rappresenta il prodotto di un trend consolidato di periodo, quello del Gruppo nel complesso trova, invece, pieno riscontro in quanto registrato nei tre bilanci precedenti.

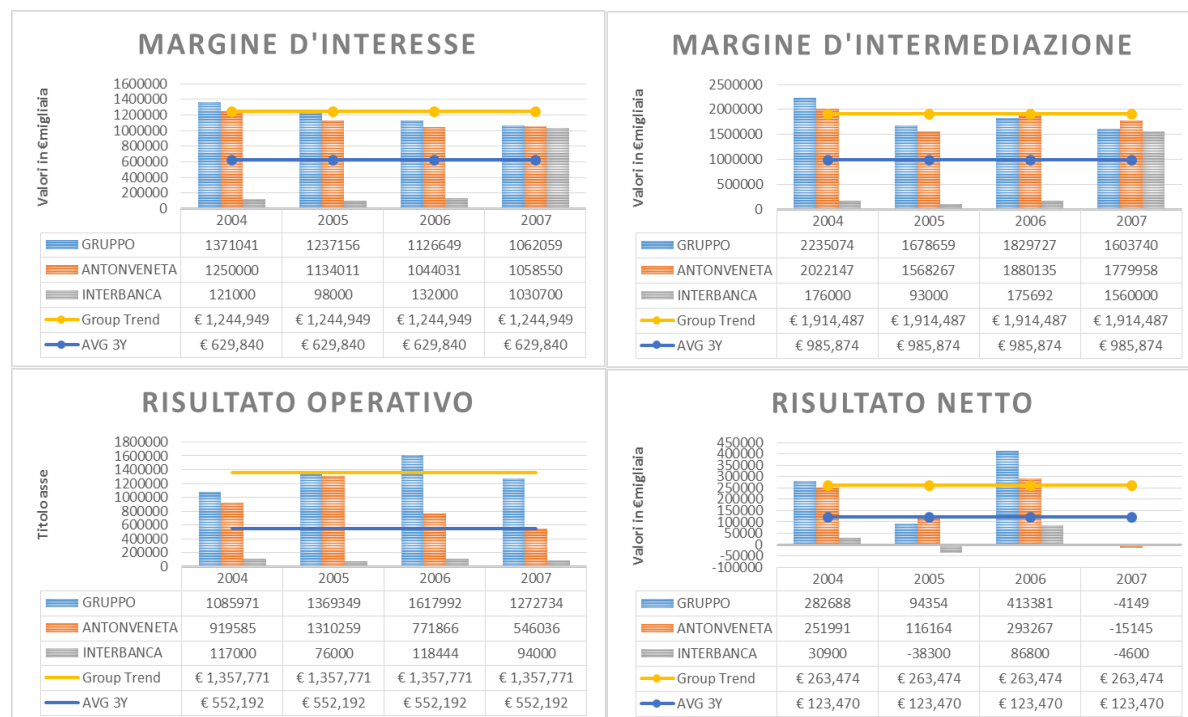


Figura 16: Confronto risultati Antonveneta ed Interbanca 2004-07. Elaborazione dell'autore

Nell'ambito dell'analisi dell'attività operativa, rileva certo riconoscere che la banca ha in corso in piano di riduzione e contingentamento dei costi. A fronte degli outsourcing, di cui è dato conto nella sezione introduttiva del bilancio, la banca spiega anche la scelta di dismettere un numero pari a 10 filiali, localizzate sul territorio nazionale, con conseguente riduzione del numero da 1006 a 996. Ciò nonostante, i costi operativi crescono tra il 2006 ed il 2007 da 914 mn a €1.078 mn di euro, e gravano sul margine di intermediazione dell'anno preso in considerazione rispettivamente per il 62% e l'85%. Questo giustifica la necessità di dimensionare i costi predetti.

Passando all'analisi di solidità, sempre nell'ottica di un'analisi comparativa, è possibile partire dal Tier I mostrato da Antonveneta al momento della formalizzazione dell'accordo, e riportato nel prospetto reso pubblico dalle due banche. Questo si attesta al 4,01%, quindi ben al di sotto del 6% di Mps. La sua composizione, come registrato nel bilancio consolidato del 2007, è riportata nella tabella seguente.

Tier I Capital: componenti			
N° Voce	Valore	Rettifiche/De	Totale
1 Entirely Paid Share Capital	€ 926,266.00	€ -	€ 926,266.00
2 Issue Premiums	€ 2,188,152.00	€ -	€ 2,188,152.00
3 Other Reserves	€ 189,527.00	€ -	€ 189,527.00
4 Minority Interest	€ 39,667.00	€ -	€ 39,667.00
5 Loss For The Year	-€ 5,411.00	€ -	-€ 5,411.00
Total Equity Items	€ 3,338,201.00	€ -	€ 3,338,201.00
6 Intangible Deduction	-€ 845,182.00	€ -	-€ 845,182.00
7 Preferred Securities	€ 300,000.00	€ -	€ 300,000.00
TOTAL TIER I CAPITAL	€ 2,793,019.00	€ -	€ 2,793,019.00

Figura 17: Tier I Banca Antonveneta 2007. Valori in € migliaia. Elaborazione dell'autore

A proposito del Tier I, è bene precisare che l'indice presenta, al numeratore, la somma di utili non distribuiti e riserve al netto dell'avviamento, equity composto da azioni ordinarie e dotate di diritti diversi, ed infine obbligazioni convertibili e redimibili della banca, che non siano estinguibili prima di 10 anni dall'emissione ma che allo stesso tempo siano dotate di diritti diversi, ossia pagate solo in presenza di utile⁶⁶. Il Tier I richiesto alle banche europee dall'EBA è, a partire dal 2010, pari al 9%. Tuttavia non vi erano requisiti minimi al momento della misurazione di quello di Banca Antonveneta.

Analizzando poi l'attività di tipo retail, che maggiormente interessa a Mps, il rapporto tra crediti e depositi, noto come Loan/Deposit, si attesta a 1,54, contro quanto avviene mediamente in Europa, che si mostra prossimo a 1,25⁶⁷. Considerando la porzione di indebitamento *impaired*, ossia in sofferenza, in rapporto al totale dell'esposizione verso i clienti, il rapporto si attesta al 6%, in miglioramento. E' bene precisare che questo dato risente anche della variazione dei crediti *impaired* in diminuzione del 15%, che passa da €2.159 mn del 2006 a €1.831 mn dell'anno di valutazione. La condizione dell'attività di erogazione si deduce facilmente da questi dati: a dispetto della relativa stabilità e del miglioramento della sofferenza dei crediti, la banca si presenta come sottocapitalizzata e sovraesposta rispetto al volume di depositi.

⁶⁶ Ragionevolmente presenta, al denominatore, il totale degli impegni della banca soppesati per il rischio, comunemente detti Weighted Core Tier I Capital. Così, se ad esempio la banca dispone di un portafoglio crediti di 10 €, e questi hanno un risk weight di 0,88, ossia dell'88%, e la banca al contempo detiene un Core Tier I Capital (Equity e Preferred Security) di 1€, il suo Tier I ratio è pari a 1/0,88, cioè Equity + Preferred / Weighted Core Tier I Capital. Il valore è pari al 11,4%.

⁶⁷ Fonte: Victoria Proskurovska, Adviser at European Banking Federation – European Banking Sector. Facts And Figures – EBF, Oct 2012

Per completare con quanto concerne la struttura di dividendo e i principali multipli di mercato, l'analisi del utile medio nel triennio antecedente al rosso registrato nel 2007 evidenzia un valore pari a €263.4 mn. A fronte di questo, considerato il *dividend yield* molto variabile ed una perdita significativa registrata nel corso dell'ultimo esercizio preso in considerazione, la misurazione del dividendo medio pagato dall'azione riesce poco significativa. Diviene invece interessante spostare il focus sull'utile per azione generato mediamente nel periodo di interesse, dal quale far discendere ulteriori considerazioni. Se nel corso del trascorso triennio, compreso tra il 2004 ed il 2006, il valore dell'utile risulta positivo e crescente, questo permette di valutare come, a dispetto del risultato negativo segnato nel 2007, la banca presenti per ciascuno degli anni suddetti un EPS positivo. Va poi menzionato come questa mostri un multiplo Price/Earnings, relativo agli anni 2004-2005-2006, certamente positivo: sintomo, questo, di valore positivo della banca. I multipli predetti, ricavati ed inseriti nella tabella che segue, anche grazie al ricorso ad un corposo subset informativo, evidenziano un valore superiore al mercato per il multiplo P/E di Antonveneta in quasi ciascuno degli anni di valutazione. Il valore della banca, è bene precisarlo, viene determinato fino al 2007, anno nel corso del quale viene sostanzialmente definita la transazione con Mps. In quest'anno la banca padovana segna un rosso, pertanto il multiplo risulta non calcolabile. E' invece significativa la media di periodo, valutata sulla base del triennio antecedente, che evidenzia un multiplo della banca pari a 31.05, nettamente superiore alla media di mercato per lo stesso periodo, invece pari a 11.55. Per quanto il dato sia denaturato dal risultato del 2005, e quindi accusi una simile variazione ingiustificata, il valore ritorna particolarmente elevato anche nel 2006, anno dell'acquisto da parte di ABN AMRO ad un prezzo per azione pari a 26.5 euro. La tabella seguente riassume i dati relativi all'utile per azione, ed al rapporto tra prezzo medio annuo dell'azione e utile per azione diluito⁶⁸. Per la determinazione del numero di azioni si rimanda agli annual report forniti da Banca Antonveneta sul proprio sito istituzionale⁶⁹, disponibili dal 2005 all'anno in corso⁷⁰. Per quanto concerne i dati relativi a 2004, si fa riferimento alla copertura del titolo fornita da Mediobanca, ed al report realizzato in quell'anno⁷¹. Con riferimento al calcolo dei multipli, si specifica che i dati sono riscontrati con le coperture del titolo prodotte fino al 2006. Infine, per ciò che concerne i dati relativi al P/E di mercato, questo è determinato come segue. I dati 2004 e 2005 fanno

⁶⁸ Ossia calcolato tenendo conto delle Preferred Securities nel conto del numero di azioni, così come da prassi applicativa in ambito bancario del multiplo P/E.

⁶⁹ Si veda <http://www.antonveneta.it/Banca/Societa/BilanciRelazioni/>

⁷⁰ A partire da Maggio 2013, a causa dell'accorpamento di Antonveneta con Mps, il sito istituzionale della banca non è più disponibile. Per la consultazione della documentazione si rimanda, in parte, al sito del Gruppo Monte Paschi <http://www.gruppomontepaschi.it> ed in parte all'archivio storico di Borsa Italiana.

⁷¹ Si veda

<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/view.bit?lang=it&target=StudiDownloadFree&filename=pdf%2F22782.pdf>

riferimento a quanto contenuto nello studio di Credit Suisse, datato 23 Agosto 2005⁷², e mostrano il P/E di mercato a livello europeo. Per ciò che concerne i dati 2006 e 2007, invece, la loro estrapolazione avviene dal report di Cheuvreux datato 5 Novembre 2012: con riferimento tanto al primo di questi, quanto al secondo, il valore è determinato come media dei valori riportati nel report a pag 19 e ss, per ciascuna delle maggiori banche italiane⁷³.

Gruppo Antonveneta										
Anno	N° Stocks	Earnings	EPS	Equity + PS	EPS Dilut	Y Avg Price	Earning	P/E	P/E Mk	Value
2007	308755.5	-€ 5,410.00	-€ 0.02	310957.08	-€ 0.02	€ 26.50	-€ 5,410.00	0.00	9.5	€ -
2006	308755.5	€ 408,089.00	€ 1.32	310957.08	€ 1.31	€ 26.50	€ 408,089.00	20.19	14	€ 5,713,246.00
2005	298509.6	€ 89,290.00	€ 0.30	310957.08	€ 0.29	€ 26.16	€ 89,290.00	91.10	10.8	€ 964,332.00
2004	288000	€ 339,410.00	€ 1.18	290201.581	€ 1.17	€ 15.10	€ 339,410.00	12.91	11.9	€ 4,038,979.00
Media	301005.2	€ 207,844.75	€ 0.70	305768.205	€ 0.69	€ 23.57	€ 207,844.75	31.05	11.55	€ 2,679,139.25

Figura 18: Analisi EPS e P/E Antonveneta 2004-07. Elaborazione dell'autore

Nel complesso, la sopravvalutazione della banca risulta evidente. L'elemento che colpisce ancora maggiormente, sebbene lo studio appena presentato sia una banalizzazione esplicativa del caso, e non abbia una valenza assolutamente paragonabile a quella degli studi prodotti da grandi banche d'affari, come JP Morgan, è che il valore medio di periodo risulta poco inferiore a €3 bn. Sebbene il dato si basi su stime relative al 2007, vista la condotta della banca nel corso di quest'ultimo anno è ragionevole attendersi al meglio un dato eguale. Pertanto il prezzo pagato per l'acquisizione da parte di Mps, valutato il €9 bn, da sommarsi a €230 mn corrisposti a titolo di interesse⁷⁴, come riportato nell'informativa di mercato fornita il 16 Giugno 2008, risulta decisamente superiore al valore rilevato. A conferma della quasi certa inesattezza del prezzo deciso dall'accordo tra Santander, allora

⁷² Si veda Credit Suisse – Investment Ideas. Global Banks: sector outlook for H2 2005 is theme driven – 23 Aug 2005, Pag 2 e ss.

⁷³ Si veda <https://www.cheuvreux.com/dl.aspx?filter=171633>

⁷⁴ A fronte della dilazione tra la formalizzazione dell'accordo e il closing, valutato ad Euribor 3m. Ulteriore aggiunta sul prezzo inizialmente pattuito ammonterebbe poi a 867 mln, pagati per l'acquisto di Interbanca, poi ceduta da Santander prima che transitasse a Monte Paschi. Sul caso indaga la procura. Si veda al riguardo Olivieri A. – Interbanca e i bilanci evasivi di ABN e Sterrebeek – Il Sole 24 Ore, 7 Feb 2013

temporaneamente titolare della banca padovana rilevata da ABN AMRO, e Mps, l'assenza totale di una *pricing guidance* e di perizie di stima, come nello stesso documento riportato⁷⁵.

A seguito di quest'operazione, il livello di indebitamento del Monte dei Paschi di Siena cresce notevolmente, di oltre €3.72 bn⁷⁶, a cui vanno assommate le azioni ordinarie emesse a favore di JP Morgan a garanzia di emissione di un'obbligazione convertibile in azioni BMPS da parte di JP Morgan. Questo porta la banca al dissesto, facendo entrare a diritto la vicenda dell'acquisto nell'inchiesta sulla *mala gestio* della banca senese.

Un filone interessante dell'inchiesta riguardante gli illeciti commessi in fase di acquisizione di Antonveneta, consiste nella posizione di JP Morgan, promotore e finanziatore dell'operazione. JP avrebbe, di fatto, accettato di finanziare l'operazione con un aumento di capitale di €1 bn: tuttavia, a fronte di questo, avrebbe emesso obbligazioni convertibili in azioni BMPS, con cedole subordinate allo stacco di dividendo. Il contratto, definito di swap con usufrutto da molti cronisti, azzerava il rischio di variazione negativa del valore del titolo. La disponibilità delle azioni viene, invece, trasferita a Monte Paschi, col contratto di usufrutto triennale. Ad ogni scadenza, poi, le obbligazioni emesse dalla Bank of New York Luxemburg – filiale di JP Morgan - sono rimborsate ove la banca paghi un dividendo anche ai suoi azionisti⁷⁷. In questo caso l'aleatorietà del payoff è azzerata, in base al fatto che JP incassa il dividendo o la cedola, ed anche il rischio di prezzo è azzerato. Se infatti il prezzo corrente sale sopra quello di esercizio dell'azione, la banca americana detiene in nuda proprietà azioni acquistate, e dispone della facoltà di conversione; in caso contrario, la banca detiene il prestito obbligazionario che garantisce il recupero delle somme versate. Questo, in quanto, sebbene questo non fosse destinato *in toto* alla banca americana, una parte ingente di esso è finito sui libri contabili di JP Morgan. Rimane quindi che JP Morgan non costituisce un socio attivo della banca senese, come giustamente riportato da molti cronisti, tra i quali Marco Ludovico⁷⁸, che segue l'inchiesta per conto de Il Sole 24 Ore.

⁷⁵ Si veda sezione 2.1.2, Par C, Pag 12 del documento informativo reperibile a <http://www.mps.it/NR/rdonlyres/84B14749-B463-41D6-98E7-C054AC845FE1/16847/BMPSdocumentoinformativodef16giu2008.pdf>

⁷⁶ Come da documento informativo, oltre €2,16 bn vengono emessi nella forma di obbligazioni destinate al mercato, mentre 1,56 è l'ammontare approssimativo del prestito ponte concesso da un pool di banche italiane e straniere a sostegno della banca senese.

⁷⁷ Si precisa che, a seguito dell'intervento della Comunità Europea sulla vicenda si è deciso che le due condizioni per il pagamento della cedola non fossero complementari, ma entrambe necessarie al pagamento del dividendo: così, le azioni privilegiate di JP Morgan pagano solo se la banca realizza un dividendo, e se il minore tra utile realizzato e disponibile è superiore al valore della cedola da pagare.

⁷⁸ Ludovico, M. – Le carte nascoste di JP Morgan e le bugie a Bankitalia – Il Sole 24 Ore, 23 Jan 2013

ii. LE OPERAZIONI IN STRUMENTI DERIVATI

Altro capitolo interessante della vicenda concerne le operazioni in strumenti derivati, condotte dalla banca al fine di realizzare una copertura sulla rischiosità del proprio portafoglio negoziale: iniziativa successivamente rivelatasi fortemente fallimentare.

Le operazioni in strumenti derivati sono principalmente tre, e rispondono ai nomi di Alexandria, Santorini e Corsair. Quest'ultimo è anche conosciuto come Nota Italia. Vi sono state, tuttavia, molteplici successive ristrutturazioni. In tutti e tre i casi, il nome deriva dal veicolo finanziario emittente gli strumenti acquistati da Mps.

Procedendo il ordine cronologico, il primo derivato sottoscritto è datato 16 Maggio 2002, e prende il nome di Santorini. E' un contratto, sottoscritto con Deutsche Bank, nell'ambito di un'operazione più complessa, attraverso la quale Mps cede a DB la partecipazione in San Paolo IMI, per un valore di €785.4 mn, e riceve in contropartita, insieme al contante, il 49% del veicolo finanziario Santorini Investment Limited Partnership Edimburgh. Successivamente, mentre Mps vende a Santorini altre €70.1 mn in azioni San Paolo IMI, DB entra in un contratto con Santorini di Collateral Total Return Swap, ossia riceve il rendimento e i guadagni del titolo San Paolo e paga un rendimento fisso, pari al 5% circa, a cui somma il valore delle eventuali perdite dello stesso titolo. La prima versione del contratto scade il 16 Maggio 2005, ma viene prorogata al 29 Maggio 2009, con rinegoziazione dei termini: in particolare, il *cap* originale, ossia il tetto oltre il quale ulteriori aumenti di valore del titolo non avrebbero generato pagamenti da parte di DB verso il veicolo, fissato a €18,905 per azione, passa a €14,01; il *floor*, ossia il valore al di sotto del quale perdite di valore del titolo non innescano pagamenti del veicolo a DB, rimane invece da €8,219. Il rendimento fisso si riduce al 3%. Le perdite registrate al 2008 ammontano, per questo strumento, a €367 mn, mentre al 31 Dicembre 2012 si stima un impatto sul patrimonio pari a €305 mn⁷⁹. Il veicolo Santorini diviene, nel 2006, interamente di proprietà Mps. Questa entra in un Asset swap con DB, mentre DB chiude l'operazione con Santorini, fortemente penalizzante per Mps: questo, a parere di alcuni⁸⁰, è il meccanismo scelto per trasferire perdite cumulate dal veicolo a Mps. Nel 2009, dopo i rilievi di Bankitalia, Mps liquida lo swap per €224.4 mn e vende il veicolo.

Il secondo contratto a vedere la luce, in ordine cronologico, è Alexandria. Questo è lo strumento a cui è associata parte della cronaca recente: si tratta tanto del contratto di cui è stata rinvenuta copia nella

⁷⁹ Fonte: Huffigton Post, 7 Feb 2013

⁸⁰ Baviera R. – MPS Affaire. Prodotti strutturati e derivati – Qfin Lab, Politecnico di Milano, Mar-Apr 2013

cassaforte della banca, dove era stato celato agli ispettori di Bankitalia nel 2009; si tratta, parimenti, del contratto concluso con Nomura, oggi indagata dalla procura di Siena, e che avrebbe subito il sequestro di €1.8 bn fino al 27 Aprile, in cui il GIP ne ha disposto il dissequestro⁸¹.

Alexandria è un caso più complesso: vede infatti due distinte banche strutturare l'operazione (prima Dresdner, poi Nomura) e due veicoli diversi. La prima operazione consiste nell'acquisto di obbligazioni per 400 mn (intera emissione) da Alexandria Partners P.L.C., con scadenza il 20 Dicembre 2012, quotata alla Borsa di Dublino⁸². Il veicolo Alexandria detiene in pancia obbligazioni della Skylark Ltd, un veicolo con *reference entity* detta "Madison Class A Secured Floating Rate Credit Linked Notes", per €400 mn di importo. Sono, in sintesi, obbligazioni collateralizzate a delle FR credit linked notes (derivati su crediti a tasso variabile), e pagano l'Euribor 3m + 0,8%. L'operazione è complessa, e riassunta nello schema che segue.

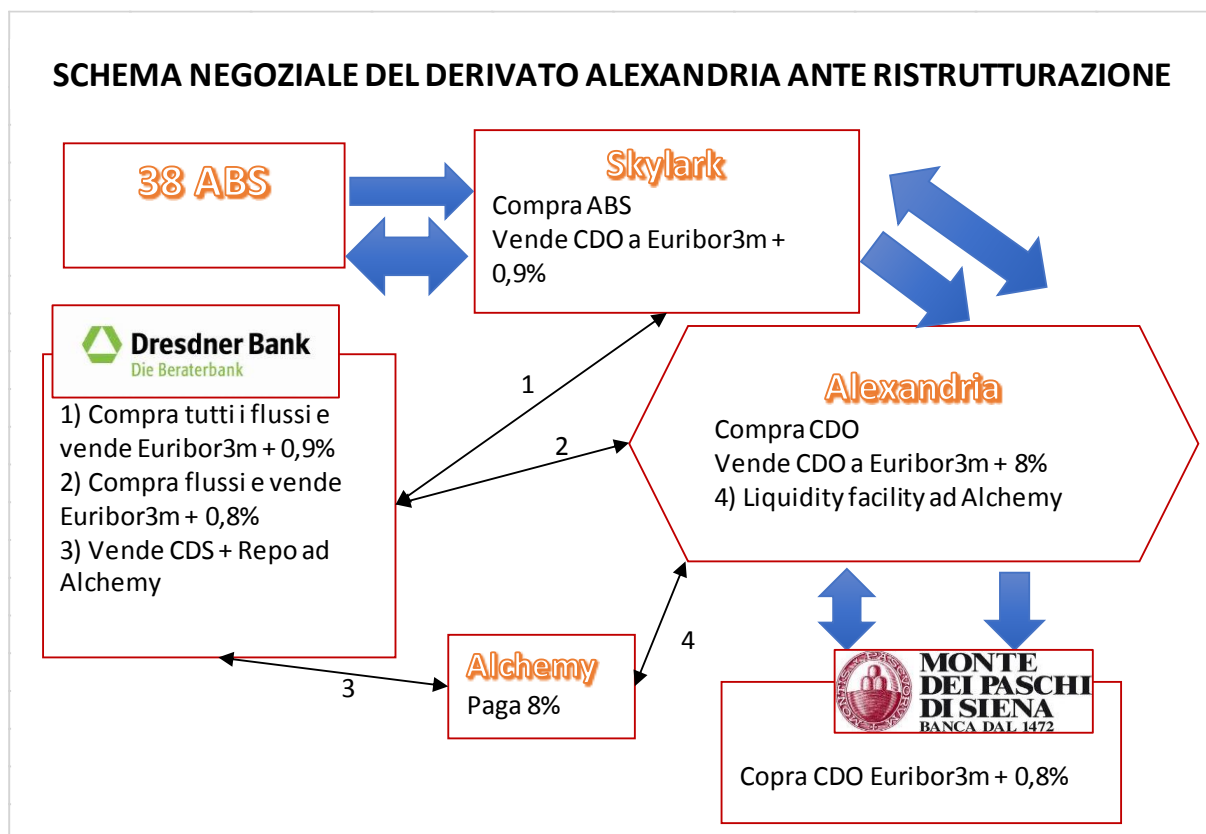


Figura 19: Schema del derivato Alexandria. Elaborazione dell'autore

Il 22 Settembre 2009 Mps cede il veicolo a Nomura, per l'importo originale: €400 mn. Nomura, a sua volta, entra in un'operazione complessa con Mps, nella quale quest'ultima si copre dal rischio sovrano.

⁸¹ Fonte: La Repubblica, 27 Apr 2013

⁸² ISIN: XS0236305917; XS0236305248. Delisting 26.11.11 per cambio emittente con Alphex Capital P.L.C.

In particolare, comprando un Asset Swap su BTP Aug 34, contro Euribor3m + 0,98%, per importo pari a €3,05 bn, che vengono finanziati con un PCT a lungo termine, in cui Mps vende i titoli a Nomura, e li riacquista al nozionale maggiorato del Euribor3m + 0,59%. Poi, questo viene a sua volta collateralizzato al 115%. Infine, l'operazione prevede che Mps eroghi a Nomura liquidità al Euribor3m flat, dietro pagamento *upfront* dello 0,05%. La figura mostra in sintesi la relazione tra Nomura e Mps.

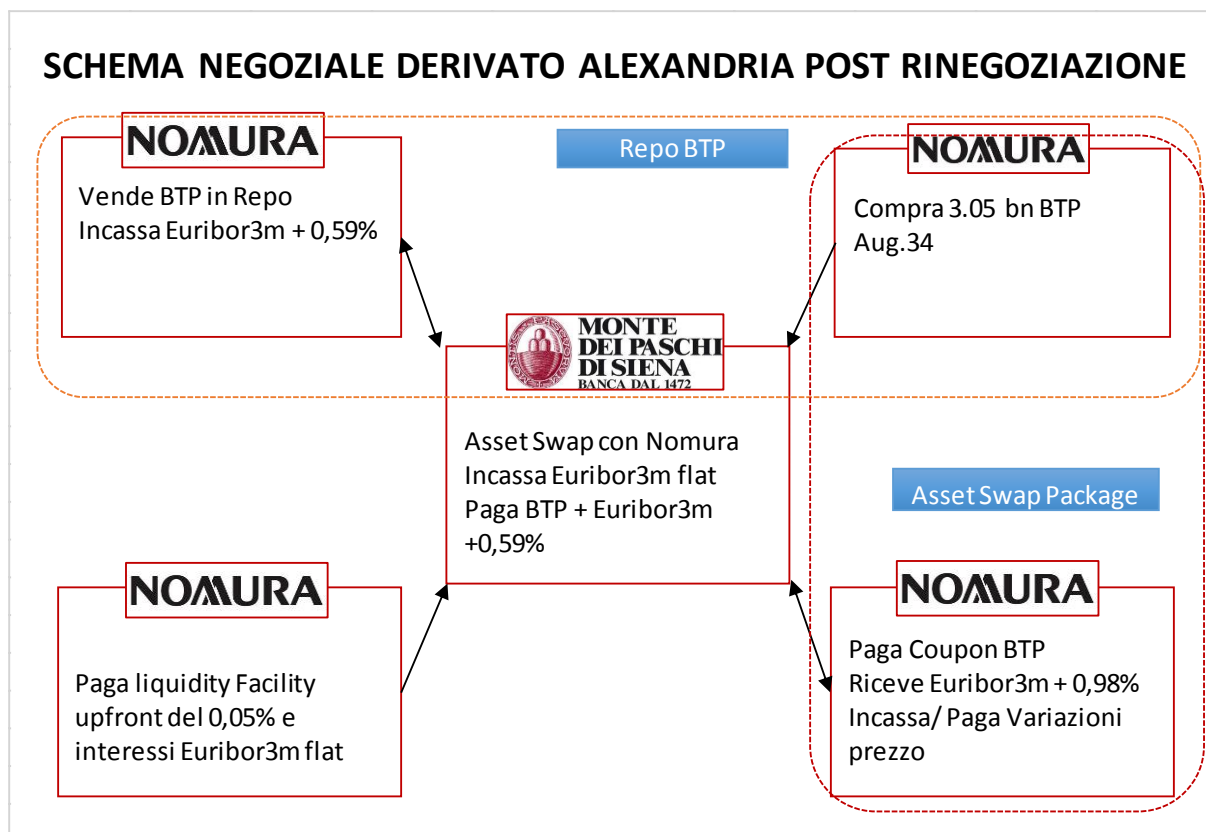


Figura 20: Alexandria post rinegoziazione. Elaborazione dell'autore

La figura presenta, evidentemente, come Nomura lucri 0,59% di bps grazie alla linea di liquidità, nonché grazie al fatto che il contratto di repo non figuri come un vero PCT. Se, infatti, l'accesso al mercato Repo è reso difficile a Nomura, questa usa la liquidity facility di Mps per lucrare Repo rate – Euribor3m. Il peggioramento della situazione interviene a causa del fatto che Mps riacquista i titoli in diminuzione di valore, a causa dell'aumento dello spread, ad un costo fisso. Per nettare la perdita, deve aumentare l'esposizione riducendo il prezzo di carico: ma questo aggrava le cose. Alexandria, in questo modo, diviene la prima causa di crisi di illiquidità di Mps, che l'11 Ottobre 2011 chiede un prestito titoli per €2 bn, a copertura delle perdite, a Bankitalia. Il 26 Ottobre il veicolo non risulta più

essere Alexandria, ma Alphex Capital P.L.C. Alexandria ha pesato sul patrimonio, secondo le stime, per 273.5 mn⁸³.

Ultima operazione, quella conosciuta come Nota Italia, è invece un semplice acquisto di CDO, emessi dalla Corsair Finance N°6 Ltd, da parte di Mps, per un valore di \$639 mn, equivalenti a €500 mn. Le obbligazioni, in vigore dal 15 Maggio 2006 al 2 Febbraio 2037, sono quotate dal 15 Agosto 2006 alla Borsa di Dublino, ed offrono un rendimento in dollari pari al Libor3m + 0,2425%. Strutturate da JP Morgan, hanno tre *reference entity*: mutui bancari spagnoli in scadenza nel 2037, emessi dal BBVA; mutui bancari spagnoli, in scadenza nel 2006, emessi da La Caixa (fallita e confluita in Bankia nel 2011); emissioni delle amministrazioni locali statunitensi attraverso una banca lussemburghese. Questi sono collaterale di un CDS sul debito sovrano italiano, sottoscritto da JP Morgan ad un premio

Stima effetti sul Patrimonio Monte dei Paschi di Siena al 2013	
Operazione	Importo
Alexandria	273.5
Santorini	305.2
Nota Italia	151.7
TOTALE	730.3

Tabella 9: Effetto su patrimonio. Elaborazione dell'autore

del 0,2425%. Nota Italia ha generato un impatto pari a 151.7 mn di euro di perdita, causati non solo dal contratto in sé, che incorporava il rischio dei mutui bancari spagnoli, ma anche dal tasso di cambio, alle cui fluttuazioni rimaneva assoggettato il rendimento delle CDO sottoscritte dal Monte.

In sintesi, queste operazioni hanno gravato sul Monte per un valore complessivamente stimato dai suoi vertici in €730.3 mln: la tabella seguente riassume la composizione di questi.

III. LE RESPONSABILITÀ TERZE

La vicenda che ha investito il Monte di Paschi di Siena negli ultimi mesi è ancora sotto indagine della magistratura. Il che impedisce, di fatto, di disporre di elementi atti alla derivazione di una verità di stampo giudiziario, sul caso, che permetta di assegnare le debite responsabilità agli attori che hanno preso parte alla vicenda. Quanto, tuttavia, rimane pur sempre accertato è il concorso, di colpe o

⁸³ Fonte: Huffington Post, 2 Jul 2013

responsabilità, con cui la vicenda ha dato dimostrazione di sé. Ed in questo senso è fondamentale discutere di compartecipazione agli eventi da parte di tre distinti soggetti: le autorità di vigilanza, naturalmente preposte al controllo dell'operato degli intermediari bancari, come delle società di borsa, tra le quali spicca la figura della Banca d'Italia; gli azionisti, che da portatori di interesse residuale hanno il dovere quanto il diritto di assicurare che la gestione dell'impresa bancaria sia condotta regolarmente, e che questa generi un profitto; da ultimo i manager, i quali sono agenti per conto degli azionisti, e la cui permanenza all'interno della banca è giustificata esattamente dalla loro presunta capacità di perseguire lo scopo predetto. Nel complesso, il caso del Monte dei Paschi vede direttamente coinvolti tutti e tre i soggetti, imputabili come responsabili della crisi della banca.

i. LA RESPONSABILITÀ DEI MANAGER

Una prima analisi delle responsabilità annesse al caso Mps porta a focalizzarsi sul ruolo dei manager.

Come ben noto, la teoria in ambito economico, riferita al ruolo dei manager di un'impresa, è molto ricca ed articolata. Questa suggerisce, dapprima, che i manager siano parte di un legame di tipo principale-agente che li lega agli azionisti. In questo legame, l'azionista si attende che il manager assuma la gestione della banca senza che questi approfitti della posizione addentro ad essa, nonché della naturale vantaggiosità del leverage bancario, per perseguire propri scopi di profitto, ovvero propri interessi personali. La teoria dei rapporti principale-agente, nota sintesi del problema della divergenza di interessi introdotta in ambito economico, individua almeno superficialmente ove emergano le problematiche maggiori nella gestione di un'impresa, in questo caso bancaria: l'interesse che viene manifestato dagli azionisti all'utile e alla ridotta assunzione dei rischi da parte della banca nella ricerca del profitto non è sempre riscontrata nella posizione dei manager, che per questioni molteplici prediligono il perseguimento di obiettivi differenti. Una di queste divergenze è rilevabile in ambito gestionale, ossia nella misurazione del comportamento manageriale rispetto al tema dell'assunzione di rischio. Tutte le imprese assumono rischi operativi, conscie del fatto che senza la loro assunzione, la gestione dell'impresa non sarebbe profittevole⁸⁴. Questo spinge gli azionisti a chiedere che i manager sappiano arrischiare il capitale investito: tuttavia il ricorso alla leva finanziaria cambia le cose. Il leverage permette di impiegare il capitale proprio in misura minore, a parità di rendimento percentuale, e quindi di ottenere maggiore efficienza sulla frontiera delle opportunità rischiose, come conseguenza del minor rischio a parità di rendimento. Allora, per essere ancor più precisi, gli azionisti

⁸⁴ Si rimanda in tal senso alla letteratura riguardante la relazione tra rischio e rendimento, come derivato da Markowitz nella sua elaborazione della frontiera efficiente.

chiedono al management di un'impresa di rischiare il capitale complessivamente impiegato, massimizzando il rendimento del capitale proprio, ossia minimizzando il rischio assunto con esso.

Tentando di applicare il concetto in ambito bancario, emerge subito come, per un simile operatore, il livello di leverage sia imparagonabile a quello di una comune impresa: le banche si dotano mediamente di una porzione compresa tra il 6% e il 11% del capitale proprio, in proporzione al valore delle fonti che complessivamente utilizzano nella propria attività operativa. Per di più, questa prassi è la naturale conseguenza dell'attività di intermediazione delle scadenze, propria delle banche, e che non sarebbe possibile in ipotesi di assenza o forte contingentamento del volume di depositi e debiti: in altri termini, in assenza di cospicuo passivo da impiegare. Ulteriore elemento doveroso da apportare alla spiegazione consiste nella natura dell'attività bancaria: tanto maggiori sono le somme transate quanto maggiore è il "peso" o "l'importanza" che la banca riveste nel settore, e per questo le banche sono portate ad assumere maggiori passività, da impiegare in attività rischiose. Come accadde nel celeberrimo caso delle S&L americane⁸⁵, l'allocazione del capitale assunto, che avviene per via incrementale del rischio annesso all'investimento, porta la banca a ricercare investimenti sempre più redditizi, in un circolo vizioso che la conduce ad una maggiore esposizione al rischio di default delle proprie posizioni. E questo certamente necessita di essere controllato entro limiti di sopportabilità per l'istituto. Per tutte queste ragioni, il tema dell'assunzione di rischio in ambito bancario segue uno schema peculiare: le banche vedono i propri manager tentare di ampliare il portafoglio crediti e il leverage, così da accrescere il margine di interesse, ma assumono, in questo modo, troppo rischio. Ed entrando più in profondità nell'analisi del problema sopra riportato, l'assunzione del rischio risulta un tema importante tanto analizzando il comitato crediti della banca, quanto il trading desk della stessa, e quindi ambo le attività espletate dalle menzionate strutture. Come in ciascuna circostanza nella quale sussistano contratti che hanno ad oggetto interessi economici risultanti dal processo negoziale, e che vedano parti divergenti negli obiettivi convenire ad un accordo non controllabile perfettamente ex-post, il caso del principale e dell'agente in ambito bancario diviene un problema di moral hazard.

La descrizione del problema sotto il profilo teorico, appena condotta, rivela che l'assunzione di rischio da parte della banca non necessariamente rappresenta un problema, purché questo sia compiutamente misurato e vagliato da parte dei suoi organi amministrativi. Il problema di moral hazard sorge solo quando l'intento di prediligere l'interesse personale soverchia il senso di responsabilità

⁸⁵ Per maggiore approfondimento si veda Milgrom P., Roberts J. – Economia, Organizzazione e Management – Il Mulino, 2010 – Cap 6, Par 2 Pag 262 e ss.

verso l'incarico del quale i manager sono affidatari da parte degli azionisti. In tal senso, nella vicenda Mps, la cronaca ha riscontrato che vi fosse, certo, responsabilità manageriale, rintracciabile ai più alti livelli di dirigenza della banca. Ciò nonostante, in alcuni casi, questa responsabilità risulta oggettiva ma non dolosa: in altre e più semplici parole, i manager non erano competenti, e non intendevano, invece, danneggiare la banca in alcun modo. A capo dell'area finanza, operata da BMPS filiale di Londra e dal suo trading desk, è il Dott. Gianluca Baldassarri, il quale sottoscrive tutti i tre derivati menzionati, in quanto generatori di perdite ascrivibili a 2009, 2010 e 2011. Considerando Santorini e Alexandria, entrambi i contratti sono conclusi con la stessa controparte fisica, il Dott. Raffaele Ricci, laddove questi cambia intermediario bancario, dapprima rappresentato da Dresdner Bank e poi da Nomura. Un primo quesito che gravita intorno a questa prima scelta è evidentemente dettato dalla decisione di occultare i contratti, trasferendoli al di fuori degli organi societari di Londra, e delle strutture di gruppo. Tuttavia, anche in questo caso, la ragione potrebbe non avere carattere doloso: potrebbe essere, infatti, frutto di strategie industriali dettate dall'alta dirigenza, di cui lo stesso Baldassarri, del resto, faceva parte. Il resto della vicenda è imperniato della curiosa motivazione che lega i due soggetti.

E' anche vero che, dalle carte dell'inchiesta, il vero quesito di responsabilità dolosa non consisterebbe in questo, ma in una tangente, pagata attraverso la struttura piramidale del derivato, ingiustificata oltre che ridondante, e quindi costosa per la banca senese, ai broker *book-runner* del prodotto. La struttura, definita ridondante, scelta per il piazzamento, coinvolge paradossalmente due broker, Gdp e Coryo, per il derivato Alexandria, nonostante le banche non ne avessero bisogno. Con riguardo per la tangente, poi si discute della sua destinazione a due scopi: il collocamento sul mercato, reso agevole dalla complicità dei *book-runner*, e il pagamento di una parte di queste allo stesso Baldassarri. In questo caso la responsabilità diviene certo dolosa. E' riportata da Il Sole 24 la notizia dell'azione di responsabilità verso gli amministratori promossa dal maggior azionista Mps, la Fondazione, per la vicenda dell'acquisizione Antonveneta e il caso derivati⁸⁶. Intanto dalla stampa si apprende anche il coinvolgimento delle banche d'affari coinvolte nelle operazioni in derivati, nell'ambito dell'inchiesta giudiziaria. Nomura avrebbe visto il sequestro di 1,78 bn, di cui €88 mn percepiti dalla banca nipponica a titolo di commissioni occulte e 1,7 bn di deposito in garanzia del derivato sottoscritto dalla banca senese. A detta del riferimento di stampa che riporta la notizia del decreto di sequestro, in esso sarebbero indicate accuse di usura e truffa aggravata⁸⁷.

⁸⁶ Peruzzi C. – MPS, L'ente voterà a favore dell'azione di responsabilità – Il Sole 24 Ore, 11 Apr 2013

⁸⁷ Il GIP avrebbe successivamente disposto il dissequestro delle somme.

ii. LA RESPONSABILITÀ DEGLI ORGANI DI VIGILANZA

In base a quanto riportato nelle pagine precedenti, la banca senese, nella personalità dei suoi manager, non avrebbe grosse responsabilità nel profondo dissesto finanziario in cui versa a data odierna. Questo si evincerebbe come facile conclusione dell'analisi inerente alle principali accuse gravitanti intorno alla vicenda del Monte: truffa ed usura ipotizzata a carico delle banche estere, counterparties dei derivati Santorini ed Alexandria; peculato a carico dei collocatori del prodotto, non ricercabili nel trading desk della filiale londinese della banca; in ultimo, presunta responsabilità della banca spagnola Santander nella vicenda della cessione di Antonveneta. A carico dei manager senesi, tuttavia, pendono accuse inerenti al tentativo di nascondere i danni generati da queste truffe, di fatto subite da Mps. La vicenda, invero, merita precisazioni. Dapprima, è utile notare che tanto il dolo quanto la colpa, dettata da incompetenza o irresponsabilità, o ancora da culpa in vigilando, rimangono gravissime accuse in capo ai soggetti coinvolti. E poi, è bene specificare che la responsabilità dei manager della banca è grave anche nel tentativo di occultamento, che sembra essere stato, di fatto, realizzato tra il 2009 ed il 2012: anno, quest'ultimo, di scoperta del dissesto latente. Il quesito che nasce spontaneamente è allora relativo a quale controllo, che avrebbe dovuto aver luogo a carico della banca da parte delle *authorities*, sia risultato insufficiente, ovvero sia stato omesso, in modo da permettere all'istituto senese di celare perdite per oltre tre anni.

Dal punto di vista teorico, la necessità di un organo di vigilanza funzionante in un settore è spiegata con la condizione di imperfetta simmetria informativa tra gli operatori. In ogni settore economico, spiega la teoria economica, il problema maggiore è quello di assicurare l'efficienza degli scambi, che massimizzi il beneficio complessivo derivante a ciascuno dalla partecipazione al mercato. In ambito finanziario, in particolare, l'obiettivo, desunto dal quadro generale fornito in precedenza, consiste nel rendere gli intermediari, già dal canto loro non rispondenti all'idea di efficienza, trasparenti sotto il profilo informativo, così da rendere conoscibili le condizioni di rischio associate alla cooperazione con essi, e di conseguenza valida la teoria dei mercati efficienti, per lo meno in forma semi forte⁸⁸. Per dovere di maggiore precisione, si aggiunge che in ambito finanziario, ove gli operatori non sono solo di carattere qualificato, l'asimmetria informativa, esistente tra e diverse parti convenienti a contratto, è di natura ben più articolata della classica disinformazione qualitativa in cui versa il contraente debole nello schema negoziale generico⁸⁹. In altre e più semplici parole, la questione diviene la tutela degli investitori, qualificati o meno, nel sottoscrivere strumenti finanziari, finalizzati alla traslazione del

⁸⁸ Fama E. Efficient Capital Markets: A review of the theory and empirical work – Journal of Finance, N°25 1970 – Pag 383-417

⁸⁹ Per chiarire, ci si riferisce, qui, allo schema negoziale della massima di Akerlof sul mercato dei bidoni.

consumo tra intervalli temporali differenti: poiché ciascuno di questi presenta delle condizioni di bilanciamento tra rischio e rendimento, condizioni che possono in qualche modo essere comparate dagli investitori con le altre soluzioni di impiego disponibili sul mercato, la trasparenza informativa relativa al rischio arrecato è fondamentale per valutare correttamente la validità degli strumenti. Un passo ulteriore porta alla giustificazione del ruolo delle autorità di vigilanza. Se per alcuni strumenti finanziari il rischio primario è definito rischio di controparte, e consiste nell'aleatorietà del vedere onorati i contratti dal contraente, laddove tale figura coincida con la banca, la trasparenza informativa relativa allo stato di solvibilità della stessa diviene parte fondamentale del rischio complessivamente assunto col contratto.

Ciò giustifica l'esistenza del bisogno di garanzia sulle informazioni veritiere e pienamente disponibili al mercato. Ma giustifica anche il bisogno di controllo sulla stabilità delle condizioni che qualificano il rischio degli intermediari: è quindi necessario esercitare il controllo preventivo sull'operatore di mercato, non solo sulle condizioni di rischio degli strumenti da esso emessi, e ciò avviene ricorrendo alla soluzione tipica per problemi di gestione di un ambito competitivo pubblico. L'imputazione del ruolo di controllo ad un'autorità di vigilanza, di promanazione pubblica, ha a sua volta una giustificazione economica realistica quanto articolata. Il settore non viene lasciato all'autoregolamentazione a causa della natura sistemica degli operatori in esso insistenti. Come infatti riconoscono Stern e Feldman⁹⁰, se per un verso la condizione di sistematicità permette ad alcuni operatori bancari di avere accesso all'azzardo morale, che scaturisce dal paventare l'insolvenza, la contropartita di questo fenomeno è la necessità che le autorità pubbliche limitino l'insorgere di simili casistiche, attraverso la creazione di autorità di vigilanza di impronta collettiva. A ricoprire questo ruolo, allora, ecco le banche centrali per la vigilanza bancaria, o la SEC, la CONSOB e l'FSA per il controllo delle transazioni finanziarie, negli USA⁹¹, come in Italia o in Gran Bretagna.

Giustificatane l'esistenza, i controlli della Banca d'Italia avrebbero dovuto rilevare la presenza delle anomalie emerse in fase di accertamento della verità giudiziaria. Infatti è ben noto che la banca centrale si occupi della validazione dei modelli di rilevazione del rischio di illiquidità delle banche, ed in tal senso l'operazione di acquisto di Banca Antonveneta ne comprometteva grandemente la verificabilità. Come riportato nel comunicato ufficiale rilasciato da Banca d'Italia, nella sezione chiarimenti, la Bdl ha presentato rimostranze formali relative all'imperfetta struttura contrattuale con la

⁹⁰ Stern G.H., Feldman R.J. – Too Big To Fail: The Moral Hazard Of Bank Bailouts – Brooking Institution Press, Washington D.C., 2004 – Pag 230 e ss.

⁹¹ L'esistenza dei controlli all'attività delle imprese in generale, e di quelle finanziarie in particolare, è ribadita anche da Milgrom e Roberts (2010), a pag 284 e ss.

quale di atto JP Morgan acquistava titoli Mps a prezzi che tenevano conto del rischio d'impresa, non pienamente trasferito all'acquirente menzionato. Tali rimostranze sono state assunte, e usate dai contraenti per limare l'accordo entro i confini definiti dall'istanza Bdl ne settembre 2008. A seguito dell'avvenuta comunicazione del nuovo accordo a Bdl, il piano di iniezione di capitale in Mps denominato *Fresh* ha preso piede⁹². Quanto risulta più agghiacciante, nella vicenda, è l'avvenuta rilevazione di problematiche tanto di natura contabile, di cui tuttavia la Bdl non è responsabile direttamente, quanto soprattutto di natura operativa, riferite cioè alla gestione dello strumento, afferenti ai veicoli Santorini e Alexandria, ed ai relativi contratti derivati stipulati con Nomura e DB. Banca d'Italia, per l'appunto, rileva due elementi centrali del dissesto contingente, già esistenti al tempo dell'indagine: il primo, consistente nel peso che le operazioni di *repo*⁹³ in BTp caricano sul margine d'intermediazione della banca, sottraendo liquidità anziché generarla; il secondo, che l'uso di strumenti complessi, nell'ambito di operazioni complessivamente non valutabili e monitorabili costantemente da parte dell'operatore, non sarebbe consentito, sebbene sussista. E ciò nonostante, dopo aver accertato di fatto la veridicità delle supposizioni iniziali, grazie alle due ispezioni intervenute in data 11 Maggio e 6 Agosto 2010, il processo di assestamento dei conti del Monte non cominciano prima del 2011. Si aggiunga anche che, nota la gravità dell'illiquida posizione finanziaria della banca, la stessa è stata costretta a richiedere un prestito a Bankitalia, nell'Ottobre 2011, dell'ammontare di €2 bn: ma di questo di è già parlato. E' utile riportare come, a detta del Wall Street Journal, questo venne volontariamente tacitato, così come lo stato di crisi, onde evitare l'insorgere di scompiglio sui mercati⁹⁴.

A parziale smentita della colpevolezza delle autorità di vigilanza, è bene sottolineare che si evince facilmente dai fatti come l'input all'intero processo sia venuto esattamente dall'autorità di vigilanza: a seguito delle ispezioni e dei rilievi segue il monitoraggio sulla liquidità e l'esposizione a rischio sovrano e di tasso sobbarcati dal Monte, e sempre grazie alla Bdl si comunica la situazione agli azionisti così da tracciare le direttrici lungo le quali impostare l'aumento di capitale. E' la Bdl che effettua una seconda ispezione, nel 2011 a seguito del peggioramento delle condizioni di mercato, nell'intento di accertare l'avvenuta applicazione delle misure di contenimento rischi, necessarie a prevenire il default della banca, e in questa sede è la stessa autorità a rilevare la negatività della situazione, allertando il Ministero dell'Economia e convocando l'incontro coi vertici del 15 Novembre, data a seguito della quale il rapporto col vice direttore dell'area finanza della banca, il dott. Vigni, viene risolto. La Bdl

⁹² Della vicenda si fa menzione nel documento denominato "Principali interventi di vigilanza sul gruppo Monte dei Paschi di Siena" rilasciato dalla Bdl in data 28 Jan 2013.

⁹³ Un'operazioni di *repo* consiste nel PCT italiano, ossia nel Pronti Contro Termine, in cui un soggetto vende ad un altro un pool di titoli, dietro accordo che ne garantisca il riacquisto ad un prezzo pattuito precedentemente.

⁹⁴ Fonte: Mps, i Monti Bond superano i 4 miliardi - Huffington Post, 7 Feb 2013

riconosce il reiterato intento di mascherare l'illiquidità della banca senese, conseguente alle perdite dei PCT sui BTp, e sottopone gli amministratori a procedure sanzionatorie, allertando l'autorità giudiziaria e di fatto ottenendo l'azzeramento dei vertici. L'insieme di operazioni eseguite di concerto con l'autorità giudiziaria, i nuovi organi collegiali della banca e gli organi di controllo interno permettono a Bdl di ricostruire la struttura dell'operazione Alexandria e dei PCT collegati, nonché le condizioni di Santorini *ante* e *post* rinegoziazione con DB.

E' da precisare, allora, che nonostante appaia verosimile la carenza di vigilanza perpetrata dalla Bdl in una prima fase della crisi, quest'ultima, indotta fraudolentemente dall'occultamento doloso dei fatti da parte del management Mps, è stata completamente sanata dal pesante e decisivo intervento attuato tra il 2009 ed il 2012, risultante ad oggi fondamentale per il miglioramento delle condizioni di patrimonializzazione e per la riduzione della *liquidity shortage* precedentemente riscontrata.

iii. LA RESPONSABILITÀ DEGLI AZIONISTI, E IL RUOLO DELLA POLITICA

Se ai manager è imputata la maggior colpa del dissesto di Mps, è pur vero che le colpe della vicenda non sono da ricercarsi in un'unica figura. A concorrere al dissesto del Monte dei Paschi, di fatto, sono convenute figure diverse, tutte operanti in ossequio a molteplici fonti di azzardo morale. Questo, in particolare, lo si è riscontrato nel ruolo degli azionisti della banca, che hanno ignorato la *mala gestio* e trascurato di operare un controllo sui manager, preoccupandosi piuttosto della copertura che la banca stessa forniva al fabbisogno di liquidità dei suoi azionisti.

La vicenda, descritta in questi termini, ha un tono molto grave, dal momento che la più grande crisi finanziaria italiana, avutasi tra il 1934 ed il 1936, ebbe all'origine la commistione e sovrapposizione di interessi tra impresa e finanza, portando al fallimento la seconda, ove la prima vi era già prossima. In conseguenza di quella profonda depressione, non solo si ebbero oltre sessant'anni di controllo pubblico di quasi tutto il settore bancario: si ebbe anche la totale separazione tra banca e impresa, onde evitare il riproporsi di problematiche similari a quelle avutesi in quel biennio. Sebbene questo abbia costituito parziale soluzione alla commistione di interessi divergenti, e, di conseguenza, al manifestarsi di azzardo morale nel settore finanziario, operato da imprese a discapito delle banche, di cui detenute le partecipazioni azionarie influenti, un'altra grande confusione di interessenze, facilmente approssimabile a forme di azzardo morale, ha rischiato di consumarsi con la commistione di interessi di carattere sociale, tutelati dalla Nazione nella figura dello Stato banchiere, e di interessi di carattere finanziario ed economico, più propri invece alle banche. All'uscita dalla fase di controllo pubblico delle banche, lo Stato decise di assegnare la proprietà delle stesse a fondazioni, senza scopo

di lucro, e con carattere territoriale, al fine di permettere che, sebbene successivi aumenti di capitale, attuati per via privata, avrebbero diluito la quota di controllo delle fondazioni nelle stesse banche, queste sarebbero rimaste in grado di dirottare parte degli utili degli istituti verso opere finalizzate allo sviluppo economico, sociale e culturale del territorio.

In territorio senese, tale provvedimento ha comportato la citata creazione della fondazione, che finanzia l'Università⁹⁵, musei ed altre opere culturali, il celebre Palio di Siena che si svolge ogni anno, ed i suoi azionisti, ossia Provincia di Siena e Comune di Siena. La politica locale, insieme certo a quella nazionale, è allora entrata dentro alla gestione della banca, e dei suoi rapporti con la Fondazione⁹⁶.

Due importanti conseguenze rivengono da quanto appena detto: che gli interessi della banca ad una sana e prudente gestione, finalizzata all'utile nel lungo periodo, si siano messi in competizione con il bisogno, della Fondazione e dei suoi azionisti, di massimizzare il dividendo percepito annualmente; che gli amministratori, scelti prevalentemente da un azionista interessato a perseguire scopi differenti da quelli della banca in sé, abbiano a loro volta abbracciato gli obiettivi della maggioranza dell'organo assembleare, e non già quelli verso i quali tanto paghe incentivanti, quanto altre soluzioni di annessione e collegamento degli obiettivi manageriali e societari, abbiano tentato di portare l'attenzione.

La diretta conseguenza, richiamando direttamente alla cronaca della vicenda, è stata che onde perseguire i propri interessi personali, i manager della Banca senese abbiano tentato di massimizzare comunque l'utile di periodo, così da poter distribuire un dividendo, ed abbiano persino celato le perdite, laddove queste emergessero dalle sensibili svalutazioni di valori contabili ai quali erano registrati gli strumenti operativi della Banca⁹⁷.

La responsabilità dell'azionariato è risultata, alla luce di tutta la vicenda, e del suo dipanarsi, di due tipologie: la mancata attenzione alle dinamiche di gestione della banca, ove l'attenzione è stata distratta a favore della gestione dei soldi della fondazione; il volontario danneggiamento degli interessi della Banca, atto invece a garantire il perseguimento, senza osteggiamenti, dell'interesse relativo alla gestione del denaro riveniente dalla Banca. In riferimento al primo, certamente si discute della minore attenzione prestata alla formazione di manager in grado di assicurare continuità gestionale e stabilità

⁹⁵ Si fa riferimento, da qui in avanti, all'Università degli Studi di Siena

⁹⁶ La Fondazione Monte dei Paschi di Siena

⁹⁷ Si fa riferimento, qui, ai sopra citati contratti derivati.

finanziaria, anche attraverso la scelta di personale qualificato, ove possibile proveniente dal territorio di promanazione dell'istituto⁹⁸. La fondazione, secondo quanto riferito dal Wall Street Journal⁹⁹, avrebbe ridotto le erogazioni dai 230 mn del 2008, ai 100 del 2010, ai 50 mn per il 2012 ed il 2013. Nella generalizzata riduzione di risorse è confluita la quota di destinazione all'Università di Siena, con le conseguenze sopra descritte.

IV. QUALI SOLUZIONI PRATICABILI?

Nell'intenzione di quest'ultima sezione, dedicata alla cronistoria della vicenda Mps, vi è la descrizione dell'evolversi delle principali soluzioni che si prospettano al riassetto finanziario della banca in crisi.

Come descritto nell'introduzione alla vicenda, a partire dal 2009, il succedersi delle voci, prima, e delle evidenze, poi, relative al dissesto della banca, hanno indotto i diversi attori convenuti ad intervenire nell'operazione di riassetto finanziario a studiare e suggerire diverse soluzioni di uscita. Queste, spesso, sono state perseguite complementariamente ad altre possibili vie di riassetto, a cagione della loro impellente necessità, e della conseguente impossibilità a procrastinarne l'entrata in vigore. Si fa riferimento, in tal senso, in modo particolare alla ristrutturazione per via interna, che i nuovi presidente ed amministratore delegato dell'istituto, rispettivamente Alessandro Profumo e Fabrizio Viola, insediatisi alla fine del 2011, hanno avviato prima dell'emissione dei Monti Bond. Questi ultimi, parte, invece, di un'altra soluzione, optata dallo Stato successivamente all'emersione, nel corso delle ispezioni di Banca d'Italia del 2011, della reale gravità del dissesto finanziario, ed appoggiata pienamente dalla Commissione Europea, della quale era richiesto l'assenso. Senza anticipare nulla, si precisa solamente che le vie di risoluzione praticate, complementari od autoescludenti che siano, fanno parte dello schema teorico che si è tracciato nel capitolo II di questo elaborato. Rientrano, infatti, nel novero delle possibili strade percorribili, quindi entro i *resolution path*, come *way-out strategy* a disposizione della Banca.

Poiché l'analisi delle soluzioni sotto il profilo economico avverrà nel capitolo quinto, a seguito della loro descrizione formale nel corso del prossimo, questa sezione è dedicata alla breve enumerazione cronologica delle soluzioni potenzialmente applicabili alla vicenda della Banca.

⁹⁸ L'Università, in questo senso, ha chiuso la facoltà di economia, atta a formare le personalità di dirigenti, quadri e dipendenti, che per anni hanno condotto l'istituto senese, piuttosto che assicurare alla banca il personale adeguato, attraverso il reinvestimento dell'utile nella formazione e nella crescita.

⁹⁹ Fonte: Il Post – La crisi del Monte dei Paschi vista dal Wall Street Journal – 26 Oct 2011

Nel dicembre 2011, dopo l'emersione di una marcata debolezza di Mps agli occhi degli investitori, e l'intervento dell'autorità di vigilanza nazionale, si attraversa un momento di forte turbolenza. In questa fase, di fatto la Banca è commissariata dall'autorità di vigilanza, che, al tavolo con i rappresentanti del consiglio di amministrazione e il governo, impone l'azzeramento del vertice.

Interviene, allora, la prima fase di risoluzione, nel corso della quale si ipotizza che i due nuovi vertici della *governance*, nelle persone di Alessandro Profumo e Fabrizio Viola, avrebbero potuto risolvere la situazione di dissesto, il cui stato viene conclamato alla diffusione del bilancio di esercizio per l'anno in corso¹⁰⁰. In questa fase, la decisione delle autorità pubbliche consiste nel lasciare che i nuovi vertici della Banca, incaricati della sua gestione, realizzino un convincente piano industriale, risanino i conti, e mettano l'istituto nelle condizioni di ritornare ad operare in piena funzionalità¹⁰¹. Bisogna sottolineare che, già nel 2009, come molti altri istituti italiani, Monte dei Paschi aveva beneficiato della sottoscrizione di uno strumento finanziario di promanazione pubblica, definito "Tremonti Bond" dal nome del Ministro dell'Economia di allora. Il tipo di strumento, un'obbligazione acquistata dallo Stato con scadenza nel 2013, per un importo pari ad €1,9 bn, era risultato allora utile a coprire la sottocapitalizzazione di Mps, come emerso a seguito degli stress test dell'autorità europea per la regolamentazione bancaria¹⁰². Intorno al piano industriale, da presentarsi nei primi mesi dell'anno, gonfia un'ovvia protesta, che sfocia nella manifestazione sindacale degli impiegati della banca tenutasi a Siena il 17 Marzo 2012. Il primo piano industriale viene, alla fine, approvato: questo anche grazie all'accordo con i sindacati, che, a detta del neo-eletto presidente, permette di conseguire risparmi maggiori delle attese¹⁰³. Si tratta, nei fatti, di un piano di ampio respiro, in quanto si orienta al ritorno all'utile in quattro esercizi (2012-15), ed include diverse ipotesi complementari, in corso di realizzazione.

L'obiettivo di utile, nel 2015, viene lanciato dietro prospetto di alcuni fondamentali passaggi, atti al recupero della funzionalità gestionale. In primis, il ripristino dei margini, per due terzi da taglio costi e per un terzo da maggiori ricavi. Nel prospetto di incremento dei ricavi, che si fonda sulla leva della consulenza e della vendita di prodotti assicurativi, non vi è solo un intento all'incremento, ma un vero

¹⁰⁰ Si fa riferimento qui al 2011, in cui il rosso bilancistico della banca fu di €4.6bn

¹⁰¹ Si precisa che, sebbene dal documento di Bankitalia, datato 28 Gennaio 2013 e dal titolo "Principali Interventi di Vigilanza sul Gruppo Monte dei Paschi di Siena", risulti che l'azzeramento viene imposto a Monte dei Paschi in Dicembre, nei fatti l'assemblea ratifica l'indicazione dei sostituti solo in data 27 Aprile 2012, nel corso della quale si eleggono i nuovi amministratori. Fonte: Peruzzi C. – La Svolta MPS Al Test In Assemblea – Il Sole 24 Ore, 26 Aprile 2012

¹⁰² EBA, European Banking Authority.

¹⁰³ Fonte: Mandalà A. – MPS, a brevissimo Monti Bond, piano industriale per ora confermato – Reuters Italia, 9 Feb 2013

e proprio piano di spostamento da una voce ad un'altra del volume di ricavi. Questo a causa del contestuale *deleveraging* della banca, dovuto a contrazione del credito e cessione di parte del corporate e del credito al consumo¹⁰⁴. Nella cessione del corporate si punta a trasferire i crediti al mercato, attraverso il supporto al collocamento obbligazionario operato dalla banca stessa. Questo permetterebbe di non sacrificare tutto il guadagno potenziale dall'intermediazione creditizia. Nel taglio costi rientrano, poi, le seguenti azioni: dismissione di 400 filiali sul territorio; razionalizzazione della struttura societaria; licenziamenti. La figura che segue riporta la struttura di intervento del piano industriale.

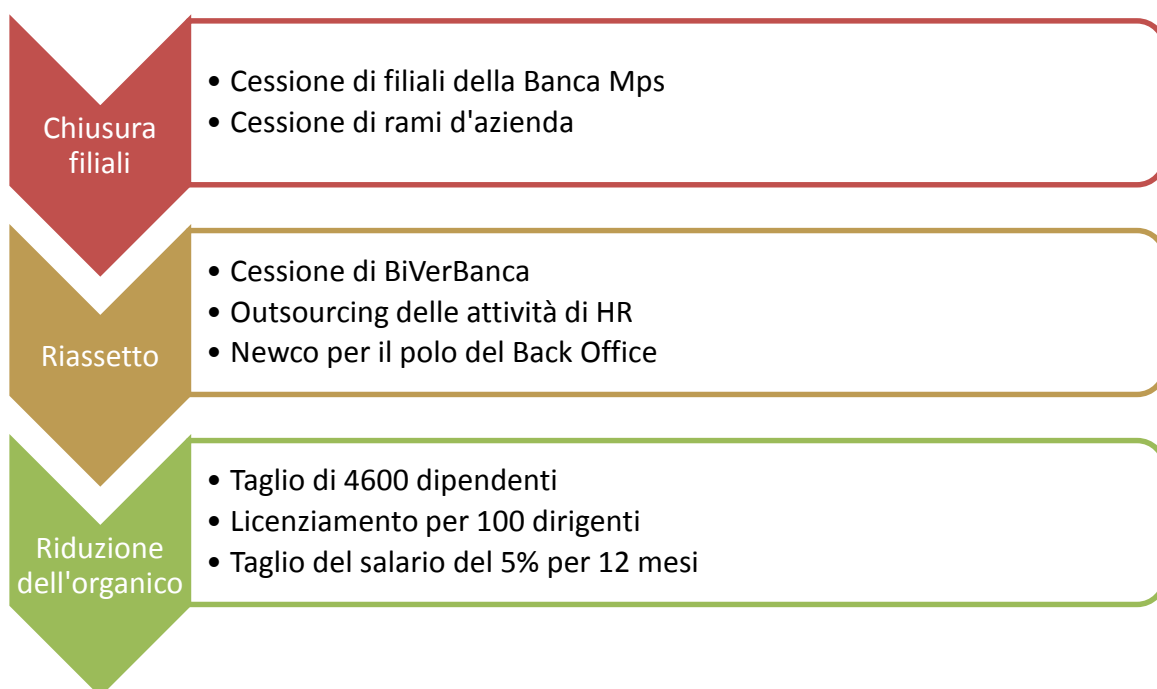


Figura 21: il piano industriale 2012-15 di Profumo e Viola. Elaborazione dell'autore

Dal piano industriale si evincono, poi, altre importanti informazioni. In particolare, per risolvere il problema della disincentivazione del personale alla partecipazione agli obiettivi aziendali, la Banca dispone un nuovo sistema di determinazione delle performance, basato sul metodo del Management by Objectives, MBO in acronimo: questo permette all'istituto di valutare la performance del dipendente sulla base di indicazioni di tipo quantitativo e qualitativo, così da legare gli obiettivi di questo all'interesse pienamente inquadrato della Banca; permette, di conseguenza, di determinare più correttamente la corresponsione della parte variabile del salario del dipendente, tenendo in conto

¹⁰⁴ Monte dei Paschi aveva, al dicembre 2011, un Loan/Deposit prossimo al 150%, in linea con le banche italiane. In mancanza di fondi, ed impossibilitata a finanziarsi sul mercato, lo smobilizzo del portafoglio crediti diviene un'esigenza legata alla sopravvivenza stessa dell'istituto.

anche il suo contributo effettivo alle sorti di lungo respiro dell'istituto¹⁰⁵. Altro elemento che emerge dal piano è l'esternalizzazione della struttura di back office, relativa al corporate banking, attraverso la creazione di una *newco* con partecipazione minoritaria di Mps¹⁰⁶. Il piano industriale emerso dal processo di accertamento della situazione contingente, che ha visto protagonisti i nuovi vertici, è stato presentato dal presidente dell'Istituto come la parte considerevole di interventi da realizzare per rendere i bilanci delle banche sostenibili. Secondo Profumo, il *funding gap* tra raccolta e impiego porta le banche a doversi ri-focalizzare su attività differenti: meno credito e più servizi, in sintesi. Il processo di spostamento delle attività *core* delle banche dall'erogazione di credito a quella di servizi è già stata intrapresa in passato, quando altri istituti hanno importato il modello dagli USA¹⁰⁷.

Al suo lancio, il piano è stato presentato come unica via percorribile per l'uscita dal dissesto. In un articolo di cronaca, riportato da Il Giornale¹⁰⁸, il presidente della banca riconosce l'unicità dell'intervento di ristrutturazione perpetrato per via privata, anche se non esclude che nell'operazione rientrino fonti di capitale di provenienza esterna, richiamate nel prossimo futuro.

Da ciò, la prima soluzione offerta alla vicenda del Monte risulta certamente essere quella prospettata da principio, e costituita dalla privata risoluzione del problema. Questo significa anche che, vista la portata generalizzata con cui i Tremonti Bond sono stati erogati, questi non possono di fatto essere considerati aiuti di Stato, destinati allo specifico bisogno del Monte. E' pur vero che la prima soluzione, così prospettata, siede al limite tra la Private Way e la Semi-Public Solution, proprio come descritte nel capitolo precedente.

La vicenda, com'è noto non cessa di produrre conseguenze, né di avere riverbero mediatico, al punto in cui si è arrivati a raccontarla: infatti, il successivo peggioramento delle condizioni finanziarie della banca, prodotto dall'aggravarsi del buco generato dal derivato Alexandria sui titoli di Stato, nonché conseguente proprio all'ondata speculativa abbattutasi tra il 2011 ed il 2012 sui bond italiani, porta la vicenda su altri binari. Si apre il capitolo dell'intervento pubblico vero e proprio, che consiste

¹⁰⁵ Fonte: ADN Kronos - MPS approva il piano industriale: chiusura di 400 filiali e tagli al personale di 4600 unità – 27 Jun 2012

¹⁰⁶ Fonte: Il Sole 24 Ore, 6 Mar 2013

¹⁰⁷ Lo spostamento dei volumi dal margine di interesse a quello di intermediazione è già stato documentato da ricerche in materia bancaria prodotte in Europa nel decennio passato. Il valore del margine di interesse, pressoché azzerato dall'appiattimento della curva dei tassi, ha portato le banche, specialmente americane, a cercare fonti di guadagno meno aleatorie e più redditizie, come la consulenza corporate e l'investment banking. In Italia, dove queste attività rimangono ancora marginalmente importanti sul volume d'affari complessivo delle banche, il fenomeno è lento a prender piede per via della forte focalizzazione sul credito dei principali istituti nazionali.

¹⁰⁸ De Francesco G. – Profumo: “Per Mps non c'è nessun piano B” – Il Giornale, 7 Jul 2012

nell'emissione dei bond convertibili assimilabili al Tier I della banca, e finalizzati, per un verso, a fornire liquidità ulteriore rispetto a quanta non fosse già stata erogata dalla Banca Centrale Europea¹⁰⁹, e per un altro a consolidare la dotazione patrimoniale in via temporanea, ossia fintanto che la banca non fosse stata pronta ad emettere nuove azioni sul mercato. Questo anche in ottemperanza al volere dell'azionista forte, la Fondazione.

E' quindi fugato il dubbio che il bond sia richiesto dallo Stato italiano, per via delle perdite su titoli connesse ad Alexandria. E' certamente lì che insiste la perdita da coprire, come accertato dopo il cambio di vertice. I bond sono il compromesso raggiunto a fronte degli esiti degli stress test, e delle conseguenti raccomandazioni, promosse dall'Agenzia Bancaria Europea, più nota come EBA. Si ricorderà che gli stress test hanno accertato lo stato di crisi, come in vero aveva già fatto la Bdl, nell'ambito di un costante monitoraggio sul settore finanziario europeo, promosso tramite meccanismi di Early Warning e modelli di rilevazione delle variazioni associate alle probabilità di insolvenza degli istituti. La loro emissione è stata decisa con D.lgs. n°65 datato 6 Luglio 2012. Sono degli strumenti ibridi di capitale, assimilabili al capitale ordinario nel calcolo del Tier e del patrimonio di vigilanza, ma figurano come debito nei tradizionali schemi di bilancio.

In confronto ai Tremonti Bond, lo schema non risulta dissimile, per molti versi. Il bond, emesso dalla società ed acquistato dallo Stato, paga, nel caso Monti, il 9% iniziale di interessi, incrementabile fino al 15% in via progressiva¹¹⁰, mentre nel caso Tremonti il 9% fisso. Entrambi presentano il caveat cedolare, ossia subordinano il pagamento della cedola al manifestarsi di utile. Quindi la discussione relativa alla differenza intercorrente tra i primi ed i secondi risulterebbe, a detta di molti, tra i quali l'ex ministro dell'economia Giulio Tremonti, la scadenza. Riporta Il Sole 24 Ore¹¹¹, che in una conversazione su twitter il Professore avrebbe indicato gli artt. 8 e 9 del decreto di emissione¹¹², come chiave di lettura delle differenze tra gli strumenti. In particolar modo, secondo Tremonti, i Monti bond non hanno scadenza, se non in prossimità dell'estinzione della società. Come spiega Baglioni in un articolo de La Voce¹¹³, se nel 2013 la Banca conseguisse un utile, ma si decidesse che non dispone ancora della solidità necessaria ad intraprendere la restituzione del bond, questa non solo potrebbe farne il *roll-over*, ma potrebbe staccare ulteriori Monti Bond per il pagamento degli interessi maturati.

¹⁰⁹ Attraverso il LTRO che permette alle banche di finanziarsi a medio termine a tassi contenuti, investendo il capitale a rendimenti maggior sul mercato monetario

¹¹⁰ In particolare, dello 0,5% ogni biennio a partire dal 2014.

¹¹¹ Bellasio D. – Tremonti spiega su twitter la principale differenza tra i Tremonti e i Monti Bond – Il Sole 24 Ore, 27 Jan 2013

¹¹² D.lgs. n° 65 del 6 Luglio 2012

¹¹³ Baglioni A. – Tutto quello che vorresti sapere sui Monti Bond – laVoce.info, 12 Febbraio 2013

In più, se il patrimonio di vigilanza della banca infrangesse la soglia inferiore del 8% del totale dell'attivo, lo Stato sarebbe solidalmente responsabile con gli altri azionisti per le perdite conseguite, pur non detenendo alcun diritto di voto in assemblea. Le ipotesi avanzate finora risultano parecchio forti. La discutibile posizione degli strumenti ibridi rispetto alla mitigazione del rischio di impresa è sempre stato un argomento oggetto di dibattito. Con riferimento, invece, al tema delle scadenze, è ovvio che questo, ancorché dotato di base razionale, non è verificato nella realtà pratica, giacché è lo Stato a detenere l'ultima parola sulla sottoscrizione dei bond. In più, come meglio spiegato di seguito, la Commissione Europea ha permesso l'emissione degli strumenti solo a condizione che la loro restituzione avvenga in 5 anni. Un elemento di maggiore importanza a segnare discontinuità tra Monti e Tremonti Bond, invece, è il meccanismo di conversione. Entrambi gli strumenti, com'è noto, prevedono la possibilità di essere convertiti in azioni, qualora si riscontrino condizioni precise. Mentre i Tremonti Bond, prevedendo una durata limitata, permettevano la conversione:

- Dopo tre anni dall'emissione;
- A condizione che il valore di mercato fosse pari o superiore al 110% del valore nominale delle azioni;

i Monti Bond, invece, non includono né caveat temporale, né fissano una soglia di valore al di sotto della quale l'azione non può essere sottoscritta. Anzi, creano un meccanismo incentivante la sottoscrizione via via che il prezzo dell'azione si riduce: sono infatti convertibili sulla base del TERP¹¹⁴ a valore di mercato scontato del 30%. Quindi il nozionale dell'obbligazione al netto del valore dell'opzione viene convertito al *market value* dell'azione scontato del 30%.

L'emissione di questo genere di strumenti è sempre gradita al mercato, in quanto rappresenta una soluzione che non coinvolge troppo attivamente il soggetto pubblico, ma permette anche che la banca in dissesto non travolga, col proprio fallimento tutti i suoi stakeholder. In questo schema, tuttavia, il supremo garante della concorrenza in ambito europeo, ossia la Commissione, che decide sui casi di sostegno finanziario degli Stati all'economia e alla finanza, avrebbe potuto opporre il proprio veto. Per evitarlo, si è consumato un lungo processo di aggiustamento dell'intervento pubblico, supportato dal vivo dibattito economico, che ha permesso di sottoporre obiettivamente il caso alla Commissione, senza ottenere osteggiamento da questa. In particolare, il tema scottante è risultato essere il prezzo di emissione delle azioni, pagate in sostituzione delle cedole per contanti, la cui valutazione è avvenuta

¹¹⁴ Acronimo di Theoretical Ex Right Price, quindi prezzo teorico dopo lo stacco del diritto di opzione allegato all'obbligazione.

riferendosi a valori di mercato e non già nominali delle azioni Mps¹¹⁵; si è poi assicurato che l'intervento fosse finalizzato al ripristino della continuità gestionale, grazie a stress test mirati su aree di attività della banca; il piano di ritorno alla redditività, così come la restituzione delle somme prese a prestito non dovrà eccedere i cinque anni; anche le garanzie su cessioni e razionalizzazioni, finalizzate ad aumentare la concorrenza, sono risultate cruciali nell'ottenimento del nulla osta della Commissione¹¹⁶. E' evidente come, nel complesso, l'obiettivo fosse quello di avallare aiuti di Stato, sì, ma realistici e sostenibili: ossia un supporto che avesse una ragione, un fine, e delle chance concrete di riuscire nell'intento. Per questo si è escluso che si potessero vagliare fattori esogeni a quelli correnti – al momento della valutazione – come determinanti di risultanze future. Gli scenari macro economici, come quelli relativi al settore, tenevano conto di trend e indicatori basati su dati negativi ed in peggioramento.

Nel complesso, la sottoscrizione dei Monti Bond sopra descritti è ammontata a €4,071 bn, a fronte dei previsti €3.9 bn, a causa del peggioramento del buco dei derivati¹¹⁷. Questo, principalmente dovuto alla svalutazione dei titoli pubblici. L'emissione è stata completata, dietro comunicato della Banca senese, il 28 Febbraio 2013. Nel comunicato è stato reso noto che una parte di questi sono stati destinati al rimborso dei Tremonti bond (€1.9 bn)¹¹⁸. I Monti bond, nel 2013, vengono raccontati su un'altalena di ipotesi, tra nazionalizzazione e rilancio. Infatti molta parte degli organi di stampa economica del paese rileva che i bond potrebbero essere restituiti, quando la congiuntura sembra tornare positiva, lo spread si riduce, e i conti della Banca ne risentono positivamente. Viceversa, la stessa stampa rileva un rischio di nazionalizzazione quando non sembrano essere stati risolti i problemi all'origine della crisi di Mps. Un parere autorevole sulla vicenda lo fornisce Carlo Salvatori, in qualità di presidente di Lazard Itala, al Sole 24 Ore¹¹⁹. Questi, in qualità di top manager di una delle maggiori banche d'affari europee, discute il pessimismo che circonda la Banca senese, e chiarisce che questa è in grado di fronteggiare le proprie sfide future, uscendo brillantemente dalla impasse. Specifica che il lavoro a consolidamento del patrimonio dell'Istituto è stato realizzato, e che non vi sono buchi da coprire. Aggiunge anche che è da escludere l'aumento di capitale prima del 2014: notizia che il 26 Aprile di quest'anno rimbalza anche sugli altri organi di stampa, dopo il comunicato del ad Viola.

¹¹⁵ Lo schema prevede che, in caso di perdita o di assenza di dividendo ordinario, le cedole siano pagate tramite emissione di azioni ordinarie, il cui valore diviene parte del patrimonio tangibile della banca. Fonte: Panara M. – Lo Stato torna padrone a Siena. Il piano per ricomprare l'indipendenza – La Repubblica Economia, 2 Jul 2012

¹¹⁶ Chiellino G. Mps, i paletti della commissione europea sui Monti Bond – Il Sole 24 Ore, 24 Feb 2013

¹¹⁷ Buco di ammontare pari a €730 mn, secondo l'Huffington Post. Huffington Post, 7 Feb 2013

¹¹⁸ Fonte: Il Sole 24 Ore, 28 Feb 2013

¹¹⁹ Salvatori C. – Mps, una banca rinnovata che merita rispetto – Il Sole 24 Ore, 28 Mar 2013

La questione inerente all'aumento di capitale fa da sponda all'introduzione della terza possibile via di uscita dal dissesto. Se fino ad ora, in gioco sono entrate prima la via privata, poi l'intervento semi-pubblico, adesso il bivio davanti al quale la banca senese si trova ad operare è quello tra la formalizzazione definitiva della scelta per la via pubblica, e quindi il riconoscimento che il possesso di azioni pagate al tesoro da parte di Mps costituirebbe, di fatto, intervento pubblico, secondo la notazione vista in precedenza; ovvero in altra ipotesi, la scelta della via privata, con individuazione del ruolo di un investitore privato che sia disposto ad impiegare del capitale per rilevare le partecipazioni della Fondazione e del Tesoro. Infatti, certo è che le stesse distorsioni di cui si parlava nel primo capitolo, ossia quelle distorsioni di mercato che hanno portato alla vicenda Bankia, e che vedono le banche operare al di fuori delle logiche di mercato, debbano essere eliminate, per prevenire il palesarsi nuovamente delle criticità presentate in passato.

Nell'ipotesi di socio terzo, si tornerebbe alla Private Way, attraverso la quale la banca sostituirebbe le risorse pubbliche, distrutte dalla *mala gestio* passata, con nuove risorse private, che riporterebbero Monte dei Paschi ad operare secondo logiche di mercato. Nella teoria economica, non vi è alcun motivo mai fornito a giustificazione della presenza pubblica a supporto di operatori privati: se l'operatore è inefficiente fallisce, ed esce dal mercato, ove invece proliferano quanti risultano operare in condizioni efficienti. Nel caso del Monte, si tratterebbe di un partner industriale e finanziario di lungo periodo: il presidente Alessandro Profumo richiama all'ipotesi di un socio industriale, salvo poi smentire la dichiarazione, diverse volte. Questi infatti, sebbene riconosca che il terzo gruppo bancario nazionale possa operare senza assistenza esterna, e debba mostrarsi in grado di tirarsi fuori dalla situazione di dissesto nella quale è incorso, al contempo discute l'ipotesi di ingresso di un nuovo socio. Retrostante alla vicenda del socio esterno, intanto, è bene richiamare ad alcuni fatti cruciali. Nel 2012, avendo conseguito una perdita di €3,17 bn¹²⁰, e in assenza di dividendi distribuiti, lo Stato è divenuto proprietario del 3% del capitale di MPS. Se nel 2013 la banca registrasse un'ulteriore dato di bilancio negativo, probabilmente lo Stato si porterebbe ad una percentuale del capitale, a prezzi correnti, compresa tra il 9% ed il 20% del capitale. Dal canto suo, la Fondazione dispone già del 37,56% delle azioni ordinarie, aventi diritto di voto in assemblea, come risultato di una prima strategia di dismissione attuata nel corso del 2012, a cui è conseguita la dismissione di oltre il 12% delle quote¹²¹. Quest'ultima ha poi sottoscritto mutui passivi garantiti da azioni della banca, accumulando un debito di circa 1 bn¹²²:

¹²⁰ Peggior delle aspettative, orientate a 2,3 bn. Fonte: Ferraris G. – Mps, dopo il bilancio 2012 le sfide per Profumo e Viola – Panorama, 28 Mar 2013

¹²¹ Bernabei S. – Mps: Fondazione prosegue selezione acquirenti quota – Reuters Italia, 23 Mar 2012

¹²² Debito contratto, in parte, per sottoscrivere l'aumento di capitale di BMPS nel 2011, concesso in via straordinaria dal Ministro Giulio Tremonti.

venendo meno il valore delle garanzie, adesso necessita di vendere le azioni per ripianare la propria esposizione. Il ruolo di maggiore azionista deve, a questo punto, essere trasmesso al mercato, per evitare distorsioni alla concorrenza. Lo riconosce anche la Comunità Europea, che ha chiesto numerose rassicurazioni sulla pronta restituzione del ruolo di autoregolazione al mercato. L'ipotesi maggiormente accreditata, che ruota intorno alla dismissione delle partecipazioni nella banca, sarebbe quella di un fondo sovrano, che acquisirebbe la Banca nell'ambito di un'operazione di Private equity.

Se, per il momento, in questo capitolo si è cercato di dare la più completa panoramica degli eventi che hanno contornato la vicenda, e le sue soluzioni, questo è parso dovuto all'intento di completezza dell'elaborato. Non sarebbe risultato, di fatto, completo, alcuno scritto che non avesse mostrato quale complesso procedimento abbia portato alla selezione della via di uscita prescelta, in quanto si avrebbe avuto come riferimento la teoria delineata in precedenza, che con eccesso di schematicità tralasciava di considerare la complementarietà tra le soluzioni, e l'iter procedurale che ne portava alla rilevazione.

Per riassumere, le tre soluzioni prospettate fin qui, consistenti in ristrutturazione interna, cessione e nazionalizzazione, saranno fatte oggetto di analisi nel capitolo seguente, onde comprendere quali siano le principali dimensioni di surplus generato dalle operazioni. Ma, ciò detto, il fine del prossimo capitolo sarà anche quello di descrivere quali problemi rischiano concretamente di emergere, a seguito dell'implementazione di ciascuna delle soluzioni considerate.

CAP IV: IL BACKGROUND TEORICO PER LE SOLUZIONI ALLA VICENDA MPS

Il presente capitolo sarà dedicato alla trattazione delle argomentazioni teoriche retrostanti alle diverse soluzioni di intervento, rilevate, nel corso del capitolo precedente, in riferimento alla vicenda Mps. In particolare, se delle diverse *way-out strategies* si era già data dettagliata descrizione teorica, nel corso del capitolo II di questo elaborato, è il caso adesso di analizzare, riferendosi invece alle sole praticate o futuribili nel caso Mps, le condizioni generali alle quali la banca, e con essa l'intero sistema economico e finanziario collegato, verrebbero a sottostare. In tal senso, il compito del prossimo capitolo sarà quello di dar conto degli strumenti applicativi, delle aree di rilevazione, e degli effetti economici e finanziari di ciascuna soluzione. Questo permetterà, ad esempio, di dar conto delle differenti direttrici lungo le quali orientare il piano di risanamento autonomo, a cui una banca può genericamente andare in contro, onde uscire dal dissesto finanziario. Ed ancora, nello stesso ambito, al capitolo sarà assegnata la trattazione degli strumenti di intervento pubblico a risanamento della banca in crisi, dando notazione, in questo caso, delle forme di prestito convertibile in capitale riconosciute dalla dottrina e dalla prassi come manifestazioni di schemi negoziali tradizionali. Da ultimo, poi, il capitolo affronterà il tema della *private merger*, definita, onde presente la clausola di accollo dei debiti¹²³, operazione di P&A¹²⁴. Ovviamente, stante la già specificata natura degli interventi, o delle strategie di uscita dal problema, si cercherà di dare conto dei dettagli operativi, di seguito definiti strumenti e strategie applicative.

Fondamentale apporto alla trattazione del tema oggetto di studio, sarà poi fornito dalla sezione riguardante l'analisi delle *surplus area*, generate da ciascuna delle diverse strategie risolutive. Anche queste riprendendo il background teorico visto nel corso dei precedenti capitoli, si tenterà di mostrare il formarsi dell'area di surplus all'applicarsi degli strumenti che compongono la soluzione scelta: strumenti, in questo caso, perfettamente coincidenti coi già menzionati strumenti applicativi. Questo permetterà di conoscere entro quali confini si rintraccia il surplus, privato o sociale che sia, generato dalla soluzione scelta, in base agli strumenti applicativi individuati per la sua implementazione.

¹²³ Qualora questi siano debiti, trovano manifestazione contabile come tali sebbene siano in realtà passività economiche registrate in bilancio come svalutazioni da impairment di asset. Qualora, invece, siano contabilizzati come passivo di bilancio, si tratta di accollo di strumenti finanziari con posizione in perdita. Si veda, in tal senso, la contabilizzazione degli strumenti finanziari derivati, ex IAS/IFRS Principle 39.

¹²⁴ Purchase and Assumption agreement, *ndr*

Da ultimo, infine, nell'intento di delineare in modo completo le determinanti influenti sul formarsi del predetto surplus, l'elaborato rileverà le principali problematiche di natura economica, emergenti nell'applicare le soluzioni sopra menzionate. Tali problematiche, riferibili alla teoria economica in materia prevalentemente contrattuale, discenderanno dall'ipotesi di imperfetto funzionamento dei mercati: ipotesi, questa, già considerata si dalle prime pagine di questo testo.

I. IL RISANAMENTO AUTONOMO

Il concetto di risanamento autonomo rientra tra i tre *resolution path*, di cui si era fatta menzione nel corso del capitolo secondo. Richiamandovi, qui, brevemente, definiamo risoluzione di tipo privato quella che si fonda sull'assunto secondo il quale, al manifestarsi della condizione di dissesto bancario, l'istituto decida di ripristinare la propria continuità gestionale per via autonoma, senza ricorrere ad alterazioni esterne, quindi di provenienza pubblica, della sua solidità patrimoniale. Per darne descrizione più adeguata e completa si era, nel corso del precedente capitolo, fatto riferimento ai concetti di riduzione della probabilità di default, e si era, in questo senso, richiamato alla variazione del valore dell'equity come determinante fondamentale dell'incremento di questa. A ciò, si era detto, alla banca si prospettano due distinte soluzioni operative: l'incremento del valore del capitale, da cui la copertura a carico dei vecchi azionisti della riduzione di valore; la conversione di debito in capitale, o Debt to Equity Swap, che permetteva alla banca di raccogliere risorse con le quali ridurre la posizione debitoria, e consolidare le garanzie di capitale a favore della parte di essa rimanente¹²⁵.

Come già detto precedentemente, le due soluzioni sono praticabili quanto difficoltose: infatti, come precisato dagli autori di questo importante riferimento teorico¹²⁶, le due operazioni presentano elementi di grande criticità, in quanto ammesse in condizione di sopportabilità delle perdite da parte degli azionisti pre-esistenti, in un caso, e ammesse in ipotesi di riconosciuta validità del teorema di MM¹²⁷ nel secondo caso. Queste, tuttavia, devono scontare una necessaria contestualizzazione, entro la quale vengono riportate in accostamento con altri strumenti e strategie applicative, dalle quali possa potenzialmente derivare la convenienza economica alla loro applicazione.

¹²⁵ Landier A., Ueda K. – The Economics of Bank Restructuring: Understanding the Options – IMF Staff Position Note, IMF, Jun 2009

¹²⁶ Landier A., Ueda K. – The Economics of Bank Restructuring: Understanding the Options – IMF Staff Position Note, IMF, Jun 2009

¹²⁷ Teorema di Modigliani e Miller, *ndr*

La crisi che ha investito il mondo tra il 2007 ed il 2011 ha spinto le banche dei diversi continenti, in diverse fasi, a ricapitalizzarsi. Negli Stati Uniti, il capitale è ben superiore al necessario, secondo il calcolo del Tier 1 Ratio pari al 13,1% medio¹²⁸. In Europa, invece, lo sforzo è stato più frazionato, ma ha portato l'RWA medio ben sopra il 12%, ed il Tier 1 a valori almeno pari al 10%, contro il 7% registrato nel 2008. Il costo di quest'aumento è stato, secondo le stime, pari a €200 bn. In questo computo si ricomprendono tutte le iniziative di incremento del capitale, includendovi anche quelle sostenute dal governo.¹²⁹

i. GLI STRUMENTI PER IL RISANAMENTO

Il risanamento autonomo di una banca si caratterizza per una moltitudine di interventi possibili: di essi, alcuni, discendendo da un *framework* comune alla trattazione del risanamento d'impresa, sono facilmente accomunabili a quelli appropriati alla trattazione del tema in ambito economico. Questo, ovviamente, sebbene siano da considerarsi le dovute differenze afferenti alle dinamiche di *funding* e struttura del bilancio. Altre forme di intervento, invece, sono proprie esclusivamente delle banche.

Nel presentare il *tool kit* di intervento privato, e quindi gli strumenti che lo compongono, è bene dapprima specificare che questi rientrano in tre direttrici di intervento fondamentali:

- ristrutturazione operativa, che racchiude le differenti soluzioni di intervento volte a riportare l'impresa bancaria alla massima efficienza, tanto sotto il profilo organizzativo, quanto sotto quello economico emergente dalle risultanze di bilancio;
- ri-focalizzazione operativa, consistente invece nello spostamento ad altre aree di operatività nelle quali insistere, con conseguente cambiamento dei principali business presidiati, e delle *practise* utilizzate;
- consolidamento patrimoniale, consistente negli interventi afferenti al *funding* della banca, e alla ricalibratura delle diverse sorgenti di capitale nella dinamica di funzionamento complessiva.

Come già precisato, condizione di partenza è che gli strumenti di intervento afferenti le tre direttrici evidenziate, sebbene indicanti obiettivi tendenzialmente distinti, e quindi propri a problematiche diverse rilevate nel caso in esame, possono essere usati complementariamente, al fine di assicurare la miglior riuscita dell'operazione di risanamento.

¹²⁸ Dwyer G. P. – Notes From The Vault – Federal Reserve Bank of Atlanta, Apr 2011

¹²⁹ European Union: Publication of Financial Sector Assesment Program Documentation – IMF Mar 2013

Ciò detto, si proceda a considerare gli strumenti afferenti la ristrutturazione operativa. Per una simile analisi è bene considerare che la probabilità di default, e il suo incremento, discendono da un valore degli asset in diminuzione. Come si era visto, infatti, la condizione è data quando $V(A) < V(D) + V(E)$. Questo dipende, a sua volta, dal valore che viene associato ad A: le metodologie di misurazione del valore, molteplici tanto nell'analisi del valore di un'impresa, quanto nel caso specifico di una banca, suggeriscono che a formare il valore finale siano molteplici fattori. Prendendo, ad esempio, in considerazione il metodo del FCFE¹³⁰, il valore A dell'impresa bancaria sarebbe dato dall'equazione

$$A = \sum_{x=1}^n \frac{FCFE_x}{(1+i)^x} + \frac{TV}{(1+i)^n} + D$$

Dove TV è pari al *terminal value*¹³¹, D è il *face value* del debito. E data l'equazione vista in precedenza, in base alla quale

$$V(A) = V(D) + V(E) \text{ e } V(E) = \sum_{x=1}^n \frac{FCFE_x}{(1+i)^x} + \frac{TV}{(1+i)^n}$$

V(A) sarà uguale alla somma di V(E) e V(D).

Come conseguenza, modificare il valore di FCFE equivale a modificare il valore atteso dell'equity, e della probabilità di default che ne consegue.

Una considerazione ulteriore, che offre una variante al modello di valutazione, è proposta da Rutigliano¹³², il quale suggerisce come, per una banca, non sia possibile la distribuzione dell'utile in toto, ma permanga l'obbligo di attenersi al capitale regolamentare previsto dalla legge. Questo fa sì che in presenza di incremento del valore dell'esposizione la banca dovrà apportare delle variazioni a patrimonio di vigilanza: in questo modo, allora, il valore del flusso da considerare sarà dato dall'equazione:

¹³⁰ Free Cash Flows to Equity, metodologia valutativa che si fonda sulla determinazione del valore di un'impresa attraverso la rilevazione del valore dei flussi di cassa operativi netti destinati alla remunerazione dell'equity.

¹³¹ Il calcolo del TV segue diverse metodologie. Quella suggerita più di frequente, ed anche ritenuta dalla letteratura la più coerente con la metodologia considerata, consiste nell'usare non i flussi ma l'utile, definito e. Ipotizzando un tasso di crescita g, secondo il modello di Gordon possiamo stimare il valore atteso attraverso la formula della rendita perpetua, in progressione geometrica di ragione 1+g, scontata al costo dell'equity Ke, e corretta per un tasso di riservizzazione Δ. L'equazione che segue mostra il TV.

$$TV_n = (E - \Delta MP) / (K_e - g)$$

¹³² Rutigliano M. – L'analisi per la valutazione delle banche – L'analisi del bilancio della banca, Cap 15, Egea Milano, Sept 2012

$$FT_t = FCFE_t \pm \text{variazioni patrimoniali}$$

Da qui, il valore dell'Equity E diverrebbe

$$V(E) = \text{Excess Capital} + \sum_{x=1}^n \frac{FT_x}{(1+k_e)^x} + \frac{TV}{(1+k_e)^x}$$

Dove un'interessante, ulteriore, aggiunta è stata fornita dall'Excess Capital, rappresentato dalla differenza tra il capitale di vigilanza effettivo e quello regolamentare, e costituente un elemento di elevato ed indiscusso valore, in quanto garanzia di copertura. Ovvio che tale valore diviene negativo se la banca si trova in dissesto.

L'incremento del valore del flusso di cassa all'equity, che permette di accrescere il valore dell'impresa fino al *trigger point* ottimale A^* , a sua volta consegue dalla formula della sua determinazione. Se il flusso di cassa è dato da

$$\text{Utile Netto} + \text{Costi Non Monetari} - \text{Ricavi non monetari}$$

Questo diviene flusso di cassa operativo quando, ad esso, si risommano gli investimenti e si sottraggono i disinvestimenti, ed ancora diviene FCFE, ossia flusso di cassa operativo per il solo equity, quando si sottraggono gli aumenti di capitale.

Per accrescere il valore del flusso di cassa, allora, è possibile agire su Ricavi Monetari (in incremento), ovvero sui Costi Monetari (in diminuzione). Richiamando, adesso, alla struttura del bilancio bancario, vista nei capitoli precedenti, l'accrescimento del valore del flusso passa attraverso l'incremento del valore del margine di interesse l'aumento del margine di intermediazione, e l'aumento del risultato operativo. Il primo viene incrementato se si accresce la differenza tra interessi attivi e passivi della banca: questo avviene, a sua volta, non certo con un aumento dell'esposizione creditoria (per una banca in crisi è già difficile sostenere quella che detiene), bensì attraverso un miglioramento della qualità del portafoglio crediti, e una ricerca di interessi passivi più bassi da pagarsi ai correntisti ed ai prestatori di fondi. La prima delle due operazioni, chiamata *deleveraging*, di solito consiste nella transizione a forme di credito maggiormente remunerate e qualitativamente ottimali¹³³. La seconda, al

¹³³ Maggior rendimento al rischio, ricercato attraverso lo smobilizzo di crediti in essere e l'acquisizione di nuove posizioni. Nel *deleveraging* rientra anche ulteriore capital raise, soluzione che tuttavia non è agevole quando i

contrario, è più complessa da spiegare, in quanto si dipana su un lasso temporale maggiore, e individua maggiori leve di attuazione. Infatti un minor costo di raccolta non passa solo attraverso la ricerca di migliori condizioni di raccolta sul mercato, condizione, quest'ultima, che spesso può non riuscire: passa anche per la riduzione della probabilità di default della banca, a cui consegue una maggiore domanda di depositi da parte del mercato rivolta alla banca, che permetta a quest'ultima di agire in condizioni di tasso decrescente. In generale, per quest'ultimo strumento occorre un maggior tempo, quindi lo si esclude dal *tool kit*.

Altra area di intervento consiste nel margine di intermediazione: da questa transita il risultato dell'intermediazione mobiliare condotta su scadenze variegata, e svolta per conto terzi. La banca, nel tentativo di accrescere questo risultato, ricorre alle stesse leve che la portano ad accrescere il margine di interesse: migliora la qualità delle commissioni attive e riduce quelle passive pagate. Ovviamente, laddove la banca considerata operi con principale focalizzazione sull'intermediazione mobiliare per conto terzi, questo risultato rappresenterà il più importante nella formazione del reddito della banca.

Per finire, muovendosi in basso nel conto economico, emerge l'importanza del risultato operativo ante imposte, composto dal contributo che fornisce il trattamento contabile dei valori mobiliari in conto proprio, ed in più l'effetto che i costi operativi hanno sul risultato complessivo. All'interno del *tool kit*, uno strumento frequentemente utilizzato è quello della riduzione dei costi operativi. La scelta di dimensionarli dipende da diversi fattori, ma nella logica della semplice ristrutturazione operativa di una banca questo comporta la chiusura delle filiali, come conseguenza del *deleveraging* e della cessione di parte del portafoglio clienti ad altri operatori del mercato.

Per ciò che concerne la rifocalizzazione operativa, invece, si tratta sostanzialmente di analizzare il business che la banca presidia, e di comprendere se le condizioni evolutive del mercato, e contingenti dell'impresa bancaria, permettono alla stessa di continuare ad insistere sullo stesso mercato, migliorando le condizioni economiche e finanziarie. In altre parole, la banca deve essere in condizione di ragionare sul proprio ruolo nel contesto di mercato entro il quale è inserita, e per farlo necessita di conoscere se il predetto mercato sia per essa aperto, ovvero se risulti necessario cambiare disegno strategico. E' pur vero che, a differenza di una ristrutturazione operativa, una rifocalizzazione su business differenti del mercato bancario riesce più difficile a realizzarsi, e lunga a produrre i propri effetti¹³⁴: tuttavia, nella prassi contabile ed aziendale, esiste uno strumento, la valutazione prospettica

costi della raccolta sono eccessivamente elevati. Si veda, in proposito, Fratianni M., Marchionne F. – Banks' Great Bailout 2008-09 – Banks and Bank Systems, Vol 5 Issue 2, 2010 – Pag 7

¹³⁴ Le maggiori banche europee hanno realizzato progressivi aumenti della propria presenza in settori non core, come l'investment banking. Un esempio illustre è Deutsche Bank. Il dibattito sul bisogno di accrescere la

del valore di un'impresa, che permette di formulare delle ipotesi di partenza riguardanti il *going concern* e le variabili macro economiche afferenti una banca, da cui desumere un'indicazione riguardante il valore della stessa nel tempo. Una soluzione brillante per l'analisi del valore, alla quale ricorrere quando la banca operi in più business distinti, è l'analisi SOP¹³⁵, che permette di assumere la separatezza dei destini delle vecchie e nuove business unit nelle quali la banca opera, nel frangente temporale al quale viene estesa la valutazione.

Senza dilungarsi eccessivamente su aspetti di carattere valutativo e contabile, che non afferiscono propriamente allo scopo della trattazione di questo elaborato, si passi invece ad analizzare la terza direttrice lungo la quale procedere al riassetto, ossia quella del consolidamento patrimoniale.

In un intervento presso l'Università Bocconi, datato 5 Novembre 2012, il presidente di Monte dei Paschi, Alessandro Profumo, ha ricordato che in tempi di crisi la gravità del modello bancario italiano ed europeo è manifestata dal *funding gap* che le banche presentano¹³⁶. Nel corso di altri interventi pubblici, il presidente dell'istituto senese aveva ribadito come il problema di alcune banche sia la sovraesposizione in mutui alla clientela, rispetto al volume di depositi, e di raccolta diretta realizzata. Questa problematica conduce le banche, in tempi di difficoltà a raccogliere capitale sui mercati finanziari esteri, a ridurre l'esposizione e rimodulare la struttura di *funding* sulla quale poggia l'erogazione di credito: il passaggio da *wholesale funding*, presente in abbondanza nei periodi di espansione creditizia, al *retail*, presente in via quasi esclusiva in momenti di contrazione, spinge la banca a ridurre anche le esposizioni creditizie aperte con la clientela, nell'intento di riportare la struttura di finanziamento a livelli di pareggiamento.

redditività è spiegato nel paper: Chumacova D. et al. – Day of Reckoning for European Retail Banking – McKinsey Company, Jul 2012

¹³⁵ Acronimo di Sum Of Parts, somma delle parti. La definizione discende dal concetto di frammentazione del valore della banca in più segmenti operativi, che non inficiano la redditività l'uno dell'altro.

¹³⁶ Fonte: Corriere Economia, 5 Nov 2012

La scelta afferente la struttura di finanziamento, che la banca realizza in fasi di consolidamento finanziario, è sostanzialmente allineata con quella che la letteratura in materia identifica come la ratio ottimale di razionamento: le risorse *wholesale*, identificate come provenienti da emissione di bond, dal mercato monetario, e da operazioni finanziarie composite, in quanto *uninsured*, ossia sprovviste di copertura assicurativa, dovrebbero essere a breve termine, e rappresentare una frazione limitata del bilancio di una banca, giacché, specialmente per le banche commerciali, gli impieghi a cui le scadenze di queste sarebbero allineate sono numericamente ridotti; quelle *retail*, invece, in quanto assicurate e stabili, dovrebbero avere il ruolo principale di finanziamento, e rappresentare la fetta maggiore¹³⁷. La figura seguente riassume la struttura di funding ottimale per la banca.

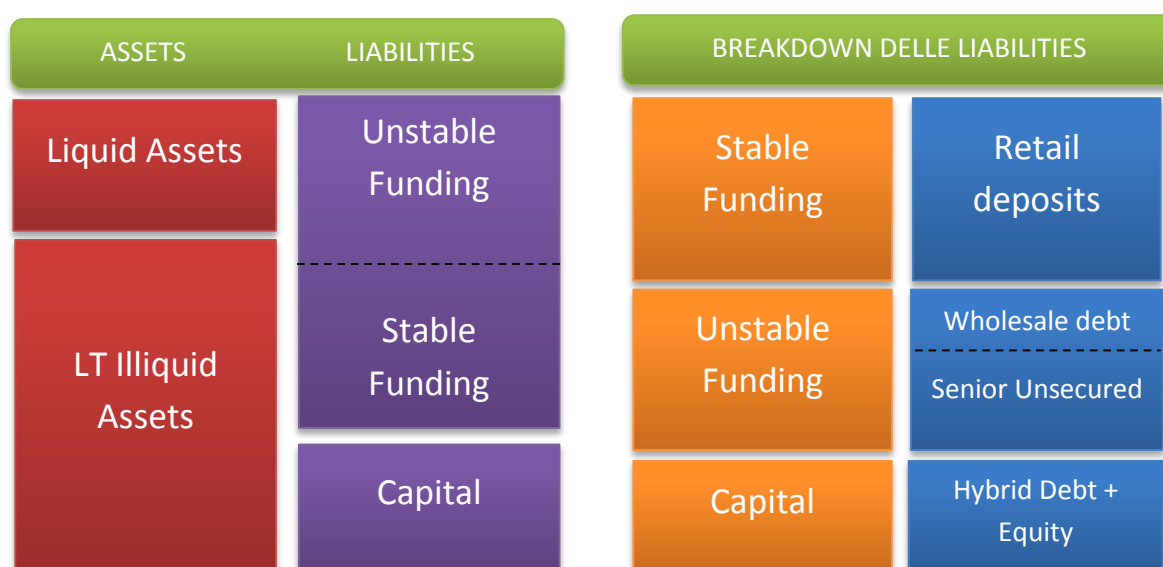


Figura 22: Funding structure e bilanciamento fonti impieghi

Quando la struttura finanziaria di una banca viene fortemente variata, con crescita esorbitante delle passività *wholesale* e delle attività illiquide e a lungo termine, il primo risultato a cui si assiste è la crescita della probabilità di insolvenza, come conseguenza della maggiore esposizione al rischio di illiquidità e di insolvenza.

Con particolare riferimento al caso europeo, lo studio del IMF sul mercato bancario ha evidenziato alcuni fattori di peculiare e significativa debolezza. Partendo dalla considerazione di alcuni indici fondamentali di misurazione della stabilità della *funding structure* della banca, la ricerca ha analizzato

¹³⁷ Le Leslé V. – Bank Debt In Europe: Are Funding Models Broken? – IMF Working Paper, Dec 2012

soprattutto il comportamento del *funding gap*, del LDR¹³⁸, dell'incidenza del *wholesale* sul totale dell'attivo e l'incidenza del *retail funding* sul totale dell'attivo. La ricerca evidenzia dati negativi relativi ai tre indici predetti: il *funding gap*, ad esempio, è, in aggregato, pari a \$3 bn, contro un valore positivo degli Stati Uniti (ossia un surplus), pari a \$1.8 bn; il LDR, ancora, è pari al 118% medio¹³⁹, contro il 62% US (in Italia è mediamente pari al 130%, nel 2012); anche il peso del *wholesale funding* è elevato, ma di esso una fetta significativa è rappresentata da passivo instabile, ossia a breve termine, così acuendo l'esposizione al rischio di variazione del costo del capitale.

Quando una banca affronta una simile difficoltà, quest'ultima si espone direttamente al bisogno di accrescere le garanzie offerte ai propri prestatori di fondi, nell'intento di ridurre l'impatto dell'elevata probabilità di default che consegue ad una più debole struttura finanziaria. In caso di *financial distress*, l'intervento di consolidamento patrimoniale verterà, allora, sul miglioramento dell'adeguatezza patrimoniale, per un verso, e sulla struttura finanziaria complessiva, per un altro. Riferendosi alle banche europee, ed alla ricerca IMF discussa precedentemente, le risultanze emerse da questa sono indiscutibilmente propense a riconoscere la strada migliore nel consolidamento finanziario, e non già su aumenti di capitale. Insomma, la risoluzione del problema di *funding* di una banca è risolvibile non solo a mezzo del classico aumento di capitale, che nell'immediato ricostituisca le risorse finanziarie necessarie a garantire le risorse agli impieghi, e che eventualmente copra le perdite durevoli di valore registrate da parte di questi. Invero, e più significativamente, la banca necessita di modificare la propria struttura del passivo finanziario, attraverso diverse soluzioni. La diversificazione del passivo, dapprima, aiuta a fornire una variegata provenienza e correlazione delle fonti di passivo, e del loro costo, alla banca, che in questo modo diversifica ottimamente il rischio connesso alla controparte finanziatrice. La minimizzazione dei disallineamenti temporali e valutari tra attivo e passivo, al contempo, aiuta a limitare il formarsi di problemi di liquidità, che aggravano il rischio di default. L'ottimizzazione delle risorse di provenienza *wholesale*, per scadenza e incidenza, aiuta a prevenire l'esposizione a fattori ciclici di variazione del costo del capitale, con conseguente riflesso sul conto economico all'interno del margine di interesse. Se queste rappresentano, in generale, le forme di intervento per il consolidamento patrimoniale, gli strumenti veri e propri da inserire nel *tool kit* sono invece più dettagliatamente descritti come segue.

¹³⁸ LDR è acronimo di Load to Deposit Ratio.

¹³⁹ Il dato si riferisce al frangente temporale corrente, mentre quello riportato nel capitolo III dell'elaborato faceva riferimento al periodo di rilevazione, ossia il quadriennio 2004-07, che in quanto segnato da espansione creditizia si rivelava maggiore, pari al 125%.

Primo strumento consiste nell'aumento delle attività liquide, che sono facilmente liquidabili in caso di necessità di risorse, o di difficoltà di *roll-over* del passivo¹⁴⁰. Cedere mutui e prestiti alle imprese al mercato è, invece, il secondo strumento. Il classico *deleveraging* infatti aiuta a rimodulare la struttura finanziaria. A livello di singolo istituto, anche la riduzione del credito e il ritorno alla *securitization* aiuterebbero a rafforzare la posizione finanziaria. Il supporto all'emissione di corporate bond, in sostituzione del prestito tradizionale, costituisce un ulteriore strumento. Infine, la cessione di attività non core, e di business capital intensive e a bassa creazione di valore aiuta la banca ad accrescere la redditività del capitale e migliorare le provviste di risorse a disposizione.

Sul lato del passivo, invece, il problema dell'allineamento temporale tra funding e attivo, unito alla provvista di risorse garantite e stabili, supporta le banche nella composizione del *funding*. A questo si aggiunge l'ultimo strumento, che consiste nell'adeguatezza dell'apporto di capitale.

E' interessante notare che questo genere di iniziative diverrebbero gli strumenti ufficialmente concessi in uso alla banca che entrasse in crisi a partire dal 2014, secondo quanto contenuto nella proposta di direttiva CE Liikanen: quest'ultima, atta ad assicurare che la banca scelga operazioni di salvataggio autonomo dalle crisi, anziché scaricare i costi del dissesto finanziari su governi europei¹⁴¹

ii. L'AREA DI SURPLUS E L'EQUILIBRIO TRA LE PARTI

In base a quanto detto sin qui, la banca che decida per un intervento di ristrutturazione totalmente perpetrato in via privata si scontra con l'interesse di una ampia platea di soggetti, coinvolti ex novo o già prima ascritti alla sfera di interessenze che ruotano intorno alla banca stessa. Vecchi e nuovi stakeholder, per fornire un'analisi completa del problema, dovrebbero essere a loro volta acclusi nello schema negoziale: questo permetterebbe di valutare se il piano di risanamento produce un beneficio di carattere socio-economico, ossia di conoscere l'impatto del riassetto sul contesto sociale, attraverso l'analisi del versante occupazionale e della partecipazione al beneficio prodotto dalla ristrutturazione.

Ciò nonostante, questo falserebbe i risultati dell'analisi. Prima di tutto, infatti, questa tipologia di intervento non coinvolge soggetti il cui compito consista nella tutela della società, quindi dell'ampia

¹⁴⁰ In tal senso, l'introduzione, con Basilea III, del requisito LCR, dovrebbe fornire un incremento di provvista necessario a garantire un buffer di risorse.

¹⁴¹ La proposta Liikanen, formulata nel 2012, riguarderebbe l'emissione di equity in conversione di strumenti finanziari, al fine di coprire il fabbisogno di capitale in fase di ricostituzione dell'equilibrio finanziario di una banca. Tali strumenti sarebbero, secondo la proposta, considerati come senior unsecured, OTC derivatives, exciding deposits (oltre i 100.000 per capita/banca) ed altri non garantiti. Per approfondire si veda: Le Leslé V. – Bank Debt In Europe: Are Funding Models Broken? – IMF Working Paper, Dec 2012 – Pag 20 , Box 2

platea di stakeholder che possono beneficiare dal riassetto. Al contrario, la soluzione per via privata è sospinta dalla scelta degli investitori e del management di una banca di mantenere la propria attenzione focalizzata sul bisogno di risorse a sulla rimodulazione di queste nel bilancio. E proprio la rimodulazione non ha, tra le caratteristiche fondanti, quella di generare benefici, bensì quella di allocare dei costi in capo a quanti ritenuti destinatari degli stessi. Solitamente, il problema diviene l'accettazione da parte degli *equity holders* preesistenti delle perdite generate dall'aumento di capitale: quest'ultimo, non solo è diluitivo della quota degli azionisti preesistenti, ma assume l'accettazione del rischio di sottoscrizione di quote di una banca in crisi da parte di nuovi azionisti. Molti autori riconoscono questa via come sostanzialmente impraticabile per tutte le banche: Hoggart Reidhill e Sinclair, ad esempio, scrivono che tutte le operazioni che caricano costi di dissesto sugli azionisti della banca producono shock di mercato, così favorendo l'intervento pubblico¹⁴²; Landier e Ueda, invece, assumono che questo sia possibile solo a condizione di perfetta simmetria informativa tra le parti, da cui discendano contratti completi ed efficienti, soprattutto nei prezzi.

Chiaramente, lo scetticismo intorno all'ipotesi di simile risoluzione è profondo: a fronte della conclamata difficoltà ad agire tempestivamente, che porta il mercato a dar seguito allo stato di dissesto prima che la banca possa essere consolidata, si affianca anche l'assunto, sprovvisto della base razionale, secondo il quale gli azionisti accettino sempre e comunque l'aumento di capitale oneroso, che sia quantomeno diluitivo, se non anche gravoso sul *carry price* delle azioni da questi detenute. In altre parole, come si era visto in precedenza, le operazioni di riassetto, escluse quelle di lungo respiro e di impatto reddituale, vertono sulla trasformazione del debito in forme diverse, meno rischiose, tra cui l'*equity*, o sulla sottoscrizione di nuovo *equity*. Nonostante, moltissime banche ricorrono ad una soluzione simile, e lo fanno scontando anche diversi successi in termini di collocamento.

Venendo ai soggetti coinvolti, lo schema seguente, derivato da una rielaborazione di quello suggerito da Hoggarth Reidhill e Sinclair, fornisce un quadro delle principali categorie di soggetti coinvolti nelle operazioni.

¹⁴² Hoggart G., Reidhill J., Sinclair P. – On the resolution of banking crises: theory and evidence – Bank of England, 2004 – Pag 15

	Vecchi azionisti	Nuovi azionisti	Stato	Manager e dipendenti	Creditori Uninsured	Creditori Insured
Debt Restructuring	Diluizione della quota, nessun accollo di perdite	Uninsured Debt Holders, divengono azionisti per la quota di debito a cui rinunciano	Non Presente	Non coinvolti	Convertiti in equity, sostengono un costo pari a $V(D) - V(D')$ ed ottengono pari valore in equity	Non coinvolti
Nuovo Equity	Diluiti a $Q/E' < Q/E$, perdono il valore $V(D') - V(D)$	Indifferenti	Non Presente	Non Coinvolti	Guadagnano $V(D') - V(D)$	Non Coinvolti
Ristrutturazione Interna	Guadagno solo nel lungo periodo, dato da $\sum_t (FCFE_t' - FCFE_t) / (1+Ke)^t$ se $\sum_t FCFE_t' > \sum_t FCFE_t$	Non Presenti	Non Presente	Possibili licenziamenti	Non coinvolti	Non Coinvolti
Rifocalizzazione	Guadagno solo nel lungo periodo, dato da $\sum_t (FCFE_t' - FCFE_t) / (1+Ke)^t$ se $\sum_t FCFE_t' > \sum_t FCFE_t$	Non Presenti	Non Presente	Possibili licenziamenti	Possibili haircut e rinegoziazione, perdita pari a $V(D) - V'(D)$	Ceduti a banche o mercato, indifferenti

Tabella 10: Soggetti coinvolti e surplus area della Private Way

La tabella evidenzia quali soggetti siano coinvolti nella formazione del surplus della transazione. Al solito, in questa fase, si ipotizza la linearità dei payoff a carico od a beneficio di ciascuno degli attori coinvolti, rispetto al prezzo del sottostante: in altre parole, si assume l'inesistenza di alterazioni al prezzo di mercato corrente.

Sulla base di questo assunto, è possibile derivare l'equazione che determina il surplus generato in una transazione. Poiché si tratta di una transazione privata, ossia del surplus generato nel resolution path percorso in assenza di aiuto del soggetto pubblico, e per questo definito Private Way, l'intervento dello Stato sarà totalmente escluso dalla transazione.

L'equazione, pertanto, includerà:

ES: Posizione degli *existing shareholders*, data come somma di diluizione della quota, perdita eventualmente subita dalle azioni detenute, guadagno da ristrutturazione e guadagno da rifocalizzazione.

IS: posizione degli *incoming shareholders*, ossia dei nuovi azionisti, che percepiscono $E' - E$ in cambio di $V(D) - V'(D)$, in caso di rinegoziazione; gli stessi sono invece indifferenti in caso di emissione di nuovo capitale in sostituzione; percepiscono, infine, eventuali proventi da ristrutturazione e rifocalizzazione.

ME: posizione dei manager e dei dipendenti, il cui licenziamento ha dei costi sociali, che si riflettono anche sulla perdita di competenze della banca. Questi non sono, tuttavia, difficilmente determinabili, sebbene a causa della natura della voce, il valore sia solitamente negativo.

UC: creditori non assicurati, che rimangono indifferenti in caso di ristrutturazione del debito ed interna, mentre si espongono a perite possibili in caso di rifocalizzazione e rinegoziazione, nonché ad incremento di valore del debito detenuto da $V'(D) - V(D)$ in caso di emissione di nuovo equity.

IC: sono i creditori assicurati, prevalentemente correntisti, sempre indifferenti in quanto non vengono colpiti nella porzione di credito di loro pertinenza.

L'equazione, nel complesso diviene:

$$TNS_{PW} = ES + IS + ME + UC + IC + SI$$

Si precisa ancora che SI, o social impact, è una variabile da considerare in relazione della possibile inclusione di effetti ulteriori sull'ambiente socio-economico, nonché sulle realtà territoriali, di maggior presenza della banca in dissesto¹⁴³.

Richiamando alla letteratura esistente in materia, da cui la formula sopra riportata si discosta solo leggermente, è possibile considerare, in questo caso, la variabile SI come il beneficio sociale, il cui valore positivo, e superiore alla differenza tra il valore facciale del debito post ed ante ristrutturazione, dà come risultato la convenienza alla partecipazione volontaria al piano¹⁴⁴.

¹⁴³ La ricerca non ha come obiettivo questa particolare variabile e la sua misurazione, pertanto sebbene inclusa per dovere di completezza non se ne farà ulteriore menzione di seguito.

¹⁴⁴ Landier A., Ueda K. – The Economics Of Bank Restructuring: Understanding The Options – IMF Staff Position Note, IMF, Jun 2009 – Pag 20

iii. PROBLEMI APPLICATIVI DELLA SOLUZIONE: L'OPPORTUNISMO PRECONTRATTUALE E L'ASIMMETRIA INFORMATIVA TRA LE PARTI

Sebbene quanto sopra riportato appaia sufficiente a spiegare le determinanti e le direttrici di sviluppo del fenomeno della ristrutturazione privata delle banche in crisi, questo *framework* risente dell'ipotesi di mercati perfetti ed efficienti, fatta in partenza, che giustifica perfetta linearità tra il valore degli asset di una banca, A , ed i prezzi degli stessi rilevati sul mercato. A questo, poi, si accompagna anche l'ipotesi di efficienza dei mercati finanziari, secondo la quale, attraverso le informazioni di interesse pubblico, gli investitori sarebbero perfettamente in grado di convenire alla formazione del prezzo degli asset.

Nella realtà fattuale, tuttavia, questi assunti non solo non appaiono desumibili come condizioni di partenza realistiche per un'analisi del mercato finanziario: finiscono per tralasciare, peraltro, la parte più interessante della trattazione, che consiste nell'identificazione, ed ove possibile del superamento, degli ostacoli sorti a contrasto della chiusura dell'operazione di riassetto.

Gli ostacoli di cui si parla sono, tipicamente, quelli connessi all'asimmetrica distribuzione delle informazioni tra gli attori intervenenti in un'operazione di riassetto: dall'asimmetria informativa, poi, sorgono problemi di opportunismo precontrattuale, o classico problema dei bidoni, che spinge il mercato lontano dall'operare in condizione di efficienza.

Come anticipato, il primario e più elementare problema che si presenta alla risoluzione della crisi bancaria secondo le regole e gli schemi visti in precedenza è quello relativo all'asimmetrica distribuzione di informazioni relative al valore degli asset della banca. In altre parole, se dal valore degli asset dipende la probabilità di default della banca, e questi sono sovrastimati così da viziare la stessa probabilità, la convenienza economica relativa alla scelta del intervento di swap di debito in capitale, come di rimodulazione del funding *wholesale* e *retail*, come ancora di eventuale apporto di nuovo equity, può venir facilmente falsata. Si consideri il caso dello swap. In questo, ricordando il valore della probabilità di default ottimale $p^* = F(A^*)$, con $A^* \geq D'$, e $A_0 = V(D) + V(E)$, lo swap convertirebbe $V(D) - V(D')$ in equity, lasciando l'indebitamento a livello D' . Tuttavia, se la probabilità ottimale fosse più bassa, con conseguente maggior quota di *face value* del debito a cui rinunciare, la convenienza economica dell'operazione si ridurrebbe. Anche nel caso di aumento di capitale volontario, se la banca avesse bisogno di un apporto pari a $E' - E = Cash$ per ottenere $A + Cash = A^* = F^{-1}(p^*)$, tuttavia con conseguente diluizione e perdita del dividendo nella

misura del $[Q(E') - Q(E)] * d$, oltre che di riduzione del valore pari a $V'(D) - V(D)$, in carico agli azionisti pregressi, se Cash fosse sottostimato gli azionisti post aumento (vecchi e nuovi) avrebbero una perdita, seguente alla scoperta della reale condizione di sottocapitalizzazione.

Altro problema, poi, riguarda nello specifico la rimodulazione delle fonti, quando parte di esse è destinata al mercato, in forma frazionata ed unsecured, mentre un'altra parte è molto più concentrata. Le banche emettono *wholesale* unsecured bond, su diverse scadenze, tanto a favore di risparmiatori ed investitori singoli, quanto verso altre banche. Queste ultime, sia per competenze tecniche sia per vicinanza alla *soundness* del mercato, dispongono di informazioni più accurate circa lo stato di salute delle banche, e sono in grado di truccare le informazioni che trasmettono al mercato attraverso la segnalazione: quando sopraggiunge un rischio di illiquidità o default di una banca, se le altre stimolano alla conversione, queste beneficiano dell'incremento del valore del proprio credito, come visto in precedenza, senza subire perdite. In linea di massima, anche il *bond holder* ottiene lo stesso risultato, se la conversione è basata su un NPV alto, nonché superiore al valore della liquidazione. Non è invece così nell'ipotesi in cui la banca mascheri la propria reale posizione, salvo poi rivelarla quando questa si mostra nuovamente insostenibile: in quel caso l'equity perde di valore. Un simile problema, più vicino all'azzardo morale che all'asimmetria informativa ed al problema dei bidoni, si amplia quando si estende a diverse banche, causando una riduzione sistemica del surplus da ristrutturazione: essa è infatti dovuta allo sconto con cui la conversione è praticata ai *bond holders*, per favorirne la partecipazione, da parte delle banche con reali chances di recupero (quindi con NPV realmente positivi)¹⁴⁵.

II. L'APPROCCIO PUBBLICO ALLA RISOLUZIONE DEL PROBLEMA

Nella sezione seguente si darà conto della via pubblica alla soluzione del dissesto. Tale percorso, ancorché spesso prescelto nel caso di salvataggi bancari, rappresenta anche quello ammantato da maggior criticità, e di maggiori interrogativi, circa la reale efficacia della soluzione: questo infatti produce, con fin troppa frequenza, un'indebita manipolazione del mercato, a cui consegue un eccesso di costi caricato sui contribuenti e un progressivo allontanamento dall'efficienza. Un primo tema controverso, pertanto, non può che essere la reale bontà dell'intervento pubblico, studiata alla luce del valore aggiunto che essa è in grado di apportare al sistema socio economico, ed al netto del

¹⁴⁵ Il fenomeno è descritto, in relazione alle imprese, da Sanjay Banerji e Pinaki Bose. Banerji S., Bose P. – Asymmetric Information, Choice Of Workout Under Financial Distress And Absolute Priority Violations – McGill University, University Of Memphis

taxpayer contribution pagato per ottenerlo. Troppo di frequente, un'analisi simile produce risultati non soddisfacenti. Un secondo tema, invece, riguarda l'effetto che il salvataggio pubblico produce, sul costo delle fonti e sull'incentivo ai manager a renderle stabilmente profittevoli, nell'efficienza operativa delle banche. Da questo poi discende il dibattito relativo all'azzardo morale delle banche.

i. LE VIE DEL RISANAMENTO PUBBLICO

Il *public intervention* a sostegno delle banche rappresenta una soluzione in costante evoluzione nel tempo. La sua variabile fondamentale, ossia il *commitment* finanziario che il soggetto impiega nel salvataggio, varia in virtù delle differenti condizioni di contesto, tra le quali figurano la portata della crisi, sistematicità della banca o delle banche coinvolte, la rapidità dell'intervento, la fluidità di informazioni sul mercato. Tutti questi fattori convergono a incrementare il valore dell'esborso pubblico, man mano che cresce la loro importanza.

Oltre al volume pagato a sostegno del risanamento della banca, il *commitment* del governo si misura anche attraverso il tipo di contributo versato. Questo, secondo la letteratura, può essere prestato nella forma di *capital injection* o garanzie: *l'injection* avviene attraverso l'erogazione di finanziamenti, la sottoscrizione di equity, o l'acquisto di asset; le garanzie vengono, invece, prestate su emissioni di obbligazioni destinate a mercato. Ovviamente, come ricordato da Hoggarth Reindhill e Sinclair, e da altri autori, il range di opzioni si estende tra due estremi, entro i quali sono comprese diversi opzioni.



Figura 23: Spazio di intervento pubblico a sostegno delle banche. Elaborazione dell'autore

La stessa scelta relativa al tipo di intervento è, poi, legata ai fattori sopra menzionati, tra i quali la sistematicità. Due importanti studiosi del fenomeno dell'azzardo morale delle banche soggette a salvataggio pubblico, meglio noto come fenomeno del *too big to fail*, riportano come la nazionalizzazione delle banche ed il conseguente esborso di capitale pubblico sia sostanzialmente conseguenza della sistematicità degli istituti all'interno del sistema economico di un paese: per prevenire uno shock del mercato del credito esteso a tutti i suoi operatori, il governo si fa carico delle

perdite di un istituto¹⁴⁶. L'evidenza empirica della recente crisi finanziaria europea ha rivelato, tuttavia, che quando il rischio di fallimento di una banca lascia emergere il potenziale dissesto delle altre, la nazionalizzazione o la prestazione diretta di fondi non rappresenta la soluzione più semplice, né la preferita, da parte dei governi europei. Questo, come visto nel corso del capitolo II, è testimoniato dalla quantità e dalla mole di garanzie pubbliche prestate a sostegno delle banche in crisi¹⁴⁷.

Ciò detto, se l'intervento governativo consiste nella sottoscrizione di capitale preesistente, l'operazione di nazionalizzazione consiste nell'acquistare E ad un prezzo pari ad $E + Cash$, con $Cash$ pari a sua volta a $D - A^*$, tale che $A^* + Cash = D$ e $F(A^* + Cash) = p^*$. In questo schema, il governo paga un sovrapprezzo di ammontare pari a $Cash$, che va a coprire la perdita di valore degli asset.

Un'alternativa alla nazionalizzazione è la sottoscrizione di azioni di nuova emissione. Questa prevede, parallelamente alla nazionalizzazione, il pagamento di un sovrapprezzo, da parte del governo, di ammontare pari a $D - A^* - V(D') + V(D)$, dove $V(D') - V(D)$ rappresenta la maggiorazione di valore del debito, causata dall'aumento del *recovery rate*, a seguito dell'aumento di capitale. L'ipotesi qui avanzata si accompagna perfettamente alla possibilità che le azioni siano di tipo *preferred*, o che si tratti di bond convertibili¹⁴⁸. Per dimostrare che si tratta di ipotesi aggiuntive che lasciano indifferente la valutazione, si considerino i due casi distintamente. Se l'emissione riguarda *preferred shares*, queste non maggiorano i costi di salvataggio per via dell'impossibilità di staccare dividendi, testimoniata dallo stato di illiquidità, e potenziale insolvenza, della banca stessa. Se, invece, l'emissione riguarda un prestito convertibile, in assenza di coupon l'emissione rimane nella forma di debito, ottenendo così lo stesso risultato dell'emissione di equity ordinario.

Tra le soluzioni a maggior rischio a carico dell'amministrazione pubblica, e quindi a maggior *taxpayer contribution* potenziale, rientra l'*asset purchase program*, consistente in una soluzione con la quale la banca vende a valore di libro gli asset in difficoltà, anche definiti *troubled*, così riducendo $A_t = A^* + Cash$. A sua volta, questo comporta che $p = p^*$, e che $D_t \leq A^* + Cash$. Il *taxpayer contribution*, in questo caso, ammonta alla differenza tra il valore di libro degli asset dismessi ed il valore reale, ossia $(A_0 - V(A^*) - V(Ta)) = Cash - V(Ta)$. Un altro modo di vedere questo è illustrato come

¹⁴⁶ Stern G., Feldman R – Too Big To Fail: The Hazards Of Bank Bailouts – Brookings Institution Press, Washington D.C. 2004

¹⁴⁷ Le garanzie emesse a favore delle banche, tanto su obbligazioni quanto a sostegno delle emissioni azionarie ammontano, solo per le banche europee e del Regno Unito, a €1,253 bn.

¹⁴⁸ Si intende considerare convertibile il caso di opzione esercitabile dal titolare (writer) dell'obbligazione; si considera convertendo, invece, il prestito obbligazionario convertibile in azione su iniziativa del issuer, e non del writer dell'obbligazione.

segue. Sia $1 + m$ il markup praticato alla frazione di asset a , da cedere in quanto in difficoltà. Dopo l'operazione, il valore dell'attivo di bilancio della banca è pari a $(1 + m) a V(A) + (1 - a) A = V(A^*)$. In questo modo, il costo pagato per $a V(A)$ asset è pari a $(1 + m) a V(A) = Cash$, che per inciso grava sulla collettività per $m a V(A)$ ¹⁴⁹.

Altra soluzione, per converso non coinvolgente l'equity della banca, riguarda l'emissione di obbligazioni ordinarie a favore dello Stato. Quest'ultimo, unico sottoscrittore, agisce acquistando l'emissione di bond che portano il valore del debito a crescere da $V(D)$ a $V(D')$. Le nuove risorse rimpiazzano l'equity, perso a causa della *mala gestio*, e forniscono il fabbisogno sufficiente a ripristinarne il valore attraverso il ripristino della continuità gestionale. La presenza di nuovo debito, subordinato ai depositi ed alle altre *insured liabilities*, consolida la posizione di queste ultime e riduce la probabilità di default.

L'ultima e più semplice soluzione praticabile, spesso supportata da molti studiosi per via del limitato esborso di danaro pubblico che comporta, è l'emissione da parte della banca di obbligazioni, collocabili sul mercato, a tassi ridotti, grazie alla garanzia statale di rimborso delle stesse. Le obbligazioni garantite dallo Stato operano nello schema della sostituzione di uninsured con insured debt, portando le obbligazioni al pari livello dei depositi. Sebbene l'indebitamento non aumenti in volume¹⁵⁰, il nuovo tipo di indebitamento avrà un *recovery rate* più alto, a cui corrisponde un valore $V(D') > V(D)$: questo porta di nuovo gli effetti della ristrutturazione del debito entro gli schemi che già sono stati descritti¹⁵¹.

ii. IL PUNTO DI VISTA DEL MERCATO

In questa breve sezione si intende dar conto dell'aspetto relativo alla partecipazione pubblica nelle banche, valutata dal punto di vista del mercato.

Il punto di partenza è che, in accordo con la teoria economica, se un operatore fallisce, questo dipende da fattori che manifestano la sua inefficienza, e lo sub-ottimalità operativa di un istituto bancario costituisce un allontanamento dall'efficienza che il mercato stesso risolve con la sua messa alla porta. Questo presuppone che, nonostante quanto riportato da grandi economisti del passato, in riferimento alle crisi bancarie, alla fiducia nel settore del credito, ed alla sistematicità delle ondate di panico, se

¹⁴⁹ Si veda Landier A. Ueda K. – The Economics Of Bank Restructuring – Understanding The Options – IMF Staff Position Note, IMF, Jun 2009 – Pag16

¹⁵⁰ Infatti il vecchio debito uninsured viene sostituito con il nuovo insured.

¹⁵¹ Per via del suo controverso posizionamento, non sarà menzionata nella tabella descrittiva della surplus area.

una banca non opera in efficienza, ossia in linea con la redditività ed i costi del settore, questa deve uscire dal mercato. Allora, quando il governo interviene in sostegno della banca in crisi, il mercato dovrebbe malgiudicare l'intervento.

Esistono, tuttavia, diverse teorie che supportano la presenza pubblica nel capitale delle banche, nonché giustificano l'operato delle amministrazioni quando intervengono in salvataggio delle banche in dissesto. Alcune in particolare, rientranti nelle così dette teorie dello sviluppo, supportano la visione secondo la quale per quanto inefficiente ed ingiustificabile in teoria, l'intervento governativo è in pratica utile a sostenere lo sviluppo di un paese, a mezzo del sostegno pubblico ai settori strategici, ed al credito alle industrie. Massimo esponente di questa visione teorica è Gerschenkron¹⁵², in quale sostenne la tesi secondo la quale l'industrializzazione della Russia nel 19° secolo fu resa possibile proprio da questo intervento.

L'altra tesi, detta politica, sostiene il beneficio complessivo della presenza del soggetto pubblico nei settori strategici dell'economia di un paese, tra i quali eminentemente la finanza, con l'argomentazione secondo la quale questo consente di veicolare le risorse verso quei progetti di pubblico interesse, che tuttavia presentano un NPV inferiore al necessario perché la loro adozione avvenga senza supporto statale. Tali progetti sono, è bene specificarlo, forme di deviazione dall'efficiente allocazione del capitale: ciò nondimeno, secondo i fautori di questo filone teorico l'investimento di una simile portata produce un beneficio sociale, non accluso alla valutazione a NPV, che converrebbe a rendere i progetti accettabili.

Sebbene le argomentazioni di entrambe le teorie siano di grande rilievo, come numerosi sono i seguaci e gli autori che hanno spalleggiato l'una e l'altra motivazione sostegno della partecipazione statale nelle banche, entrambe peccano di trascurare un aspetto fondamentale: le banche, come le imprese, partecipate da soggetti pubblici tendono, a ragion veduta, a dimostrarsi inefficienti più di quanto non lo siano le banche e le imprese non partecipate. In conclusione, quello dell'intervento pubblico non sarebbe un intervento risolutivo, ma peggiorativo delle condizioni di efficienza di un settore finanziario.

Questa conclusione sarebbe testimoniata da un interessante studio, condotto da tre ricercatori statunitensi su un campione di paesi, ove presenti tanto banche pubbliche quanto private. Le conclusioni della ricerca evidenziano un palese calo di efficienza strutturale in settori dove parte o tutte

¹⁵² Gerschenkron A. – Economic Backwardness in Historical Perspective – The Journal of Politics, Vol 25 Issue 3, Pag 592 e ss. – Cambridge University, MA 1962

le banche sono partecipate dallo Stato, evidenziando altresì che nessuna delle teorie giustificanti la presenza pubblica nel capitale possa essere ritenuta sensata¹⁵³.

Ad ogni modo, senza ricorrere a complessi studi, il modello europeo di sviluppo del settore finanziario, conseguenza della presenza pubblica lungamente testimoniata in esso, vede, oggi, un livello di efficienza inferiore a quello statunitense, dimostrato dalla maggiore intensità della presenza bancaria nelle transazioni finanziarie, quindi dalla maggiore intermediazione, affiancata da tariffe più elevate e volume inferiore; il minor grado di evoluzione, in questo caso nel settore del credito, è altresì testimoniato dalla minor presenza di operatori, e dal loro maggior grado di concentrazione delle quote di mercato.

iii. L'ALLOCAZIONE DEL SURPLUS

I confini entro i quali si compone l'area di surplus dell'intervento pubblico nel salvataggio della banca sono tracciati attraverso l'identificazione dei soggetti coinvolti in essa. Richiamando allo schema visto in precedenza, i soggetti risultati coinvolti nello schema negoziale privato ricorrono, in parte, anche nello schema di ispirazione pubblica: ciò nonostante, a margine della presenza degli stessi soggetti, ricorre con ancora maggior intensità il quesito relativo all'opportunità di accludere alla computo anche quanti rivestano un ruolo di stakeholder della banca, e pertanto siano marginalmente impattati dal beneficio prodotto dal salvataggio. In questo caso, in particolare, se l'intento dello Stato a momento dell'intervento è quello di prevenire crisi sistemiche che danneggino il sistema finanziario in primis, da cui derivi un danno a carico del sistema economico tutto, eventuali misurabili benefici prodotti dal salvataggio di una banca dovrebbero essere acclusi al calcolo del surplus generato dal salvataggio. Ebbene, se così fosse, si considererebbe per assurdo l'ipotesi di funzione sociale della banca: è pur vero che l'importanza sistemica delle istituzioni finanziarie sembra motivare da sé la funzione pubblica degli operatori, ma, come si è già detto, questo non è verificato da alcuna teoria. Quindi, nel calcolo del surplus, si considerino solo gli stakeholder ragionevolmente coinvolti, ossia quanti lo erano già stati nell'ambito del precedente schema.

Per ciò che concerne le operazioni rientranti entro la soluzione pubblica, queste sono state illustrate dettagliatamente nella sezione precedente.

¹⁵³ La Porta R., Lopez De Silanes F., Shleifer A. – Government Ownership of Banks – The Journal Of Finance, Vol LVII° N°1, Feb 2002

Facendo richiamo allo schema già visto allora, di seguito la tabella riporta gli attori coinvolti ed il tipo di coinvolgimento.

	Vecchi azionisti	Nuovi azionisti	Stato	Manager e dipendenti	Creditori Uninsured	Creditori Insured
Nazionalizzazione	Ricevono il valore nominale delle azioni, tendenzialmente superiore al valore di mercato.	Non Presenti	Paga il valore nominale delle azioni. Ha un payoff negativo, pari al taxpayer contribution totale	Licenziamenti e tagli pesanti	Rinegoziati, spesso con haircut e prolungamento della maturity	Non coinvolti
Sottoscrizione di nuovo equity	Diluiti a $Q/E' < Q/E$, perdono il valore $V(D') - V(D)$	Non Presenti	Indifferente, paga esattamente il valore del capitale che sottoscrive	Licenziamenti e tagli possibili	Guadagnano $V(D') - V(D)$	Non Coinvolti
Acquisto di asset a book value	Guadagno potenziale nel lungo periodo	Non Presenti	Paga solo $(1+m)$ a $V(A)$, e ci rimette certamente m a $V(A)$	Possibili licenziamenti	Guadagnano $V(D') - V(D) = m$ a $V(A)$, causato dall'aumento della liquidità degli asset	Non Coinvolti
Sottoscrizione di obbligazioni	Guadagno potenziale nel lungo periodo	Non Presenti	Paga il costo teorico del minor tasso praticato. In più in assenza di cedole	Possibili licenziamenti	Rimborsati, in parte. Indifferenti	Ceduti a banche o mercato, indifferenti

Tabella 11: Soggetti coinvolti e surplus area del salvataggio pubblico

Come si evince dalla tabella, le soluzioni di composizione del surplus sono variegate. Anzitutto, analizzando la posizione dei vecchi azionisti, questi registrano una perdita potenziale pari solo all'effetto della diluizione che ricorre in caso di aumento di capitale: altrimenti la loro posizione è quasi sempre indifferente, o di guadagno nel lungo periodo.

Per ciò che concerne lo Stato, questi non guadagna ma paga il costo del salvataggio, che copre le perdite lorde di creditori o azionisti. Nel caso di nazionalizzazione acquista a valore nominale azioni il cui valore di mercato è pressoché nullo; nel caso di *asset purchase* paga il *markup* sugli asset, a fronte

di un valore di mercato inferiore; nel caso di sottoscrizione di obbligazioni, lo Stato perde le cedole ed il differenziale di interesse.

Per ciò che riguarda i creditori, nei confronti dei quali è rivolto principalmente l'intento di tutela che smuove l'iniziativa pubblica, questi rischiano perdite solo in caso di nazionalizzazione, mentre sono sanati dall'intervento statale tanto in caso di sottoscrizione di equity, quanto in caso di *asset purchase*, quanto ancora in caso di sottoscrizione di obbligazioni.

Ed invero anche nei confronti dei depositanti è rivolta l'attenzione dell'amministrazione pubblica, che li lascia sempre indifferenti al intervento realizzato. A chiosa, terze parti private non sono contemplate in quest'ipotesi: infatti non vi sono nuovi azionisti acclusi nella valutazione.

Riassumendo l'equazione della surplus area, come visto anche per la risoluzione privata, l'effetto netto dell'intervento sul breve periodo è pari a:

$$TNS_{PS} = ES + S + ME + UC + IC + SI$$

Anche in questo caso, SI rappresenta il social impact che è possibile associare alla transazione, ossia l'effetto che si produce sul mercato in termini di fiducia, ed espresso, ad esempio, dalla riduzione del costo del danaro sul mercato interbancario. Non appartiene, comunque, a questo elaborato la sua derivazione.

iv. PROBLEMI APPLICATIVI: IL MORAL HAZARD DELLE BANCHE NELLA SCELTA DI ASSUNZIONE DEL RISCHIO

I risultati raggiunti fino a questo punto della trattazione dell'intervento di matrice pubblica permettono, in condizione di totale assenza di fattori dissonanti con la visione di mercati perfetti ed efficienti, di assumere la stima del surplus generato dall'intervento come esattamente corrispondente a quanto visto sin ora. Ciò nonostante, considerazioni prodotte a monte di questa sezione hanno già provveduto a fugare simili ipotesi, dimostrando la necessità di correggere le considerazioni eventualmente prodotte per l'effetto di fattori di disturbo all'applicazione del modello di misurazione del surplus, appunto. Questo, peraltro, riducendo la complementarità delle aree i costo delle diverse soluzioni praticate, così eliminando in gran parte la comparabilità delle aree di surplus generate, e elevando il confronto tra le soluzioni ad una base concettuale, oltre che meramente monetaria.

L'elemento distintivo, che colpisce immediatamente nell'analisi della surplus area della soluzione pubblica, è rappresentato dal setting stesso della soluzione: secondo quanto presentato fin ora, infatti, l'intervento consiste nell'addossare sulla collettività tutto il costo del dissesto di una banca. Questo genera ovvie controversie, specialmente se considerato a confronto con quanto avviene nel caso di intervento privato, ove sono messi in conflitto per la minimizzazione del carico, e per la spartizione dell'onere, solo i primi e diretti titolari del rischio d'impresa, ossia equity e debt holders.

Posto con maggior dettagli, il problema consiste nell'assenza di un incentivo alla tutela del capitale investito, che solitamente discende dall'avversione al rischio degli investitori. Nella letteratura classica relativa alla teoria dell'impresa, la tutela del capitale è lo stimolo a condurre una sana e prudente gestione, che generi ritorni positivi nel medio termine. Una condizione, questa, che facilmente si adatta al caso della banca. Orbene, la mancata imputazione delle conseguenze del rischio d'impresa agli investitori è, come è noto, fortemente impattante sulle dinamiche di investimento. Si immagini un modello di Markowitz ove il rischio apparente è in realtà annullato al manifestarsi dell'evento negativo: tutti gli investimenti simili sarebbero accomunati per rischio, e gli investitori opterebbero per i soli a maggior rendimento assoluto. In più, tutti quelli estranei ad una simile copertura sarebbero esclusi, sebbene apparentemente migliori nel equilibrio rischio-rendimento col quale si presentano. Sulla scorta di queste ragioni, non è difficile considerare come lo squilibrio in una simile struttura contrattuale, sbilanciato verso gli investitori, generi enormi problemi di azzardo morale operato dagli investitori a scapito della collettività. I contribuenti sostengono i costi di politiche di investimento sconsiderate, improntate alla cieco accrescimento del rendimento, ed indifferenti alle dinamiche di allocazione efficiente delle risorse. L'eccessiva *risk propersion* porta il mercato al fallimento, in una spirale degenerativa. Una interessante direzione assunta da alcune ricerche, prodotte sempre di recente dalla letteratura in materia di azzardo morale connesso alla sistematicità delle banche in un ambiente economico, è costituita dall'ipotesi di *safety nets*, ossia reti di salvataggio create a protezione delle banche troppo grandi per fallire, o troppo importanti. Le *safety nets*, che pur riducono i costi del salvataggio¹⁵⁴, non escludono comunque l'azzardo morale, che come visto si forma proprio a causa della previsione di salvataggio sviluppata dalle banche, le quali sfruttano tali ipotesi per assumersi rischio aggiuntivo. Un esempio di studio realizzato in questa direzione è stato applicato a 3554 banche tedesche studiate tra il 1995 ed il 2006, delle quali l'8% è risultato in crisi, ed il 75% salvato¹⁵⁵. I risultati

¹⁵⁴ Gordon G., Huang L.X. – Liquidity Efficiency and Bank Bailout – Wharton School Center of Financial Institutions, University of Pennsylvania 2004

¹⁵⁵ Dam L., Koetter M. – Bank Bailouts and Moral Hazard: Evidence from Germany – University of Groningen, Oxford University Press, Apr 2012

dello studio, ancorché in parte controversi, evidenziano comunque un peso notevole dell'aumento della probabilità di salvataggio, specialmente per le grandi banche, sull'assunzione di rischio.

In una simile situazione, tanto i creditori quanto gli azionisti della banca spingono all'assunzione del rischio massimo, alla ricerca del maggior rendimento. Gli obiettivi dei manager saranno fortemente improntati in questa direzione, e pertanto lo saranno anche gli schemi incentivanti inclusi nella remunerazione dei manager.

La conseguenza di questo sul soggetto pubblico discende anche dall'asimmetrica distribuzione di informazioni tra le parti: le banche, per un verso, tacitano l'esposizione reale al rischio nella quale incorrono attraverso le proprie scelte di investimento. Le amministrazioni pubbliche, per un altro, sono costrette a dichiararsi pronte a salvaguardare il sistema finanziario prima che questo dichiari la sua reale compromissione, proprio al fine di scongiurare le *panic waves* descritte nel principio di questo testo. Quindi l'asimmetria informativa genera la prima e fondamentale distorsione dal modello visto sopra, in quanto la misura effettiva della copertura da offrire alle banche in dissesto viene svelata dopo aver contratto l'impegno. Questo è stato testimoniato sempre nella prassi dei salvataggi bancari: un evidente esempio è stato quello della crisi dei *subprime* che ha investito gli USA nel 2007-09, seguita da altre testimonianze, tra le quali la recente vicenda Mps.

Altra limitazione all'applicazione testuale dello schema visto in precedenza è costituita dal ruolo dei manager prima e dopo la ristrutturazione. Questi, infatti, dispongono di un grande potere di gestione della banca, da cui discende non solo un ruolo passivo subordinato all'indirizzo che gli azionisti ed i creditori impostano per il loro operato. I manager, per converso, esercitano un ruolo di conduzione della banca verso il perseguimento degli obiettivi che ritengono più vicini: come in qualsiasi schema decisionale, le scelte sono prese a tutela degli interessi preminenti, con riguardo per quelli subordinati in grado in via successiva. Ed un simile schema trova completa applicazione anche nelle decisioni operative dei manager, i quali scelgono di indirizzare l'operato della banca verso le soluzioni che forniscono loro il maggior ritorno sugli interessi personali, pur soddisfacendo in via incrementale i bisogni di tutti gli altri portatori di interessi, in base alla progressione che li vede collegati in modo crescente ai bisogni da questi manifestati. Come riportano Landier e Ueda, i manager seguono in questo senso uno schema di inversa correlazione tra la massimizzazione del payoff della ristrutturazione e il volume di garanzie offerte dal pubblico: questo in quanto non sono stimolati a produrre risultati positivi; sono al contempo indotti, tuttavia, ad accrescere l'azzardo morale decisionale ove lo Stato presti risorse cash a copertura delle perdite registrate, così rallentando l'uscita dal dissesto ed acuendo l'esposizione al rischio della banca. Una classica motivazione della teoria

economica a simili comportamenti è costituita dalla teoria dell'agenzia¹⁵⁶, i cui limiti vengono erroneamente gestiti con stock option e dagli altri piani incentivanti ad obiettivi di breve periodo.

Oltre agli effetti distorsivi che il salvataggio pubblico produce sul mercato, è meritevole di menzione anche il ruolo del salvataggio in un'economica più articolata: quella della competizione tra le banche da salvare. Per quanto alcuni paesi europei abbiano, nel corso della recente crisi finanziaria, approssimato o raggiunto il concetto di totale *bail-out* del settore, con nazionalizzazione dell'intero sistema finanziario¹⁵⁷, esiste ovunque una parziale competizione tra le banche per il salvataggio pubblico: le banche di maggior dimensione, con il maggior peso sul sistema finanziario sono solitamente le destinatarie di questo contributo. Se, tuttavia, tutte le banche hanno un incentivo a divenire sistemiche, creando grossi presupposti di compromissione del sistema finanziario in caso di default, l'incentivo a sostenere i pilastri del settore viene meno alla sua funzione, ossia al ruolo di discernimento tra banche "perno" del sistema finanziario, e quindi forti sotto il profilo patrimoniale e reddituale, e banche di minor rilievo. Si crea, in questo modo, una prassi operativa viziata nel fine, che induce al dovere di salvare quelle banche che volutamente hanno compromesso la propria stabilità, e con essa quella del sistema finanziario tutto.

Del fenomeno dell'azzardo morale, nei termini in cui è appena stato descritto, è stato fornito uno spunto interessante dalla ricerca prodotta da Hett e Schmidt¹⁵⁸(Hett Schimdt 2012), che dimostra la correlazione esistente tra deregolamentazione, salvataggio pubblico e azzardo morale. In altre parole, la conclusione della ricerca evidenzia come la deregolamentazione intervenuta negli Stati Uniti, nel decennio antecedente alla crisi, abbia aperto la strada ad un aumento del rischio contratto dagli intermediari finanziari. Rischio che, a seguito del sostegno pubblico del Tesoro americano a Bear Stearns, ha generato un aumento delle aspettative di salvataggio pubblico da parte del mercato, spingendo così a scommettere sul fallimento di altre banche, e generando gravi conseguenze in seguito al mancato sostegno a Lehman Brothers. La ricerca conclude, peraltro, che l'aumento dell'azzardo morale nell'assunzione di rischio, reso possibile dalla deregolamentazione, oltre ad essere fisiologico, per via delle ragioni sopra menzionate, ha anche avuto come effetto la riduzione della disciplina di mercato: quest'ultima è descritta come la relazione tra il rendimento del capitale e

¹⁵⁶ Si veda anche: Stiglitz J. – Principal and Agent – The New Palgrave, a dictionary for economics

¹⁵⁷ Si vedano a tal proposito i casi di Islanda ed Irlanda, nonché i più recenti casi di Cipro, ed in parte della Grecia.

¹⁵⁸ Hett F., Schmidt A. – Do Bank Bailouts Create Moral Hazard? Evidence From The Recent Financial Crisis – Goethe University Of Frankfurt, Mar 2012

del debito¹⁵⁹, da cui si ricava che una riduzione della sensibilità del secondo rispetto al primo comporta una minore disciplina di mercato. E' da notare come stadi di crisi persistenti inducano ad una intensificazione dell'attenzione verso fenomeni negativi, giudicati alla base delle stesse crisi, ed un esempio di questo è proprio la crisi finanziaria recente. Ad ulteriore completamento della tesi, secondo cui all'origine dell'azzardo morale vi sia una eccessiva deregolamentazione dell'attività bancaria, subentra dapprima la tesi di Stern e Feldman, che sostengono come a riduzione del moral hazard converrebbe l'adozione di alcune misure di prevenzione: *stress test* e *contingency planning*, ad esempio aiuterebbero a ridurre l'aleatorietà dello stato di solvibilità delle banche; altre soluzioni, meno popolari, aiuterebbero a ridurre i rischi operativi degli intermediari, di cui ne compromettono la liquidità.

V. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE: PUÒ UNA POLITICA COMPLICE AGGRAVARE IL PROBLEMA?

Un ultimo aspetto merita breve menzione. Il ruolo della politica nella gestione delle banche non rappresenta una novità in quasi nessuno dei paesi del mondo: la differenza da paese a paese consiste solo nel numero di banche e nella durata del regime di controllo pubblico. In ogni caso, un fattore comune a tutte le esperienze di questo tipo è rappresentato dall'inefficienza a cui vanno in contro le banche che registrino il passaggio sotto il controllo pubblico. A giustificarlo, oltre che numerosi studi¹⁶⁰, è la complementarità tra il bisogno di curare interessi vicini al proprio elettorato, testimoniato dai politici, e la ridotta avversione al rischio delle banche, acuita da nomine non trasparenti dei manager. Se lo Stato salva le banche che investono male il denaro, a causa delle direttive provenienti dalla stessa politica, lo schema descritto assume tratti di difficile risoluzione.

¹⁵⁹ E di conseguenza analizza la relazione tra rischio del debito e valore dell'equity di un'impresa, in ipotesi di mercati efficienti in forma forte, sulla base dei soli fattori osservabili e delle informazioni disponibili a tutti gli investitori attraverso il bilancio.

¹⁶⁰ Tra tutti, si ricorda La Porta R., Lopez De Silanes F., Shleifer A. – Government Ownership Of Banks – The Journal Of Finance, Vol LVII N°1, Feb 2002

III. IL TAKEOVER PRIVATO

Ci si riferisce, con una simile locuzione, all'acquisizione della banca in crisi da parte di un altro operatore del mercato finanziario, che non sia necessariamente una banca commerciale, ma che operi nel settore dell'intermediazione in generale: pertanto, potrebbe trattarsi di un intermediario mobiliare, un broker, una società di leasing, factoring o credito al consumo; od anche di una banca commerciale, di investimento, o d'affari. Come si è già avuto modo di precisare nel capitolo II di questo testo, l'operazione esclude la necessaria presenza della banca commerciale, o comunque la necessaria similarità di genere tra l'acquirente e l'acquisito, in quanto è ammessa l'ipotesi di acquisizione basata su presupposti di natura strategica, ossia su mire espansionistiche dell'acquirente nel settore di pertinenza dell'acquisito.

Per richiamare alle conclusioni già descritte nei capitoli precedenti, l'ipotesi di acquisizione da parte di un operatore privato rientra in operazioni svolte con fine diverso. A motivazione dell'operazione, da principio, è bene menzionare:

- operazioni con fine strategico¹⁶¹, di cui si è appena detto, e consistenti in acquisizioni con potenziale creazione di valore a mezzo di operazioni di ristrutturazione dell'acquisita, nonché di sua integrazione nell'acquirente, a cui far conseguire risparmio i costi di struttura e *spillover* di expertise e know-how;
- operazioni finalizzate a prevenire ondate di panico¹⁶², tipicamente condotte da banche di grandi dimensioni e con ruolo sistemico nel settore, che subiscano, in conseguenza di ciò, un danno grave dagli effetti di diretto impulso delle ondate di panico, quali l'aumento del costo del *funding*, il calo del volume di transazioni, la riduzione dei margini ed il degrado del livello di efficienza;
- operazioni con sostegno pubblico, finalizzate ad assecondare una forte volontà espressa dall'amministrazione, ed eventualmente sostenuta dalla presenza di forti incentivi economici a favore dell'acquirente.

¹⁶¹ Descritte da Berger(1998) come operazioni volte a 1) ripristinare l'efficienza perduta dall'acquirente o 2) ottenere maggiore efficienza in forma congiunta. Da: Berger A.N. – The Efficiency of Bank Mergers and Acquisitions – Bank Merger and Acquisitions, Kluwer Publishers 1998 – Pagg 79-111

¹⁶² Descritta da Sahut J.M., Mihli M. – Determinants of Banking Distress and Merger as Strategic Policy to Resolve Distress – University of Poitiers 2011 – pagg 6-7

Nel complesso, ciascuna di queste cause può, come si era detto, coesistere nella visione strategica che accompagna la decisione dell'acquirente di arrischiare il proprio capitale nella banca in dissesto¹⁶³.

E' vero, altresì, che per via della molteplice natura dei benefici che sottostanno alla scelta di acquisire la banca, l'operazione di takeover privato può essere ascritta al *resolution path*¹⁶⁴ di tipo semi-pubblico, e questo laddove vi siano incentivi di lungo periodo, o sostegni a breve da parte, dello Stato, come anche della Banca Centrale; od anche ascrivibile al *resolution path* privato, invece, qualora a rappresentare gli unici benefici possibili vi siano quelli di ordine strategico, afferenti al settore od all'acquisto in sé, descritti sopra.

i. DIFFICOLTÀ OGGETTIVE DEL PASSAGGIO DEL CONTROLLO

Sebbene le preposizioni iniziali che giustificano il takeover privato siano sufficientemente razionali da spiegarlo in superficie, esistono aspetti specifici afferenti la realtà di una banca che necessitano di essere inseriti nella trattazione delle condizioni alle quali può avvenire il passaggio del suo controllo. Questo, dapprima, dipende da quali specifiche caratteristiche distinguano la proprietà delle moderne banche. In secondo luogo, poi, caratterizza il tema del passaggio del controllo societario in caso di conclamato dissesto: si badi, non in caso di asimmetria informativa tra i contraenti, che pur in parte esiste¹⁶⁵, bensì in caso di nota difficoltà finanziaria dell'istituto, a cui consegue difficoltà nel passaggio del controllo. Da ultimo, il problema verte sulle scelte di spartizione delle perdite connesse ad un istituto con altri contraenti, tra cui il mercato od lo Stato.

Si incominci a considerare il primo dei suddetti aspetti. La concezione di entità bancaria, o di istituto bancario, ad oggi, richiede precisazioni. Secondo Ruozi¹⁶⁶, in generale, esistono due modelli fondamentali intorno ai quali sono modellate in grandissima parte le banche moderne: le banche in forma di gruppo e quelle in forma accentrata. Le prime, che caratterizzano l'Europa continentale, sono ispirate da una logica di frammentazione per business di pertinenza, e focalizzate, di solito, sulla propria attività di prima ispirazione. Le seconde, invece, sorte come istituti unici, racchiudono quasi tutte le attività finanziarie permesse in un paese, e sono l'archetipo di banca anglosassone. Ovvio conseguenza di questo, è che le banche siano oggi di dimensioni considerevolmente maggiori, rispetto

¹⁶³ Si veda, in tal senso, Hoggarth G., Reidhill J., Sinclair P. – On The Resolution Of Banking Crises: Theory and Evidence – BoE, 2004

¹⁶⁴ Per la descrizione dettagliata dei diversi *resolution path* e delle *way-out strategy* si rimanda al capitolo II di questo testo.

¹⁶⁵ Si veda in tal senso quanto riportato in sintesi su BofA e Merrill Lynch di seguito

¹⁶⁶ Ruozi R. – Economia della Banca – Egea, Milano 2012 - Cap 2

a quelle che si analizzava facilmente, sotto il profilo della governance, fino a cinquant'anni fa: questo vale, soprattutto, per l'Italia, dove la concentrazione del settore bancario, che ha accompagnato la quasi scomparsa delle piccole banche a carattere territoriale, è datata solo pochi anni addietro. Il cambiamento ha investito gli assetti proprietari delle banche, divenute troppo grandi per vedere la proprietà concentrata nelle mani di pochi, e ad oggi tutte le banche di dimensione notevole sono possedute da azionariato diffuso, quindi partecipate da una platea molto variegata di investitori. Sempre richiamando allo schema evolutivo precedentemente descritto, le banche europee, e specialmente quelle italiane, hanno conservato un nocciolo di proprietà originale, che spesso tende a tentare di preservare il controllo della quota di pertinenza¹⁶⁷: si tratta, di solito, di quote ben inferiori al 10% del capitale, che tuttavia rappresentano elevati livelli di concentrazione proprietaria, a confronto con le quote azionarie degli altri investitori. Qui emerge il primo problema: ossia laddove una banca sia sottoposta a takeover, in caso di dissesto, solitamente al nuovo acquirente è gradito l'acquisto di una quota considerevole, che richiede capitali molto consistenti, anche in virtù della possibile concentrazione della proprietà.

Il secondo problema riguarda l'opportunità del trasferimento della proprietà, ossia la convenienza per i creditori non coperti da assicurazione al passaggio del controllo della banca in capo ad un altro soggetto. Si tratta della postergazione della possibilità di ottenere il rimborso parziale dei crediti, ai quali si rinuncia concedendo fiducia sulla loro futura restituzione in toto.

Il terzo problema relativo al passaggio del controllo di una banca in crisi, infine, riguarda la gestione del costo della transazione. Questo tema, generalmente proprio al dibattito sul passaggio del controllo di un'impresa ed alla disciplina dell'OPA, si ammanta di un carattere altamente specifico in questo caso, quindi distaccandosi dalla letteratura tradizionale. Alla luce di quanto detto, se la proprietà è frazionata solitamente l'acquisizione avverrà in condizione di offerta pubblica. Sebbene questa sia la modalità procedurale con la quale portare a termine l'operazione, la fissazione del prezzo vedrà comunque una fase negoziale: questo, soprattutto in virtù della presenza di azionisti di rilievo maggiore, dei quali si cerca il consenso onde raggiungere i livelli di controllo necessitati; ma, in verità, anche a fronte della possibile presenza del soggetto pubblico, coinvolto indirettamente nella trattativa come *persuader* o intermediario. Con questi si cercherà di definire uno schema di accordo che sia favorevole ad ambo le parti, cedenti e cessionari, così da consentire un beneficio complessivamente maggiore. Sempre in questo schema potrebbe rientrare l'intento di staccare dalla banca la parte

¹⁶⁷ Macey J., O'Hara M. – The Corporate Governance of Banks – Federal Reserve Bank Of New York, Economic Policy Review, Apr 2003

fallimentare, ossia gli *impaired asset*, che impedirebbero, in caso contrario, la transazione. Allora, la difficoltà verterà sul prezzo: questo dovrà prescindere dalla valutazione di mercato, ed essere pari al valore nominale, così da escludere la perdita teorica per gli azionisti¹⁶⁸. In aggiunta, onde assicurare il successo dell'operazione, il capitale acquistato dovrà essere maggiorato, ossia il nuovo azionista verserà un aumento di capitale finalizzato a rifornire la banca delle risorse distrutte a causa delle perdite, solitamente maggiorato di un sovrapprezzo rispetto al valore nominale. Il tema relativo alla reale misura di capitale richiesto dalla banca in questa sede potrebbe essere oggetto di difficile determinazione, a causa dell'incompletezza della trasmissione informativa tra i contraenti. Questo dell'asimmetria informativa tra acquirente e acquisito, costituisce una delle ragioni primarie addotte dagli scettici verso la soluzione. Si badi che, come nel caso dell'acquisizione di Merrill Lynch da parte di Bank of America¹⁶⁹ come di Antonveneta da parte di Mps, il pagamento di un prezzo troppo elevato potrebbe mettere a rischio il buon esito della transazione. Nel caso BofA Merrill, in particolare, la transazione avvenne pagando un premio del 70% circa, determinato su un fattore di scambio azionario BofA per Merrill di 0,86 circa, a cui corrispondeva un prezzo di chiusura BofA di 33,74 contro quello Merrill di 17,5. L'offerta di scambio a *fair price*, pari a 0,52 azioni BofA per una Merrill, è invece avvenuta a 0,8595, quindi a 29 per azione anziché 17,5, superiore del 65,71%¹⁷⁰.

ii. L'AREA DI SURPLUS

Il surplus generato dalla soluzione in discussione è accomunabile, per caratteristiche fondamentali, a quello privato. Se si considera lo schema negoziale, infatti, la caratteristica principale è quella di vertere sull'equilibrio tra vecchi e nuovi azionisti, al solito lasciando fuori dallo schema tanto i creditori, che rimangono coperti dalle garanzie offerte dall'assicurazione pubblica, quanto lo Stato, che interviene al più in uno schema quasi pubblico: per dovere di maggior precisione si badi che in tale circostanza lo Stato eroga sostegno indiretto, nella forma di moral suasion dei compratori, informativa aggiuntiva, garanzia terza sulla bontà della transazione; tuttavia questo può anche intervenire con provvedimenti di temporanea interdizione delle transazioni finanziarie sulla banca, oppure di prestito ponte, anche attraverso la Banca Centrale, od in forma di incentivi fiscali di lungo periodo a beneficio

¹⁶⁸ Rimane la questione del premio per il controllo, il cui mancato pagamento risulta una perdita effettiva. Secondo quanto riportato da Chiesi e Paravani il premio medio per pacchetti di controllo superiori al 2% del capitale, rilevato nel periodo 1988-04 in Italia, ammonta al 13.44% del valore azionario. Si veda:

Chiesi G.M., Paravani E. – Il premio per il controllo nel settore bancario italiano – Working Paper, 2004

¹⁶⁹ Si veda: Crawford R., Smith C. – Bank of America Acquires Merrill Lynch: Who Pays? – INSEAD, Mar 2012

¹⁷⁰ I calcoli riportati sono stati elaborati sulla base delle informazioni contenute in:

Rhee R.J. – Case Study of The Merger Between Bank of America and Merrill Lynch - 2012

del acquirente. Ipotesi a sé stante è poi costituita dal caso di costituzione di *good* e *bad bank*: in quest'ultimo caso si esula dall'intervento semi-pubblico, sfociando in quello pubblico, ove l'acquisizione della *bad bank* avvenga da parte dello Stato.

Come fatto nei paragrafi precedenti, la tabella seguente riassume le diverse forme di intervento del takeover privato.

	Vecchi azionisti	Nuovi azionisti	Stato	Manager e dipendenti	Creditori Uninsured	Creditori Insured
Takeover senza sostegno pubblico	Indifferenti, ricevono il valore nominale delle azioni	Pagano acquisizione e sovrapprezzo a copertura delle perdite	Non Presente	Licenziamenti e tagli pesanti	Rinegoziati, spesso con haircut e prolungamento della maturity, indifferenti.	Non coinvolti
P&A	Indifferenti	Pagano acquisizione e sovrapprezzo, al netto del beneficio fiscale potenziale	Concede beneficio fiscale e/o garanzie, e supporta la transazione	Licenziamenti e tagli possibili	Guadagno di $V(D') - V(D)$, dovuto al maggior capitale versato	Non Coinvolti
Acquisizione con parziale spin-off della bad bank	Indifferenti	Non pagano il sovrapprezzo, solo l'acquisizione a valore nominale	Paga il valore di libro degli asset deteriorati, di porzione a , pari ad m a $V(A)$	Possibili licenziamenti	Guadagnano $V(D') - V(D) = m$ a $V(A)$, causato dall'aumento della liquidità degli asset	Non Coinvolti

Tabella 12: I soggetti coinvolti e la surplus area del takeover

Lo schema negoziale, qui, risulta molto semplice. Nel primo caso, il costo è a carico esclusivamente del soggetto privato, che paga $(1+s)E$ in cambio di E . Questi incamera anche il valore corrente dei benefici futuri dall'acquisizione, ossia $V(B)$, la cui misurazione è da intendersi come la variazione in aumento dei flussi di cassa futuri attesi, generati dall'integrazione tra le entità in un periodo di tempo relativamente esteso. I creditori, che vedono il debito portarsi a $V(D')$, vengono rinegoziati così tornando a ricevere $V(D)$. Manager e dipendenti vengono licenziati per ridurre i costi ed tornare a produrre flussi di cassa positivi. Gli altri soggetti, infine, non sono coinvolti nel surplus.

Nel secondo caso, invece, lo Stato sostiene il soggetto privato, che a fronte del medesimo esborso, riceve $V(F)$, da intendersi come il valore corrente del beneficio fiscale dell'acquisizione, se presente, assommato all'eventuale effetto delle garanzie. L'acquirente ottiene sempre $V(B)$, determinato come sopra. I debitori non vengono rinegoziati, ma incassano $V(D') - V(D)$ come effetto della riduzione della probabilità di default e di aumento del tasso di recupero sul credito. Infine, i tagli al personale ed i licenziamenti sono auspicabilmente minori di numero.

Nell'ultimo caso, mentre la bad bank assume tutta la frazione impaired di asset, che viene comprata a valore di libro dallo Stato, l'acquisizione si conclude a favore dell'acquirente, che riduce l'esborso al solo valore nominale del capitale, così ottenendo i benefici previsti $- V(B)$ ed eventualmente $V(F) -$ dal piano di ristrutturazione. L'acquisizione beneficia i debitori, che ancora una volta ricevono $V(D') - V(D)$.

In sintesi, l'equazione seguente mostra il surplus generato.

$$TNS_T = ES + IS + ME + S + UC + SI$$

In questo caso, quanto definito social benefit ha una caratteristica specifica, perché misura il mancato costo maggiorato del funding per il sistema finanziario, oltre che l'eventuale impatto sul sistema economico.

iii. CONFLITTO TRA PROPRIETÀ E CONTROLLO NEL CAMBIO DI PROPRIETÀ

Quest'ultimo paragrafo vuol essere destinato a dare seguito alla confligenza emergente tra la proprietà ed il controllo della banca, ossia tra il management e gli azionisti di una banca, all'atto di trasferimento della proprietà di questa.

In caso di conclamato dissesto finanziario di una banca, come di un'impresa in generale, c'è da attendersi che la nuova proprietà scaturente da un trasferimento sostituisca la guida manageriale dell'impresa, onde assicurare maggiore aderenza della banca agli indirizzi graditi all'azionista subentrante. Vi è da sottolineare che questo, di per sé, scoperchia il conflitto tra la proprietà ed il controllo: il management preesistente, infatti, consapevole della possibilità di essere sostituito, è riluttante ad avallare il trasferimento della proprietà a nuovi investitori. Questo espone direttamente a due ordini di problemi: gli ostacoli opposti alla chiusura dell'operazione da parte del management, che allungano i tempi della transazione, ne sono una prima tipologia; eventuali comportamenti dannosi,

attuati volontariamente dal management, al fine di beneficiare di un qualsiasi esito del trasferimento di proprietà, ne sono l'altro.

In tal senso sembra meritevole di menzione la prassi frequente con la quale i manager hanno fatto lobbying sulle banche per ottenere *golden parachutes*¹⁷¹ anche quando le banche trasferite registrassero profonde perdite. Questo sovente danneggia ex post la banca con costi considerevoli¹⁷².

¹⁷¹ Termine col quale si definisce la buonuscita ed il bonus dei manager licenziati

¹⁷² Si veda, sempre in tal senso, l'esempio terribile di questa mal-practise offerto dal caso di Tian in Merrill Lynch.

CAP V: STUDIO DEL CASO RIGUARDANTE BANCA MONTE DEI PASCHI

L'analisi del dissesto bancario, condotta entro i termini sin qui riportati, ha condotto alla definizione di una base teorica sufficientemente stabile da permettere la trattazione, con maggior dettaglio, della vicenda del Monte dei Paschi. Tracciando un quadro generale, relativo ai limiti di demarcazione, nonché alla misura della surplus area rilevata, si è visto come rilevare l'impatto di una procedura di riassetto economico e finanziario di una banca sui suoi stakeholder di maggior importanza: pur riconoscendo come opinabili i criteri di ammissione, o rigetto, dei soggetti resi parte dell'operazione, si è spiegato quale ragione renda questa demarcazione dei confini ottimale rispetto allo scopo. Si è parimenti sottolineato come, sulla base di questi dati, i metodi di quantificazione dell'apporto individuale al surplus complessivo siano parimenti ottimali, in quanto in grado di accogliere le ipotesi di mercati efficienti, e di completezza informativa nella definizione del rapporto contrattuale tra le parti. Consapevoli dell'intento finale dell'elaborato, e dell'ambito applicativo della teoria sviluppata, si è inteso riportare le problematiche riscontrate nell'applicazione del metodo, non già minandone, così, i presupposti, bensì fornendo una chiave di lettura critica ed esatta del dissesto bancario, nelle determinanti fondamentali del processo di risoluzione dello stato di crisi, e soprattutto di formazione e spartizione del surplus creato.

Nel prosieguo, come anticipato, si darà applicazione alla teoria appena richiamata, analizzando dapprima le aree di surplus generate dalla vicenda Mps, in ossequio alle diverse soluzioni convenienti; si darà, in seguito, conto delle problematiche emergenti nelle diverse soluzioni, onde fornire una panoramica completa del rapporto negoziale tra le parti; si tenterà un confronto, da ultimo, tra le diverse soluzioni.

I. LE TRE SOLUZIONI NELL'ECONOMIA DEL RISANAMENTO: LE AREE DI SURPLUS

i. BENEFICIO E SURPLUS AREA GENERATI DAL RISANAMENTO AUTONOMO DI MPS

Il risanamento autonomo del Monte dei Paschi di Siena incomincia, come si è detto, quando nel Dicembre del 2011 i vertici vengono messi alla porta. Di lì a Maggio 2012, il nuovo vertice formato da Alessandro Profumo e Fabrizio Viola intavolano il nuovo piano industriale 2012-15, che costituisce la base per il processo di risanamento autonomo. Per avere un quadro generale degli interventi nelle intenzioni del management, che funga da raccordo con la teoria in materia di riassetto autonomo, si presentano di seguito le principali direttrici di intervento suggerite dal piano.

Attraverso l'elencazione delle principali aree di intervento della banca sui propri conti, il piano industriale¹⁷³ rivela che il fine ultimo di uscita dal dissesto viene perseguito includendo tutte le possibili direttrici di realizzazione del riassetto autonomo. Il piano industriale presentato agli analisti, infatti, evidenzia che tra gli obiettivi primari di miglioramento dei risultati della Banca figurano, in primo luogo, obiettivi di capitale, da intendersi come risultati target in materia di solidità, che si ricongiungono al consolidamento patrimoniale, descritto nel corso del capitolo IV di questo elaborato come una delle strade percorribili per il riassetto in via privata. Al consolidamento patrimoniale convergono anche le iniziative volte al miglioramento della dotazione di liquidità. A fronte delle iniziative atte a consolidare la dotazione di capitale ed assicurare a stabilità del suo impiego, poi, si affiancano altre importanti considerazioni relative alla ristrutturazione operativa della banca, consistenti nelle scelte di diversificazione dei ricavi, riduzione del costo del credito, allineamento dei costi e delle *practices* operative a quelle del settore. Ciò detto, la ristrutturazione operativa della banca Mps passa anche attraverso il cambiamento della struttura organizzativa, l'esternalizzazione del *back office* in toto, la riduzione di dipendenti e filiali, lo spostamento di parte della clientela su internet banking e strutture più leggere in organico e composizione. Da ultimo, la banca mostra anche una spiccata propensione alla ri-focalizzazione operativa, disegnata già nella premessa del piano industriale, ove si parla di focalizzazione sulla *bancassurance*, e quindi su assicurazione e riassicurazione come i nuovi settori core di Mps: il piano, tuttavia, riconosce che tale operazione non può nemmeno considerarsi in assenza di *cross-selling* con il settore del credito tradizionale, del quale non si punta a rinunciare ma

¹⁷³ Si veda il Piano industriale all'indirizzo http://www.mps.it/NR/rdonlyres/82DCDD26-1CAF-4BA5-9329-93F221D504D3/63903/MPS_PI_PresentazioneComunitFinanziaria_ITA1.pdf

ad una ristrutturazione. Una volta descritti in generale, gli interventi dettati dal piano industriale devono essere misurati e compresi nella significatività dell'impatto che hanno sul conto economico.

I tre macro obiettivi identificati dal piano industriale, in materia di solidità patrimoniale e liquidità, riguardano: il *common equity tier 1 ratio* pari al 8%; il LDR ridotto dal 131% al 110%; il tasso di redditività degli asset¹⁷⁴ pari al 7%. Il primo di essi consiste nel incrementare l'equity che, in rapporto al valore degli asset ponderati per il rischio¹⁷⁵, fornisce una misura parziale del primo indice di solidità patrimoniale, definito Core Tier 1 Ratio. L'operazione, diversamente dalla considerazione elementare alla quale verrebbe sottoposta, riguarda non solo un aumento della dotazione di capitale, ma anche la restituzione di gran parte degli strumenti ibridi che entrano nel computo del Tier 1, ma allo stesso tempo sono di matrice pubblica, e quindi da estinguere, presto o tardi. Lo schema seguente, rielaborazione di quello che figura nel piano industriale, spiega meglio il concetto¹⁷⁶.

Evoluzione del requisito patrimoniale (€ mln)		2011	2015
Common Equity Tier1 – CET1	(a)	8.135	8.478
Strumenti finanziari di patrim. governativa	(b)	1.900	475
Core Tier 1 – CT1	(a)+(b) = (c)	10.035	8.953
RWA	(d)	105.189	105.074
Common Equity Tier 1 Ratio – CET1R	(a)/(d)	7.73%	8.07%
Core Tier 1 Ratio – CT1R	(c)/(d)	9.54%	8.52%

Figura 24: Il requisito patrimoniale nel piano industriale 2012-15. Fonte: Piano Industriale MPS

Come si vede facilmente, l'obiettivo è rendere il CET1R pari o superiore all'8%, contro il CT1R di cui ci si attende la riduzione al 8,52%, causata dalla riduzione degli aiuti dello Stato italiano. E' da richiamarsi l'aumento di capitale di €1 bn, assente nei calcoli, a parziale sostituzione delle risorse esterne di capitale, il cui esercizio avverrà entro i 5 anni successivi all'emissione della delega (2012)

¹⁷⁴ Si fa riferimento al ROTE (Return On Total Asset)

¹⁷⁵ RWA, acronimo di Risk Weighted Asset, *ndr*

¹⁷⁶ Il modello riportato è presente a Pag 14 del documento denominato Piano Industriale 2012-15 riportato sul sito istituzionale del Gruppo Monte dei Paschi di Siena. Il riferimento ai valori è dato in ipotesi di aderenza normativa (phase-in regolamentare) rispetto a Basel III, valutata per la riserva netta degli AFS dal 1/1/2013, e dal 1/1/2014 per le restanti componenti

escludendo il diritto di opzione. Il conseguimento del consolidamento patrimoniale, assieme alla rimodulazione del Core Tier 1, avviene anche attraverso il controllo finalizzato alla riduzione del RWA. Le due azioni, insieme al resto del piano industriale, dovrebbero permettere alla banca di emettere bond sul mercato, nel medio periodo, a costi del funding migliori: dovrebbero, tuttavia, permetterle di accedere a costi migliori grazie al rimborso dei titoli pubblici in due tranches, già entro il 2015-17. Intervenendo a consolidare il patrimonio, poi, la banca si propone di agire su due versanti: la rimodulazione del passivo e l'ottimizzazione degli impieghi. Sul primo versante, la banca riconosce

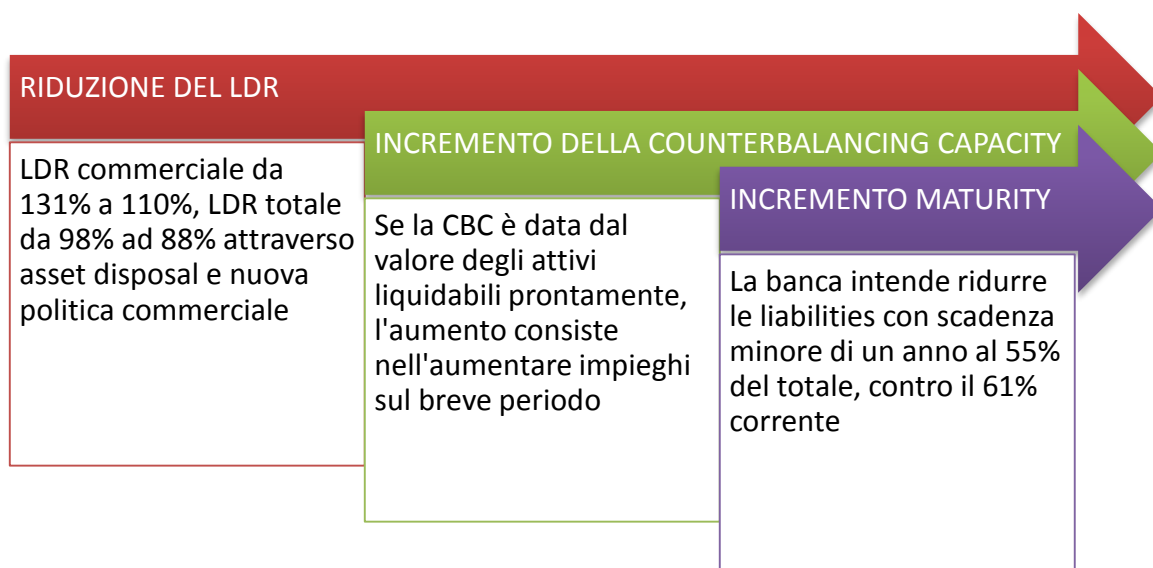


Figura 25: Interventi sul funding gap Mps. Fonte: elaborazione dell'autore

l'eccessivo funding gap, e si ripropone di ridurlo attraverso tre direttrici, consistenti nella riduzione del LDR, nell'incremento della *counterbalancing capacity*¹⁷⁷, e nell'aumento della maturity delle passività. Queste scelte comportano taglio dei prestiti e nella cessione di parte di quelli in essere. La scelta è sintetizzata dalla figura seguente.

La convergenza di questi fattori, assieme alla riduzione delle sofferenze¹⁷⁸ comporta una riduzione del costo del credito da 91 bps a 77 bps entro il 2015. In aggiunta a queste scelte, il management della Banca intende ridurre l'esposizione verso la banca centrale, raggiungendo una sostanziale parità

¹⁷⁷ La definizione più dettagliata della liquidità attesa e del rischio connesso può essere trovata al seguente link <http://www.riskcenter.it/LinkClick.aspx?fileticket=I5om8JmBWIU%3D&tabid=66>

¹⁷⁸ Tasso di decadimento da 1,64 a 1,47, recupero dei crediti in sofferenza da 4,56 a 5,68.

dall'attuale €28,3 bn¹⁷⁹ a €3,5 bn. Parte dell'operazione è poi coperta anche con le cessioni di BiverBanca¹⁸⁰, Consum.it e MPS Leasing¹⁸¹.

Insieme al consolidamento, Banca Monte dei Paschi avvia una profonda ristrutturazione interna, atta alla riorganizzazione della struttura, nonché delle procedure operative, ed inoltre votata alla riduzione della macchina operativa. La banca avvia un programma di riduzione dei costi ed efficientamento operativo, consistente in una serie di interventi mirati a:

- razionalizzazione della rete e della struttura di vendita, con chiusura di 400 filiali, cambiamento della rete di promotori, dell'internet banking, della rete private, accorpamento di Antonveneta e delle subsidiaries;
- esternalizzazione delle funzioni di back office, attraverso la costituzione e cessione di un ramo d'azienda che controlli l'intera attività a cui verrà corrisposto un canone¹⁸²;
- riorganizzazione delle procedure interne e dei compiti, conseguente all'esternalizzazione del back office, all'integrazione di altre realtà, alla nuova filosofia di prodotto e posizionamento ed al rafforzamento della focalizzazione sugli obiettivi di dipendenti e quadri;

L'intero piano di riduzione dei costi operativi, basato in sostanza su riordino e licenziamenti, prevede circa 4.600 esuberanti, dei quali 1.200 afferenti BiverBanca e le altre *asset disposal*, mentre il restante numero individuabile nella struttura di back office da esternalizzare¹⁸³. I risparmi di costo previsti dal piano ammontano a €299 mln, di cui €218 mln *ante disposal*, mentre i restanti €70 mln in riduzione dei costi delle tre società cedute.

Alla riduzione dei costi fa seguito, poi, l'aumento dei ricavi. Il piano prevede un impegnativo sforzo di tutte le risorse aziendali per incrementare la redditività, attraverso la crescita dei ricavi prima che la riduzione dei costi: ciò nondimeno, questo obiettivo lo si propone assumendo condizioni economiche

¹⁷⁹ Il piano riferisce di un intento di riduzione dei prestiti dal mercato interbancario, dell'ammontare di €3.5 bn nel 2013, e di €13.5 bn nel 2014-15.

¹⁸⁰ Ceduta nel 2012 a Cassa di Risparmio di Asti, per la cifra di €203 mln, con impatto utili intorno ai €10 mln e di 20 bps sul CT1. Fonte: Gerosa F. – Accordo MPS-Cr Asti per la vendita BiverBanca, prossima cessione ramo leasing – Milano Finanza, 1 Oct 2012

¹⁸¹ Le ultime due cedute o esternalizzate nel corso 2013, attualmente non se ne conosce il valore effettivo, ma la previsione di cessione di €13.689 mln, al netto dei €203 mln derivanti dalla cessione del 60.3% di Biver Banca, porta ad un residuo delle due cessioni di €13.486 mln

¹⁸² Dalla sola esternalizzazione del back office ci si attende oltre 80 mln di risparmi entro il 2015

¹⁸³ Il piano prevede di passare dai correnti 31.170 unità a 27.740 *ante disposal*, ossia 26.530 *post disposal*

sfavorevoli¹⁸⁴. Disaggregando il piano, emerge quanto segue. L'incremento dei ricavi riguarda l'ipotesi di crescita del margine di intermediazione, a fronte di una riduzione attesa del valore e dell'incidenza del margine di interesse sui ricavi primari: quest'ultimo, previsto in calo del 6,4% annuo senza cessioni, e del 3,2% annuo con le cessioni, a valore pari a €2.682 mln. Le commissioni nette, al contrario, si attendono in crescita del 8,2% annuo, con incidenza di quasi il 50% sui ricavi primari. Il risultato della gestione finanziaria, pertanto, è atteso in crescita a €5.290 mln. Ci si attende, infine, un utile netto in crescita a €633 mln, dai precedenti €4 bn di perdita. L'ipotesi di aumento del volume, con conseguente incremento dei ricavi per €50 mln entro i 2015, si fonda sulla razionalizzazione della rete retail, ma anche su operazioni di immagine e comunicazione atte al rilancio della banca sul territorio nazionale, tra i clienti del settore credito e risparmio. Si fonda, infine, sul rilancio del *private banking*, con 1.000 nuove assunzioni e asset gestiti nel 2015 per €7 bn in più.

Ultimo intervento, infine, riguarda la rifocalizzazione: quest'ultimo perseguito, evidentemente con il passaggio dal credito tradizionale alle commissioni, e quindi dal credito alla *bancassurance*. Mps intende divenire il market leader di questo settore, con grazie alla partnership con Gruppo Axa. Attraverso le iniziative indicate, l'obiettivo del Monte è raggiungere una composizione della raccolta e dell'impiego composta per il 30% dalla raccolta diretta ed il 34% dagli impieghi, in linea con i valori attuali¹⁸⁵, contro una crescita della raccolta indiretta, in valore superiore del 5% a quella 2011; questo a fronte di una crescita delle commissioni, e quindi del margine da servizi, di oltre il 30% del valore dei ricavi primari.

Prima conseguenza di questo è visibile dalla redditività degli asset, attesa a fine piano al 7,1%. Altra conseguenza riguarda il flusso di cassa operativo generato dalla banca, che subisce le modificazioni da cui ci si attende un aumento del valore dell'equity.

L'FCFE della banca, al 2011, si presenta come segue.

¹⁸⁴ La congiuntura assunta riguarda un tasso di crescita annuo del prodotto interno lordo nazionale del 1%, chiaramente insufficiente, accompagnato da uno spread BTP/Bund di 200 bps.

¹⁸⁵ I dati 2011 mostrano un'incidenza sul PBL di 30% della raccolta diretta e di 39% degli impieghi. Fonte: piano industriale 2012-15 pag 29

VOCE	IMPORTO
Risultato di Gestione	1.598.941.749
L. generata/assorbita da attività finanziarie	(4.849.181.135)
L. generata/assorbita da investimento	(233.692.172)
L. generata/assorbita da passività	225.076.297
FCFE 2011	(3.258.855.261)

Considerato il flusso medesimo per il periodo 2010, allora, è possibile applicare il modello alla valutazione dell'equity. Se si ipotizza un andamento flat del flusso di cassa, ed i valori sono i seguenti

$$FCFE = 558.153.413$$

$$\text{Tasso di crescita } g = 0$$

$$K_e = 10.47\%$$

$$\text{Da cui } V(E) = 5.194.943.734$$

L'ipotesi elementare di questo tipo richiede solo di includere la variazione programmata del patrimonio, per passare da FCFE a FT. Nel 2011, questa è pari a 2.140.872.590, di segno negativo, pertanto FT^{11} è pari a Utile netto +/- variazione patrimonio = -2.547.866.141, superiore alla previsione del $FCFE^{11}$. Rimanendo negativo, il risultato non lascia spazio a misurazioni concretamente attuabili.

Applicando, invece, il metodo di misurazione previsto dalla teoria, quindi epurato degli effetti distorsivi sul capitale, risulta invece interessante notare quali evidenze emergano dalla misurazione del valore dell'equity conseguente all'applicazione del modello. Questo, infatti, raggiunge valori di misurazione prossimi alla capitalizzazione di borsa del gruppo Monte Paschi ante crisi finanziaria, nello scenario di partenza, e cioè pari a €8.345 mln¹⁸⁶. Nello scenario di intervento, al contrario, la valutazione della banca, scontata del peso della riservizzazione obbligatoria degli utili fino a raggiungimento del 8.7%

¹⁸⁶ Contando i 6 bn apportati da Antonveneta, il valore ottenuto è molto ravvicinato ai 2.5 bn di capitalizzazione corrente di Mps

del Core Tier 1 Ratio, mostra un valore pari a €10.686.168.613: questo risente di certo di stime ottimistiche ed è soggetto a tenuta del valore, inoltre è ottenuto considerando insieme i €6 bn di valore di Banca Antonveneta; ciò nonostante, la valutazione rivela una posizione di oltre €2 bn superiore a quella dello scenario pre-crisi 2007 e successivo dissesto. Il valore esatto del surplus per gli azionisti, e l'incremento di valore netto dell'equity della banca causato dal piano, è pari a €2.340.778.017.

Appare adesso necessario ricordare che, nello schema del surplus generato dal riassetto autonomo, non solo gli azionisti, ma anche altri soggetti sono compresi nello schema negoziale. Di questi, in particolare, si ricorda:

- i nuovi azionisti, ove esistenti, che sottoscrivono quote di capitale fresche, il cui valore effettivo è sopportato dalla perdita di valore dei preesistenti, sebbene questi beneficino parimenti del valore dei flussi positivi del piano;
- i vecchi azionisti, oltre al beneficio dell'incremento di flussi di cassa, scontano l'effetto diluitivo in termini di minor EPS;
- i debitori, che vedono ridursi la probabilità di default e quindi il valore del debito;
- manager e dipendenti, che di solito perdono il posto e vedono ridursi la paga.

Venendo alla vicenda in concreto questa richiede di essere specificata in merito, anzitutto al tema dei nuovi azionisti: questi entrano al di fuori degli anni di piano, quindi non sono computati. Per ciò che concerne l'effetto diluitivo allora, non vi è alcuna menzione necessaria da fare.

Visti i vecchi azionisti, è possibile passare al management ed ai dipendenti. Nella presentazione del piano industriale, le cifre relative alle unità esitate dalla banca a seguito del piano sono risultate contrastanti: quanto sembra essere il valore effettivo, tuttavia, sarebbero 4.640 unità, che portano il numero dei dipendenti della banca da 31.170 del 2012 a 26.530 nel 2015. Di questi, tuttavia, una gran parte proviene non da licenziamenti, bensì da cessioni di interi asset: quindi in teoria la cessione non comporterà perdita del posto di lavoro per i dipendenti ceduti. Più nel dettaglio, le cessioni di BiverBanca, Consum.it e del ramo d'azienda MPS Leasing & Factoring contano circa 1.210 dipendenti,

mentre dal piano ZBO si attendono 2.360 unità in meno¹⁸⁷. La ripartizione dei restanti è presentata nel grafico.

Come mostra il grafico, su un totale di licenziamenti netti di 4.640 unità, il 76.93% non costituiscono effettivi licenziamenti, ma solo cessioni di unità comprensive di personale, ad altri operatori intenzionati alla prosecuzione dell'attività nel business. Gli esiti del piano devono, tuttavia, essere valutati in termini di incidenza sull'occupazione generata dall'entità, ossia la banca, e non in termini oggettivi per

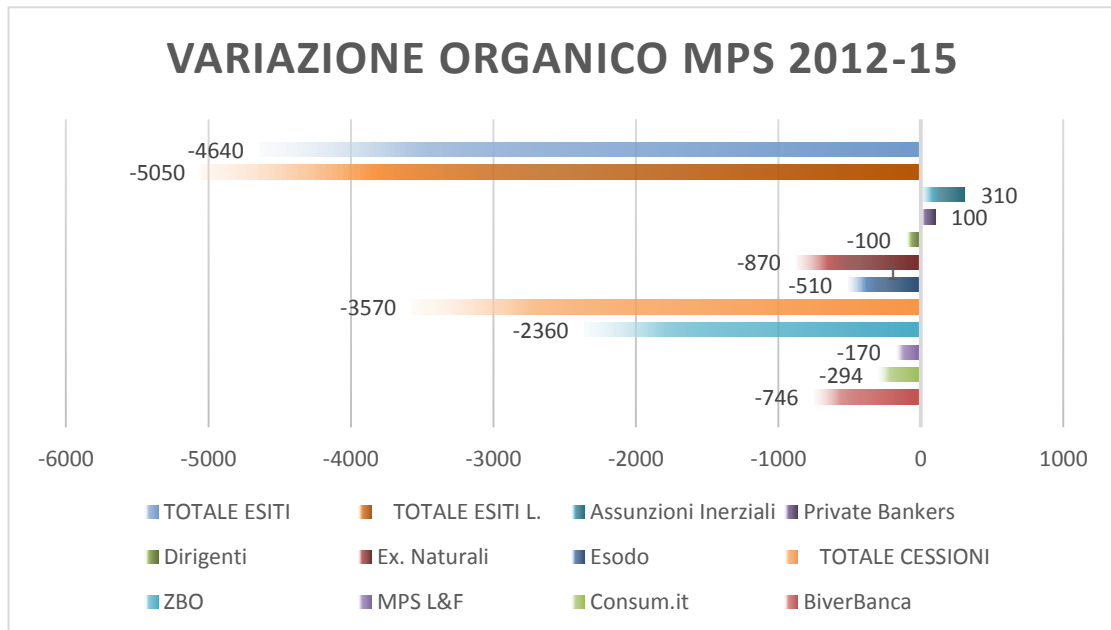


Figura 26: Organico MPS nel Piano Industriale 2012-15

dipendente. Questa è la ragione per la quale l'impatto deve considerare anche le assunzioni effettuate dalla banca, tanto quelle previste dal piano stesso, di cui esempio sono i 100 *private banker*, quanto quelle inerziali, ossia previste a cadenza naturale come compensazione del numero di dipendenti in pensionamento. Per questo motivo, l'impatto occupazionale ed il relativo effetto verranno valutati con riferimento ai 1.070 dipendenti licenziati, di cui 100 dirigenti. Valutando l'impatto in termini economici, emerge che il piano di interventi ha come riflesso un taglio di costi pari a quasi 300 mln annui, a regime quindi entro il 2015. Tuttavia, al lordo delle cessioni, il saldo si riduce già a 218 mln: questi presi dall'esternalizzazione del back office per 166 mln. Quindi la cifra effettiva del risparmio di costo per la banca, che diviene impatto su manager e dipendenti e rientra nel computo del surplus ammonta a 52 mln. La ripartizione di questi è riportata nel grafico che segue.

¹⁸⁷ Il piano ZBO riguarda l'esternalizzazione della struttura di Back office di tutta la banca, la cui cessione ad una società esterna ha come obiettivo finale la sottoscrizione di un contratto di servizio che preveda canoni decrescenti al conseguimento di practices più efficienti ed incentivi allo sviluppo di competenze specifiche ed altamente qualificate.

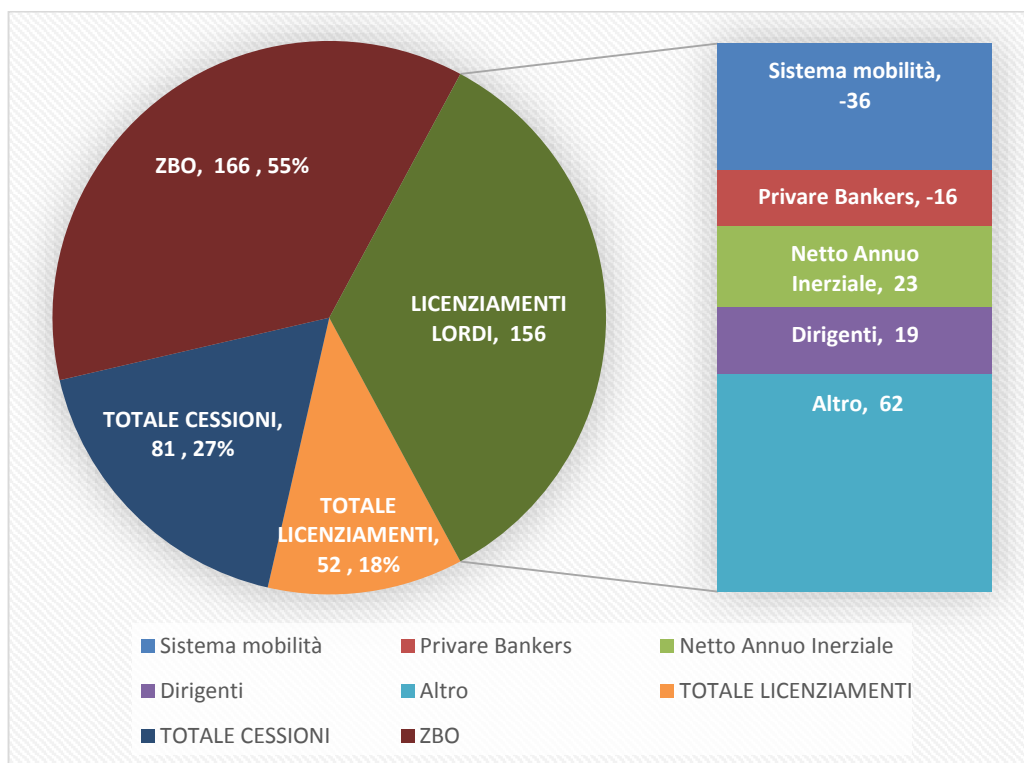


Figura 27: Riparto Effetti Piano Industriale 2012-15 su Management e Dipendenti

Il grafico evidenzia la ripartizione delle principali voci di impatto: il management e i dipendenti vengono tagliati, sui costi annui, per un importo pari a 52 mln, al netto delle variazioni in aumento registrate in aumento dell'organico. Sembra ragionevole valutare i risparmi di spesa al costo del capitale ottenuto come *wacc*, anziché usando come tasso di attualizzazione il solo capitale proprio, in ragione del significato dei due tassi, ottenendo così un valore pari a 2.776 mln di risparmio prospettico. Tale valore deve essere portato al 2011¹⁸⁸. Il risultato di questo porta a:

$$ME = -€ 2.601.321.256$$

Ultimo aspetto da considerare riguarda l'impatto del piano sui creditori, i quali detengono parte delle fonti finanziari e della banca, e che sono soggetti a variazioni anche significative di valore quando condizioni estranee alle loro decisioni alterano il valore del debito sottoscritto. Ciò che varia nel tempo, in particolare, è la probabilità di insolvenza dell'istituto: il calcolo di questa avviene attraverso il metodo di misurazione della variazione indicato nel primo capitolo, ed annoverato a buon diritto tra le modalità di rilevazione dello stato di dissesto delle banche, anche noto come *early warning system*. L'uso del

¹⁸⁸ WACC 2011 pari a 1.64%, di cui 2.34% Kd, 10.74% Ke e 53.5% 1-t; WACC 2015 pari a 1.87%, di cui 2.56% Kd e 9.36% Ke, 1-t costante.

modello, rilevato da Poghosyan e Cihak (2009)¹⁸⁹, ha permesso l'applicazione al valore del debito, per la stima della probabilità di insolvenza in relazione ai principali fattori determinanti, identificati dal CAMELS per l'appunto¹⁹⁰, così conoscendo la variazione della predetta probabilità in base all'impatto del piano industriale.

In base all'ammissibilità di Banca Monte dei Paschi di Siena agli assunti del modello¹⁹¹, l'uso dei coefficienti della regressione logistica multivariata per le banche europee, ottenuta dai due ricercatori, combinato con i dati della banca senese, mostra i risultati illustrati nella tabella seguente.

Variable		X _i			Beta Pop.		
Name	Description	Pop. Avg.	MPS 2011	MPS 2015	Baseline	HP1	HP2
C	Total Equity/Total Asset	0.0445	0.0200	0.0708	-26.578	-27.466	-30.268
A	Loan Loss Prov./Tot. Loan	0.0293	0.0631	0.0295	20.443	20.609	18.187
M	Cost/Income	1.1334	0.7040	0.5850	-0.109	-0.11	0.049
E	E/Equity	-0.2566	-0.3780	0.0710	-1.911	-1.957	-1.868
L	Liquid./STF	0.3205	0.0139	0.0285	-0.405	-0.413	-0.264
S	Inter./Deposits	0.1240	0.0601	0.0687	4.957	4.974	4.932
Extra	Contagion	0.0033	0.0033	0.0033	6.072	6.086	6.348
Extra	Mkt Infos		0.0996	0.0363		4.965	
Extra	Wholesale Liabilities	n.d.	0.3602	0.6517			0.163
LogL					-284.6	-282.3	-211.6
alpha					-5.494	-5.469	-5.809

Tabella 13: Esito regressione applicata a MPS. Elaborazione dell'autore

Analizzando la colonna denominata "MPS 2011" è chiaro come a raffronto con i dati del campione di banche in prossimità del default, il Monte si presenti anche più in difficoltà di quanto non siano mediamente le altre banche: il valore del capitale e della liquidità si presenta pesantemente inferiore. Di questi, peraltro, il primo presenta la maggior significatività, in base agli indici di correlazione ricavati da Cihak e Poghosyan, -26.578, ottenuto come rapporto tra capitale e asset totali. Sempre negativi sono gli accantonamenti a fondo svalutazione crediti, quanto la liquidità totale sul debito a breve

¹⁸⁹ Si veda Poghosyan T., Cihak M. – Distress in European Banks: An Analysis Based On New Data Set – IMF Working Paper, IMF 2009.

¹⁹⁰ Si ricorda che CAMELS è acronimo di Capital, Asset quality, Management, Liquidity, Solvency.

¹⁹¹ La banca risultava, di fatto, parte integrante dello studio dei due ricercatori, giacché questo aveva interessato questa e diverse altre banche italiane in pre-sound di dissesto.

termine. Significativo, ad ogni modo, è notare anche che tanto il *cost/income*, indicatore di qualità della gestione, quanto il costo del capitale, rappresentato dagli interessi pagati sui depositi, sono superiori alla media. Da ultimo, la variabile *contagion* rappresenta l'indicatore di correlazione delle banche sistemiche, rilevato in media nei paesi europei. Il valore è assunto come costante anche in questo frangente. Alpha rappresenta il valore dell'intercetta, e Log L è la funzione di regressione del modello. Nell'appendice A, in fondo al capitolo, sono riportate le specifiche su l'uso di questo modello.

Calcolato il valore dell'indebitamento, frazionato in base alla classificazione Bond o Debito, l'intenzione del modello è derivare il valore del debito ponderato per il tasso di recupero: questo analizzato nel frangente temporale di piano aumenta il proprio valore se cresce in volume, per un verso, e se cresce il suo tasso di recupero, per un altro. La determinazione del tasso di recupero, peraltro deriva dalla stima di probabilità di insolvenza calcolate negli anni 2011 e 2015, ossia ante e post piano industriale, e permette di calcolare l'impatto sui debitori, in termini di surplus positivo o negativo. Il valore del debito, ricavato dal modello, è riportato nella tabella seguente.

Scenario	Bond Face Value	Debt Face Value	Bond Recovery Rate	Debt Recovery Rate	Act.	Net Current Value 2011
Baseline						
2011	€ 39,814,649	€ 130,803,602	47.11%	62.50%	1	€ 100,508,932.39
2015	€ 54,624,236	€ 130,281,172	57.24%	62.50%	0.834724273	€ 112,692,644.86

Figura 28: Valore debito nei diversi scenari. Elaborazione dell'autore

Per il calcolo dei valori si è assunto che nel 2015 il valore del debito sia ridotto del 1% all'anno, come da piano industriale, mentre il valore dei bond cresca del 8.227%, come ottenuto dalle stime dei dati di bilancio nel confronto sugli anni 2010 2011 e 2012. I tassi di recupero, invece, sono stati ricavati attraverso la ponderazione dei valori riportati nel report fornito da Moody's nel 2011, in relazione a *recovery rates* e probabilità di insolvenza storiche relative al periodo 1920-2010¹⁹². I valori sono meglio descritti nell'appendice al capitolo. Quanto facilmente emerge da quest'analisi è che il valore del debito, in aggregato atteso in crescita tra il 2011 e 2015, cresce anche grazie al valore del tasso di recupero, che sale di 10 punti percentuali. Il valore del beneficio generato ammonta quindi a:

$$UC = €3.896.095.650$$

¹⁹² Ou S., Chou D., Metz A. – Corporate Default And Recovery Rates, 1920-2010 – Moody's Investor Service, 28 Feb 2011 – Pagg 6 e 21

Si conclude che in relazione all'identificazione delle principali determinanti, emerge che il valore del surplus è sintetizzato nell'equazione come segue.

$$TNS_{PW} = ES + ME + UC = €3.635.472.411$$

La stima del surplus esclude, chiaramente, i valori nulli IS, SC, e non compete a questo elaborato stimare il valore di SI, la cui determinazione rimane aperta ad ulteriori approfondimenti del processo di studio.

ii. BENEFICIO E SURPLUS AREA GENERATI DALL'IPOTESI DI TAKEOVER PRIVATO

La valutazione dello scenario di *distressed merger* per Monte dei Paschi rimane, a tutt'oggi, un'ipotesi plausibile, quanto difficilmente misurabile. Pur rimanendo da verificare l'assunto, gli scenari possibili, in questo senso, sono prevalentemente di due tipi: takeover senza supporto pubblico e acquisto assistito.

Nel primo caso, l'ipotesi è quella di un operatore terzo che entri nel capitale della banca attraverso la combinazione di aumento destinato e acquisizione delle quote esistenti, ed in particolare, delle quote della Fondazione. Con una simile operazione, oltre ad aversi una banca, finalmente, totalmente privata, la quota dell'acquirente, non totalitaria, sarebbe pari al 61%, tale da assicurare a questi il controllo. La tabella seguente riassume, pertanto, la composizione del capitale a seguito dell'acquisizione.

Hp1: Takeover senza supporto							
Capitale MPS Ante Acquisizione				Capitale MPS Post Acquisizione			
Socio ¹	Quota ¹	Valore ²	Mkt Value ³	Socio ⁴	Quota	Valore ²	Mkt Value ³
Fondazione MPS	34.94%	€ 2,615,087,155	€ 1,020,402,355	Acquirente	61.26%	€ 5,197,546,608	€ 2,028,073,439
JP Morgan	2.53%	€ 189,133,521	€ 73,799,564	AXA S.A.	3.17%	€ 268,693,843	€ 104,843,860
AXA S.A.	3.59%	€ 268,693,843	€ 104,843,860	Finamonte S.r.l.	3.17%	€ 268,693,843	€ 104,843,860
Finamonte S.r.l.	4.00%	€ 299,380,327	€ 116,817,671	Unicoop Firenze	2.41%	€ 204,102,538	€ 79,640,447
Unicoop Firenze	2.73%	€ 204,102,538	€ 79,640,447	Flottante ⁵	30%	€ 2,545,352,451	€ 993,191,998
Flottante	52.22%	€ 3,908,110,787	€ 1,524,937,875				
TOTALE	100.00%	€ 7,484,508,171	€ 2,920,441,771	TOTALE	100.00%	€ 8,484,508,171	€ 3,310,639,992

Tabella 14: Il Takeover senza supporto pubblico. Le quote di composizione del capitale. Elaborazione dell'autore¹⁹³.

¹⁹³ 1) In riferimento alla composizione del capitale ed alla quota detenuta, si rimanda al bilancio consolidato del Gruppo Monte Paschi del 2012, pag 18; 2) Il Valore riportato è ottenuto come risultato del prodotto della

Lo scenario aiuta a chiarire il costo della transazione, per l'acquirente, verso Fondazione e altri venditori, di ammontare pari al valore nominale delle quote acquistate: sia chiaro che il prezzo sostenuto è soggetto a fattori qualificanti altamente specifici, nel senso che può prevedersi l'acquisto a valore di mercato e la differenza dovrà essere immessa, poi, in forma di aumento di capitale o iniezione di liquidità; od ancora, altra possibilità è quella di sostenere l'acquisto a prezzi differenti, normalmente maggiori, dovendo poi sostenere un costo ulteriore per compensare la carenza di capitale in cui versa la banca.

Nel complesso, il costo è pari al prezzo d'acquisto maggiorato dell'iniezione, a fronte tuttavia di un valore recuperabile immediatamente pari al prezzo corrente delle azioni, esteso al numero di azioni acquistate. Quindi è possibile stimare il costo sostenuto in:

$$\text{Costo} = (\text{Prezzo Pagato} - \text{Prezzo Corrente}) \\ * N^{\circ} \text{ Azioni A.} + \text{iniezione capitale richiesta}$$

Quest'ultima componente, a sua volta:

$$\text{Iniezione Capitale} = (\text{Prezzo corrente} - v. \text{Nominale azioni}) * N^{\circ} \text{ Azioni Tot.}$$

Nell'ipotesi avanzata, il costo è pari a circa €7.201.941.000, in ipotesi si acquisto a prezzo medio annuo 2012 delle quote sul mercato¹⁹⁴, di aumento di capitale interamente acquistato dal nuovo azionista per 1.000.000.000 a valore nominale delle azioni¹⁹⁵.

La determinazione del guadagno dall'operazione, invece, è eccessivamente affetta da aspetti specifici del tipo di acquisizione per poter immaginare un valore generato. La banca, terza in Italia per capitalizzazione, numero di filiali e dipendenti, e per numero di clienti, costituisce la migliore occasione per una banca estera di ingresso nel settore bancario del paese: tuttavia le tendenze evolutive delle banche europee, orientate a modelli più flessibili e sostenibili di operatività nel settore del credito come l'internet banking, accompagnati dalla sempre crescente focalizzazione sulla vendita di servizi anziché

quota, moltiplicata per il valore nominale per azione, indicato nel bilancio di importo pari a €0.6407; 3) Il valore di mercato è stimato come prodotto del numero di azioni della banca (valore nominale quota/prezzo emissione) per il prezzo medio di mercato desunto dalle serie storiche dei prezzi giornalieri relativi all'intero 2012; 4) L'ipotesi avanzata è quella che vede la compagine societaria cambiare, sostituendo in pieno il socio pubblico, a cui si aggiunge JP Morgan che ha ceduto l'usufrutto delle quote alla banca stessa, nell'ambito dell'operazione FRESH 2008; 5) Il valore del flottante si assume ridotto, per assicurare controllo assoluto della banca da parte del nuovo socio, che possa così assicurare la valorizzazione dell'acquisizione.

¹⁹⁴ Questo pari, secondo le stime, a €0.25 per azione. Periodo di contrattazione 1/01/2012-30/12/2012. Fonte: Yahoo Finance.

¹⁹⁵ Questo pari, secondo il bilancio 2012, a €0.6407 per azione.

sul credito e la raccolta, porta a domandarsi se lo sviluppo dimensionale sia ancora parte delle strategie di crescita perseguite dagli operatori del settore. Altro fattore determinante nel rendere inverosimile un simile scenario è il costo che la crisi del debito ha avuto sulle banche europee, deprimendone la dotazione di liquidità e di capitale.

Banca Monte dei Paschi di Siena, peraltro, ha già un Cost/Income ratio basso, sintomo di costi contenuti, anche in conseguenza dell'esternalizzazione del *back office*. L'integrazione con un'altra banca potrebbe permettere il trasferimento di questa competenza distintiva, che a regime frutterebbe €166 mln annui¹⁹⁶ di risparmi di costo sul personale, e altri €70 mln di costi amministrativi. Cifre ben lontane, tuttavia, dai costi sostenuti, sebbene da verificare sia l'applicabilità e l'impatto nella nuova banca.

iii. BENEFICIO E SURPLUS AREA GENERATI DALL'IPOTESI DI SALVATAGGIO PUBBLICO

Da ultimo, si consideri l'effetto dell'intervento pubblico nella vicenda Mps, rispetto alla generazione e spartizione del surplus della transazione. Se, in generale, si è detto come l'intervento pubblico a sostegno delle banche possa avere molte fattezze, mostrandosi così nella forma di acquisto di asset, di obbligazioni, di azioni, od all'estremo nella forma di nazionalizzazione, nel caso del Monte dei Paschi il sostegno pubblico alla banca è pervenuto nella forma di acquisto di obbligazioni, emesse a speciali condizioni da parte di Mps, ed esclusivamente riservate allo Stato italiano. Le obbligazioni, a medio termine, presentano condizioni descritte già in precedenza, nell'ambito del capitolo III di questo testo, tra cui un tasso di interesse fisso pari al 9% annuo iniziale, crescente del 5% ogni biennio, e cedole cash subordinate alla distribuzione del dividendo, altrimenti pagate in azioni della banca.

Per ciò che concerne i soggetti coinvolti, invece, la sottoscrizione di un prestito pubblico a simili condizioni comporta il coinvolgimento di pochi operatori: lo Stato, in primis, seguito dagli altri creditori e dagli azionisti, ed infine dal management e dai dipendenti in alcuni casi, ma non in questo. L'impatto sui diversi soggetti è descritto di seguito.

Lo Stato, nel sottoscrivere le obbligazioni, incorre nel costo, e nel beneficio negativo, consistente nel minor introito percepito dalla sottoscrizione di strumenti sostanzialmente assimilabili al patrimonio, sebbene non redditizi alla stregua del capitale sociale, bensì al più al rendimento esplicitato in forma di cedola. La differenza, in questo caso, può essere valutata come minor valore corrente del debito

¹⁹⁶ Fonte: Piano Industriale 2012-15.

sottoscritto, ovvero come minor rendimento ricevuto. In ipotesi di durata fino al 2015 dell'esposizione verso lo Stato, il valore corrente delle cedole ammonterebbe a €1.089.380.000, mentre il costo per lo Stato ammonterebbe a €161.133.773. L'effetto complessivo sarebbe negativo, nel caso, per

$$S_{t,15} = - \text{€}161.133.773$$

Quando, invece, si estende lo scenario di rimborso a tempistiche più in linea con i risultati della banca, e pertanto più realistiche, l'analisi si arricchisce di elementi di maggior interesse. Le due tabelle seguenti sintetizzano le predette misurazioni, relative al costo per lo Stato.

STRUMENTI FINANZIARI ASSIMILATI AL PATRIMONIO SOTTSCRITTI DALLO STATO ITALIANO					
Metodo 1: Stima del valore netto corrente					
Anno	Valore €mln	Cedola	Ke	Act. F.	NPV
2012	€ 1,900,000,000	€ 171,000,000	11.00%	1.0000	€ 1,607,747,322
2013	€ 4,021,000,000	€ 361,890,000	11.72%	0.8951	
2014	€ 4,021,000,000	€ 381,995,000	9.87%	0.8147	
2015	€ 4,021,000,000	€ 381,995,000	9.87%	0.7415	
2016	€ 4,021,000,000	€ 402,100,000	9.87%	0.6749	
2017	€ 4,021,000,000	€ 402,100,000	9.87%	0.6143	

Tabella 15: Il costo per lo Stato in termini di minor valore corrente.

Metodo 2: Stima del valore attuale del extra rendimento						
Anno	Valore €mln	Rend.	Ke	Delta Rend.	Act. F.	NPV
2012	€ 1,900,000,000	9.0%	11.00%	2.0000%	1.0000	€ 152,311,287
2013	€ 4,021,000,000	9.0%	11.72%	2.7200%	0.8951	
2014	€ 4,021,000,000	9.5%	9.87%	0.3700%	0.8147	
2015	€ 4,021,000,000	9.5%	9.87%	0.3700%	0.7415	
2016	€ 4,021,000,000	10.0%	9.87%	-0.1300%	0.6749	
2017	€ 4,021,000,000	10.0%	9.87%	-0.1300%	0.6143	

Tabella 16: Il costo per lo Stato in termini di minor rendimento pagato.

Come emerge dalla misurazione preliminare del minor rendimento, questo può essere presentato come effetto del differenziale di tasso. Una stima più puntuale lascia immaginare che questa differenza di costo sia più correttamente approssimata dal secondo dei due metodi: il costo del minor introito per lo Stato, allora, ammonta a 152 mln. Ma il costo potenziale per lo Stato potrebbe essere ancora maggiore: i Monti Bond, infatti, ammettono la possibilità che la cedola del primo anno sia pagata con ulteriori emissioni, portando così il valore nominale a €4.383 mln. In tal caso il valore corrente dell'extra rendimento ammonterebbe a €153.788.519, con un ulteriore incremento del mancato guadagno. Nello scenario presentato, dimostrato come il più plausibile, il valore di rimborso del debito ammonterebbe

al 110% del valore nominale del debito, così comportando un beneficio per lo Stato di valore pari a €402.100.000¹⁹⁷ in ipotesi di pagamento delle cedole per contanti. Il beneficio per lo Stato, S , sarebbe pari in tal caso a

$$S_{1,17} = €402.100.000 - €152.311.287 = €249.788.713$$

Nel secondo scenario, invece:

$$S_{2,17} = €438.289.000 - €153.788.519 = €284.500.481^{198}$$

Il valore di rimborso potrebbe poi essere legato all'andamento dei corsi azionari, in quanto è previsto il pagamento delle cedole in azioni, a valore stimato sulla base della media dei prezzi rilevati nei dieci giorni antecedenti al pagamento della cedola. Bisogna specificare che, in quello scenario, non è possibile stimare il guadagno.

Per completare l'equazione del surplus, in questo caso, stante l'indifferenza sostanziale di azionisti e creditori (*insured* come *uninsured*), risulta opportuno inserire il solo effetto dei licenziamenti inclusi nel piano industriale 2012-15¹⁹⁹: questi, infatti, sebbene siano parte di una differente soluzione, è ragionevole considerarli nella valutazione, giacché avrebbero avuto luogo ugualmente anche in assenza del piano industriale. Pertanto il surplus generato da questo intervento, in sintesi, si presenta come segue:

$$TNS_{PS} = ME_Y + S$$

$$TNS_{PS,15} = ME_{15} + S_{15} = -48.279.643 - 162.133.733 = -€210.413.377$$

$$TNS_{PS,1,17} = €107.596.652$$

$$TNS_{PS,2,17} = €192.308.420$$

¹⁹⁷ Tale valore è stato determinato moltiplicando il coefficiente di rimborso per il valore nominale del debito, ed ammonta pertanto al 10% extra pagato dalla banca nello scenario di estinzione entro il 2017.

¹⁹⁸ In questo caso, al contrario del precedente, il valore nominale del debito viene accresciuto, portando la cedola complessiva e l'extra rendimento a crescere.

¹⁹⁹ Il calcolo del valore ME avviene come valutazione del risparmio conseguito in valore attuale al WACC'15. Quindi rappresenta il risparmio di un singolo anno, nel 2015 appunto; rappresenta invece il risparmio di tre anni, riportati tutti al 2011, invece, nel secondo caso. Il valore del risparmio, in quest'ultima circostanza, ammonta a €142.192.061.

Il risultato del calcolo mostra la convenienza dello strumento, ed in generale della scelta di un *resolution path* pubblico basato sull'emissione di obbligazioni a favore dello Stato, solo qualora l'effetto incentivante al riassetto sia compensato da un adeguato premio al rimborso del debito. In tal senso, solo la scelta di rimborsare il valore nominale maggiorato del 10% permetterebbe allo Stato di ottenere un beneficio: questo lascerebbe propendere verso l'estinzione a partire dal 2017, sebbene non vi siano le reali indicazioni favorevoli ad una simile ipotesi: certamente il piano industriale richiama ad una riduzione di strumenti di patrimonio *lower tier 1*, come questi, per un ammontare pari a 3.546 mln.

Come apparirà visibile anche in seguito, poi, l'esistenza di fattori distorsivi, messi in conto nei paragrafi successivi, trova allentamento laddove il rimborso del debito acceso avvenga a condizioni di non assoluta convenienza per il debitore. E questo induce a preferire il rimborso dal 2017.

II. PROBLEMI AGGIUNTIVI: GLI EFFETTI DISTORSIVI DAL MERCATO PERFETTO NELL'ECONOMIA DEL RISANAMENTO DEL MONTE DEI PASCHI

Nella sezione che segue si tenterà, invece, di aggiustare i calcoli relativi al surplus delle diverse soluzioni, attraverso la misurazione dei così detti effetti distorsivi del mercato: ossia l'insieme di fenomeni che allontanano le misurazioni, ottenute a mezzo delle informazioni disponibili sullo stesso mercato, dalla veridicità e dalla completezza.

i. IL RISANAMENTO AUTONOMO NELL'IPOTESI PROFUMO

Il risanamento autonomo esattamente come le altre soluzioni, è accompagnato, nel capitolo che ha presentato la soluzione, da una moltitudine di differenti problematiche, anche definite fattori distorsivi del valore, dalle rilevazioni lineari effettuate sopra. In particolare, a questo genere di intervento, sono comunemente associati i problemi relativi all'asimmetria informativa tra le parti intervenenti al piano, che tuttavia danneggia più di frequente lo Stato; al contempo, vi è associato anche il fenomeno dell'azzardo morale nella assegnazione della PD alla banca: questo è stato spiegato, nel capitolo precedente, con il bisogno di assegnare al proprio debito un NPV maggiore, conseguente ad una maggior liquidità ed a un *recovery* più elevato. Il tutto si esplica perfettamente in quanto è richiamato successivamente, per l'interpretazione dei dati in caso di soluzione pubblica.

In questa sezione, invece, si considera non già il fenomeno dell'azzardo morale in sé, nell'impatto sul debito, bensì la frequenza di impatto come variabile impattante sulla PD di una banca, rilevante in caso di *distress*. Richiamando ai calcoli effettuati in precedenza, tra i *robustness checks* effettuati da Poghosyan e Cihak (2009) 200vi era anche quello concernente la maggior fragilità della banca, ove esposta al livello di wholesale funding elevato. Una simile assunzione è derivava dall'evidenza in base alla quale una maggior importanza dei finanziamenti wholesale espone ad una fragilità della struttura di finanziamento, ed a una volatilità del costo dello stesso, maggiore. Una interpretazione di questo fenomeno è insita esattamente in questa condizione: una maggior volatilità del costo implica un maggior rischio latente, che espone le banche a fragilità più acuta. Correggendo, pertanto, la probabilità per l'indice incidenziale delle predette passività, si epura il risultato dalla componente. In questo scenario, tanto la PD quanto i tassi di recupero, ed i valori recuperabili dei debiti cambiano. Il primo di questi cambiamenti è illustrato nella tabella 6, colonna Hp2, dove la PD 2011 decresce di 0.7% ad 1.51%, per poi ridursi allo 0.08% nel 2015. Il secondo, invece, è riportato nella tabella seguente.

Scenario	Bond Face Value	Debt Face Value	Bond Recovery Rate	Debt Recovery Rate	Net Expected Value 2011	Delta Y	Delta Hp Actual
Baseline							
2011	€ 39,814,649	€ 54,965,711	47.11%	62.50%	€ 53,110,250.52		
2015	€ 54,624,236	€ 54,746,178	57.24%	62.50%	€ 65,483,273.51	€ 3,896,015.65	0
Hp2							
2011	€ 39,814,649	€ 54,965,711	47.37%	62.50%	€ 53,213,768.61		
2015	€ 54,624,236	€ 54,746,178	57.24%	62.50%	€ 65,483,273.51	€ 3,792,497.56	-€ 103,518.09

Tabella 17: Variazione del Exp. Net Value del debito nello scenario 2. Elaborazione dell'autore.

Dall'applicazione dei calcoli prodotti si ottiene la necessità di un aggiustamento sul valore del surplus generato dal piano, per un importo pari a €103.518.090. Questo porta il debito a:

$$UC' = €3.792.497.560$$

E di conseguenza $TNS'_{PW} = ES + ME + UC' = €3.531.954.321$

La variazione evidenziata non pregiudica, pertanto, la bontà del piano.

²⁰⁰ Poghosyan T., Cihak M. – Distress in European Banks: An Analysis Based On New Data Set – IMF Working Paper, IMF 2009 – Pagg. 15 e ss.

ii. L'ACQUISIZIONE ESTERNA DA PARTE DI UNA BANCA EUROPEA

La questione relativa all'acquisizione della banca da parte di un altro operatore accende molti interrogativi riguardanti quali possibili condizioni siano rintracciabili nel *closing* dell'operazione. In particolare, il problema del passaggio del controllo verte su due ordini di problemi: il primo, concreto, riguarda la cessione della banca ad un prezzo superiore al suo valore; il secondo, meno concreto, concerne l'adesione al trasferimento degli organi pubblici.

Nel primo caso, oggetto di disputa consiste nella difficoltà di un operatore terzo di pagare un prezzo superiore a quello di mercato: sebbene, infatti, questo sia la giusta premessa alla definizione del percorso verso il risanamento, le condizioni di convenienza escludono totalmente il pagamento del valore nominale. In questo caso, si rischia di incorrere nell'effetto distorsivo del mercato, che percepirebbe l'acquisizione come sopravvalutata, portando a sensibili shock ulteriori del prezzo del titolo sul mercato, ed alla conseguente riduzione del margine di recupero dell'investimento dell'acquirente. Nel caso di Mps, qualora la cessione avvenisse a prezzi di mercato, il trasferimento sarebbe avvenuto nel 2012 ad un prezzo di €0.25 per azione, corrispondente a €2.028 mln, per il 61,26% del valore. Nel caso di acquisto a valore nominale, invece, il sovrapprezzo di 0,3907 per azione porterebbe ad una maggiorazione del costo di ammontare pari a €3.169.473.000, ossia al 56,28% di sovrapprezzo. Questo si rivelerebbe indebito e l'azione perderebbe il suo valore. Nei fatti, richiamando alle ricerche effettuate sul campione di imprese sottoposte a *distressed merger*, per un premio mediamente pari al 13,44% del prezzo di mercato, il valore della transazione, pari a €2.300 mln sarebbe considerato fair. Questo, tuttavia, comporterebbe un'ulteriore perdita a danno degli azionisti preesistenti, di ammontare pari alla differenza, ossia €2.896.900.000.

Il surplus totale allora ammonterebbe a:

$$TNS_T = ES + IS + UC + ME = -2.896.900.000 \pm IS \pm \Delta Debt \pm ME$$

IS, in questo caso, ammonterà al valore dell'esborso ridotto della componente non pagata agli azionisti uscenti. Complessivamente, le variazioni positive saranno costituite dal mancato pagamento e dal valore futuro dei benefici del piano industriale corrente, rispettivamente pari a €2.300.646.509 e €2.340.778.017. Le variazioni negative, per converso saranno pari al prezzo pagato e all'iniezione di capitale, di importo pari a €5.470.119.678.

La variazione del debito, invece, è definita come neutrale, in questo caso²⁰¹. Infatti, in base a quanto spiegato nel capitolo precedente²⁰², l'impatto sul debito è compensato dal *haircut* deciso per ridurre la probabilità di default della banca. Infine assumendo che il piano industriale 2012-15 sia costante, di questo si considerano anche gli effetti su management e dipendenti, misurati in valore pari a - €52.000.000 annui, vevoli tuttavia solo per il primo anno. Il valore di ME allora ammonta a €48.249.644.

A questo punto risulta:

$$TNS_T = -€3.773.945.052$$

Quindi, secondo le ipotesi prospettate, il surplus negativo suggerirebbe due possibili strade: in caso di effetto marginale del taglio dei costi positivo sul valore del flusso di cassa, un ulteriore incremento dei licenziamenti accompagnato da una crescita del flusso di cassa, insieme con una riduzione del capitale investito. Altra strada percorribile, invece, consisterebbe nella riduzione della somma pagata dall'acquirente, non all'azionista uscente bensì nella forma di iniezione di liquidità, che potrebbe essere compensata da un *asset purchase* pubblico, che riduca il fabbisogno.

iii. IL SALVATAGGIO PUBBLICO

In base alle tesi riportate nella parte dedicata all'illustrazione teorica degli effetti distorsivi dell'analisi economica dall'ipotesi di mercati perfetti, le principali cause dell'inaffidabilità degli esiti del processo valutativo riportato sopra dovrebbero essere ricercate nella propensione crescente al rischio delle banche che siano certe del salvataggio pubblico. Questa problematica è associata al comportamento dei manager e dei portatori di interessi da essi rappresentati: la conclusione è che la combinazione di connivenza degli azionisti e di personalismo degli obiettivi manageriali induce al peggioramento del profilo di rischio delle banche.

Una dimostrazione di questo nel caso del Monte dei Paschi è fornita dal valore del rendimento dell'equity: come è noto, il rendimento è crescente al rischio, e misura quel rendimento il cui valore atteso risulta indifferente rispetto ad una somma certa, per l'investitore. Orbene, qualora il mercato sia a conoscenza dell'esistenza di un soggetto il cui intento rimane ad ogni costo quello del salvataggio

²⁰¹ Si veda a riguardo: Landier A., Ueda K. – The Economics Of Bank Restructuring: Understanding The Options – IMF Staff Position Note, IMF 2009

²⁰² Si veda il capitolo IV dell'elaborato, a pagina x.

della banca prossima al default, questi sottostimerà sistematicamente il rischio di insolvenza della stessa, pur assegnando ai corsi azionari della banca rendimenti maggiori. La maggior volatilità del rendimento, sintomo di maggior rischio, non si tradurrà adeguatamente in probabilità di default della banca, ed in decremento conseguente del valore del suo debito. Richiamando al modello di regressione logistica di Poghosyan e Cihak (2009), questi hanno ricavato, tra i test di robustezza, anche l'ipotesi di influenza della componente informativa: hanno, in altri termini, immaginato che rettificare la PD per la volatilità effettiva del rendimento azionario significasse correggere una inefficienza del mercato, di carattere allocativo inerente le informazioni a disposizione degli operatori, e questo dovrebbe comportare piena capacità di riflettere le informazioni complete sul titolo da parte dei corsi azionari.

Nella tabella già proposta in precedenza²⁰³, nelle colonne a latere, sono sviluppate le ipotesi relative all'inclusione dei dati relativi, in uno dei casi, proprio ai rendimenti azionari.

Variable		X _i	Beta Pop.				
Name	Description	Pop. Avg.	MPS 2011	MPS 2015	Baseline	HP1	HP2
C	Total Equity/Total Asset	0.0445	0.0200	0.0708	-26.578	-27.466	-30.268
A	Loan Loss Prov./Tot. Loan	0.0293	0.0631	0.0295	20.443	20.609	18.187
M	Cost/Income	1.1334	0.7040	0.5850	-0.109	-0.11	0.049
E	E/Equity	-0.2566	-0.3780	0.0710	-1.911	-1.957	-1.868
L	Liquid./STF	0.3205	0.0139	0.0285	-0.405	-0.413	-0.264
S	Inter./Deposits	0.1240	0.0601	0.0687	4.957	4.974	4.932
Extra	Contagion	0.0033	0.0033	0.0033	6.072	6.086	6.348
Extra	Mkt Infos		0.0996	0.0363		4.965	
Extra	Wholesale Liabilities	n.d.	0.3602	0.6517			0.163
	LogL				-284.6	-282.3	-211.6
alpha					-5.494	-5.469	-5.809
ODD					-5.20613	-5.22549	-5.56123
CDP					0.0055	0.0054	0.0038

La tabella è stata riportata per completezza. In questa sono facilmente visibili, marcati in rosso e cerchiati, i valori delle ipotesi. In particolare, ad Hp1 colonna della tabella corrispondono i coefficienti valevoli in considerazione dell'ipotesi di significatività dell'informazione dei prezzi e dei rendimenti del mercato sulla PD della banca. I valori dell'istituto, invece, sono stati ricavati calcolando la variazione media giornaliera annualizzata dei rendimenti del titolo MPS, nei due anni descritti. In particolare, per

²⁰³ Si veda Tabella 13 Esito del processo di regressione applicata a MPS. Pag 140, in questo capitolo.

il 2011 si è calcolato lo scarto medio ricavato tra i rendimenti medi giornalieri annualizzati del FTSE MIB e dei quattro principali competitors del settore bancario italiano²⁰⁴. Per il 2015, invece, si è previsto l'aggiustamento dello scarto rilevato nel corso del 2012 ad un tasso costante. L'effetto ottenuto nell'ipotesi in esame è una differenza di PD pari ad oltre l'1%, come illustrato dalle colonne prima e seconda della tabella seguente.

<i>HYPOTHESIS</i>	<i>Baseline</i>	<i>HP1</i>	<i>HP2</i>
ODD '11	-3.7779	-3.2480	-4.1540
ODD '15	-6.6233	-6.4790	-7.0613
CDP '11	2.2871%	3.8851%	1.5701%
Rating	BB-/Ba1	BB-/Ba3	BBB-/Baa3
UDP	-2.3407%	-4.0422%	-1.5952%
CDP '15	0.1329%	0.1535%	0.0858%
Rating	AA/Aa	AA-/Aa2	AA/Aa
UDP	-0.1331%	-0.1538%	-0.0858%

Tabella 18: Probabilità di Default condizionate e non condizionate, nelle diverse ipotesi in esame. Focus colonna 1 e 2. Elaborazione dell'autore

Come si evince dalla tabella, l'impatto dell'applicazione del vettore di coefficienti β_i della colonna Hp1 permette di ricavare uno scarto significativo nella PD corrente, poi ridotto in 20 bps sul lungo periodo.

Questo si traduce nella sottostima della PD, a cui consegue una troppo generosa stima del valore del debito nel 2011, ed una scorretta valutazione dell'incremento del valore atteso del debito nell'equazione del surplus. In particolare, se nella *baseline hypothesis* il valore del debito cresce di €3.896.015.650, nella valutazione dell'Hp1, invece, la variazione netta è pari a €1.829.635.370, ossia oltre €2 bn in meno.

Scenario	Bond Face Value	Debt Face Value	Bond Recovery Rate	Debt Recovery Rate	Net Expected Value 2011	Delta Y	Delta Hp
Baseline							
2011	€ 39,814,649	€ 54,965,711	47.11%	62.50%	€ 53,110,250.52		
2015	€ 54,624,236	€ 54,746,178	57.24%	62.50%	€ 65,483,273.51	€ 3,896,015.65	0
Hp1							
2011	€ 39,814,649	€ 54,965,711	46.83%	62.50%	€ 52,998,769.50		
2015	€ 54,624,236	€ 54,746,178	51.77%	62.50%	€ 62,495,327.82	€ 1,829,635.37	-€ 2,066,380.28
2017	€ 63,981,823	€ 55,296,663	51.77%	62.50%	€ 67,683,804.10	€ 2,173,688.43	-€ 1,722,327.22

Tabella 19: Scenario Analysis e variazione del valore atteso corrente del debito. Elaborazione dell'autore.

²⁰⁴ In particolare, lo scarto dal rendimento medio registrato per Intesa San Paolo, Unicredit, Banca Popolare di Milano e Ubi Banca nel corso del 2011. Fonte dati Yahoo Finance

In un simile scenario, pertanto, diviene necessario riconsiderare l'equazione del surplus, come segue.

$TNS_{PS} = S + ME$ tale che il valore nei tre scenari risultava pari a :

$$TNS_{PS,15} = ME + S_{15} = -€210.413.337;$$

$$TNS_{PS,1,17} = €107.596.692;$$

$$TNS_{PS,2,17} = €584.252.306;$$

Con le ipotesi avanzate in questo paragrafo, esisterebbe un effetto distorsivo, ascrivibile al moral hazard delle banche, che porterebbe gli investitori tutti ad associare minori probabilità di default a quelle banche che certamente verrebbero salvate del governo. Un effetto di questo consiste nella discrasia tra il valore atteso del debito al default, prima dell'intervento pubblico, e lo stesso valore dopo l'intervento, che scopre il reale valore di PD, lasciando agire i prezzi di mercato come informazioni complete. Così, il valore atteso con le nuove PD si riduce in base alla tabella presentata di un importo pari a:

$$UC_{15} = -€1.283.190.450$$

Da cui $TNS'_{PS,15} = -€1.493.603.827$

$$TNS'_{PS,1,17} = -€618.964.074$$

$$TNS'_{PS,2,17} = -€584.252.306$$

Questo comporta che, ammettendo l'azzardo morale pesantemente dimostrato dalle evidenze dei dati, il valore della PD aggiustata in base ai prezzi delle azioni riduce in modo talmente significativo il surplus da escludere, in assenza di perdita per lo Stato, l'ammissibilità dell'operazione, e agevolando l'ipotesi di partecipazione concorrente degli strumenti pubblici a schemi negoziali misti. Questa forte assunzione, contrastante con lo scenario di assenza di effetti significativi dell'azzardo morale nella determinazione delle probabilità di insolvenza, discende anche dall'idea di completezza informativa dei prezzi delle azioni: quindi trova applicazione in presenza di validità dell'ipotesi di mercati finanziari efficienti in forma forte, od al più semi-forte.

III. CONCLUSIONI: UN CONFRONTO TRA LE SOLUZIONI E I PROPOSITI DI RICERCA ULTERIORI

Venendo alle conclusioni dello studio appena prodotto, e dell'elaborato tutto, si cercherà di seguito di mostrare le considerazioni che appaiono rivenienti dalla ricerca condotta su Mps, in occorrenza alla recente crisi finanziaria che l'ha investita.

Il proposito dello studio era, come si è più volte chiarito, quello di assemblare un *framework* teorico, ed una aggregato di dati, sufficientemente ampio da permettere lo studio degli effetti dei diversi piani di risanamento di una banca, Mps appunto, sui soggetti primariamente coinvolti nella sua compagine societaria, e giustamente considerati stakeholder della banca nel processo di risanamento: questi sono rappresentati, allora, non solo da shareholder e debt holder, ma anche da management e dipendenti della struttura. Analizzando le motivazioni che hanno condotto Mps alla crisi, si è risaliti al 2008, anno dell'acquisizione di Antonveneta, giudicata sovra-prezzata rispetto al suo valore reale, non solo dalla cronaca, che interpreta il pensiero comune di molti analisti: si è infatti mostrato anche che dalla dinamica di prezzi e utile conseguito dalla banca padovana, il prezzo pagato da Mps scontava un premio per il controllo variabile tra l'89% e il 180% del valore. Se questa causa, già in partenza, sembra apparire sufficiente a rivelare lo stato di crisi della banca, sia per via dell'impatto negativo sull'indebitamento dell'istituto senese, sia soprattutto perché sintomo della *mala gestio* diffusa ed accertata dalla magistratura, quest'ultima non costituisce certamente l'unica ragione del dissesto. Nel corso del capitolo III, infatti, si è anche ampiamente discusso degli effetti degli strumenti derivati, noti con le denominazioni Alexandria Santorini e Nota Italia o Corsair. Questi hanno impattato per almeno €730,3 mln nel solo 2012, e per cifre anche superiori negli anni precedenti²⁰⁵. Lo stato conclamato di dissesto, emerso a seguito della perdita record registrata nel 2011, ha portato la banca a sostituire i vertici, nel 2012, con intervento straordinario della Banca d'Italia e del MEF.

Nel 2012, poi, l'ulteriore aggravarsi del dissesto, acuito dall'impatto della crisi del debito sovrano dell'eurozona²⁰⁶, ha portato all'emissione del prestito obbligazionario subordinato per €4 bn, sottoscritto dallo Stato italiano.

Rilevate le cause principali, si sono studiate le soluzioni prospettate al riassetto della banca, basandosi sui riferimenti teorici dei capitoli precedenti. Questo ha permesso di accedere ad uno schema di analisi

²⁰⁵ Si ipotizza una perdita aggregata superiore ai 2 bn, riconducibile ai tre strumenti

²⁰⁶ A bilancio 2012, nella categoria AFS di registrazione dei titoli pubblici vi sono figurati oltre 10 bn di svalutazioni nel solo anno.

degli effetti degli interventi di risoluzione, da cui desumere in primo luogo i soggetti coinvolti ed il tipo di coinvolgimento. Nel caso del Monte, questi sono stati gli azionisti esistenti, lo Stato, gli obbligazionisti e gli altri creditori non coperti da garanzia sui depositi, eventuali nuovi azionisti, ed il management e i dipendenti. In tale contesto, il coinvolgimento degli azionisti è spaziato dall'ipotesi di perdita della differenza tra valore nominale e valore di mercato del titolo, fino all'ipotesi di beneficio pari all'effetto incrementale del valore prodotto dal piano di risanamento. Ricollegandosi alla teoria, questo ha permesso poi di richiamare alle ragioni economiche di un simile coinvolgimento.

In secondo luogo, il collegamento alla teoria ha permesso di sviluppare l'analisi dell'effetto sulle parti coinvolte, definito in precedenza surplus, e di misurare l'efficienza della risoluzione, grazie al confronto tra le diverse vie percorribili. Nella vicenda Monte dei Paschi si sono intrecciate due differenti strade percorribili, di cui la prima, in ordine cronologico d'implementazione, consiste nella *private way*: in essa è stata scelta la soluzione della ristrutturazione operativa, accompagnata da parziale rifocalizzazione operativa e da eventuale, futuro, consolidamento patrimoniale ottenuto da emissione di nuove azioni. Nell'interim il consolidamento è stato ricercato attraverso il *deleveraging* della banca, e la sostituzione delle risorse *wholesale*. Il surplus dell'intervento, valutato entro il 2015 sulla base del piano industriale presentato dalla banca come sintesi degli interventi costituenti lo stesso intervento, è stato valutato in

$$TNS_{PW} = ES + ME + UC = €3.635.472.411$$

Cagionato fondamentalmente dalla variazione positiva, ottenuta grazie al piano, dei flussi di cassa attesi, da cui consegue un incremento del valore dell'equity.

Nel caso, invece, in intervento pubblico, ossia nell'ambito del secondo dei path risolutivi scelti per la soluzione della vicenda Mps, il surplus valutato con la metodologia sopra esposta è ammontato a:

$$TNS_{PS,15} = -€210.413.377$$

$$TNS_{PS,1,17} = €107.596.652$$

$$TNS_{PS,2,17} = €142.308.420$$

Ossia compreso in un range variabile tra -€210 mln e €142 mln. Come è stato evidenziato già sopra, tuttavia, nell'ipotesi di intervento pubblico non esiste in sostanza un surplus positivo, che derivi dal piano in sé, in quanto l'idea stessa dell'intervento pubblico è quella di accollo delle perdite da parte di quest'ultimo soggetto onde prevenire le conseguenze di queste sul mercato. Pertanto, l'eventuale positività del valore dipende solo da clausole vessatorie contenute nel prospetto di emissione dei bond, con le quali si richiede alla banca di pagare tassi maggiori all'allungarsi della maturity, ma soprattutto

che impongono un premio al rimborso del 10% del valore nominale dei titoli per durate del prestito eccedenti il 2015.

Nel complesso, l'effetto combinato delle due soluzioni rimane comunque positivo, per un ammontare pari ad oltre €3,4 bn, nel 2015, sui quali occorrerebbe comunque una rettifica dei valori di debito ed equity, onde considerare l'impatto indiretto del nuovo debito emesso sui conti della banca.

A margine di queste due analisi, infine, si richiama al valore della terza ipotesi, relativa all'acquisizione della banca da parte di un gruppo bancario, potenzialmente di provenienza europea. Come specificato sopra, le ragioni economiche si mostrano consistenti nel giustificare simili operazioni. Allo stesso tempo, l'operazione avrebbe ragione di avvenire in caso di *distress* finanziario delle banche in crisi: la letteratura economica in materia specifica che simili operazioni sono dette *distressed mergers*²⁰⁷. In caso di *distressed merger*, tuttavia, la previsione del surplus richiede necessariamente di espandere la misurazione del beneficio per i novi azionisti all'effetto del piano industriale per l'acquisita: spesso, infatti, il massimo beneficio di questa operazione discende dall'integrazione, o dalla trasmissione di fattori distintivi dell'acquisita all'acquirente e viceversa, che incrementino significativamente la capacità di generazione di flussi all'equity delle entità post integrazione. Una simile previsione, non attuabile nel caso di Mps, ha portato ad una valutazione solo parziale del surplus di questo scenario, come nell'equazione:

$$TNS_T = -€3.773.945.052$$

Come si è precisato, questo è stato calcolato in assenza di ulteriori iniziative attuate dall'acquirente. Queste potrebbero essere orientate alla riduzione dei costi, qualora non vi fossero ulteriori ipotesi di riduzione esogena dell'effetto negativo della transazione. Potrebbe, altresì, prospettarsi l'acquisto della banca splittata in due distinte parti, una delle quali acquisita dallo Stato: questa ipotesi, presentata come una versione estrema dell'*asset purchase* pubblico²⁰⁸, ridurrebbe il capitale assorbito dall'acquisizione, rendendo più conveniente l'operazione per l'acquirente, e quindi più facile l'uscita dalla crisi per l'acquisita.

Dall'analisi, peraltro, non parrebbero emergere ragioni significative a giustificare un ulteriore intervento nella banca, almeno nell'economia dell'intervento per i suoi stakeholder: in altre parole non vi sono

²⁰⁷ Si veda in tal senso: Calomiris C.W. – Banking crises and the rules of the game – Columbia Business School, New York – Oct 2009 ed anche Betz F. et al. – Predicting distress in European Banks – Nov 2012

²⁰⁸ Si veda in tal senso l'ipotesi presentata in: Landier A., Ueda K. – The Economics Of Bank Restructuring: Understanding The Options – IMF Staff Position Note, IMF 2009

condizioni che motivino la decisione di variare l'equilibrio prodotto dalla soluzione privata combinata con il successivo intervento pubblico. Quest'ultima analisi, tuttavia, oltre a richiedere debita correzione, che non necessariamente porterebbe alle stesse considerazioni, è stata corretta anche in base alle rilevazioni afferenti le problematiche insite negli assunti di misurabilità e studiabilità degli effetti prodotti: in particolare, la rilevazione di problemi di asimmetria informativa tra i contraenti, in un caso, l'azzardo morale, in un altro, ed infine l'opportunismo contrattuale, in un terzo, hanno evidenziato scostamenti anche significativi dal surplus originariamente calcolato, richiedendo di intervenire con aggiustamenti.

Questo ha portato a misurare l'effetto della instabilità del funding, nel primo scenario, così da rettificare la mole di intervento, e l'effetto dello stesso, per l'effetto depressivo del valore prodotto dalla mole relativa del *wholesale funding* nella struttura del passivo della banca. La stima è stata prodotta grazie alla misurazione della PD della banca, e dell'impatto dei diversi fattori su di questa, attraverso il modello logistico multivariato scelto per la regressione dei dati di oltre 5 mila banche da Poghosyan e Cihak (2009) su un campione di banche esclusivamente europee. L'uso dei dati prodotti da questi studiosi²⁰⁹, combinato con i dati sul tasso di recupero storico del settore bancario desunti dalle ricerche di Moody's²¹⁰, ha portato alla misurazione dell'effetto, a cui è conseguito il seguente aggiustamento:

$$TNS'_{PW} = ES + ME + UC' = €3.531.954.321$$

Questo porta al confronto tra i diversi effetti: permette così di confrontare nuovamente le soluzioni, ed in seconda analisi, anche di ritenere preferibile una soluzione all'altra per via del ridotto impatto dell'effetto distorsivo.

Il secondo problema segnalato riguarda l'azzardo morale del mercato, e dei suoi intermediari finanziari in primo luogo, nell'assegnare delle probabilità di insolvenza al debito emesso dalle banche sistemiche inferiore al valore effettivo, desunto invece dal rischio concreto di default misurabile in base all'esposizione dell'istituto. Questo, in quanto le banche sistemiche hanno una elevata probabilità di essere salvate senza costi dal soggetto pubblico. L'effetto misurato di questo, ossia la riduzione della PD, sottratta al surplus effettivamente generato dalla valutazione, ha comportato una correzione del valore TNS_{PS} , in base all'effettivo impatto dell'intervento sul valore del debito non assicurato e preesistente della banca, non più indifferente rispetto al sostegno pubblico, ma ridotto nel valore

²⁰⁹ Poghosyan T., Cihak M. – Distress in European Banks: An Analysis Based On New Data Set – IMF Working Paper, IMF 2009

²¹⁰ Ou S., Chou D., Metz A. – Corporate Default And Recovery Rates, 1920-2010 – Moody's Investor Service, 28 Feb 2011 – Pagg 6 e 21

facciale. Il nuovo surplus ottenuto, secondo le stime relative allo scenario 2015 e ai due distinti scenari del 2017, è riportato di seguito.

$$TNS'_{PS,15} = -€1.493.603.827$$

$$TNS'_{PS,1,17} = -€618.964.074$$

$$TNS'_{PS,2,17} = -€584.252.306$$

Questo testimonia l'aggravarsi dei costi dell'intervento, che comportano l'ulteriore esborso di risorse dello Stato per la compensazione delle perdite dei creditori, ovvero l'*haircut* del valore del debito preesistente.

La conclusione più interessante della ricerca condotta fin ora è insita nella differenza tra i valori dei tre surplus: per quanto non stimati pienamente, in alcuni casi, dei tre il valore del surplus generato dall'intervento di ristrutturazione indica in questa la più profittevole delle soluzioni, e pertanto la migliore via praticabile. E' pur vero che in base alle rilevazioni rappresenta la più aleatoria: in mancanza di certezza sugli esiti del processo, il bisogno di ulteriori interventi può rimanere sempre presente. A prevenire in parte questa minaccia, tuttavia, il piano industriale sul quale poggiano le misurazioni effettuate contiene già una forte dose di pessimismo, tanto congiunturale quanto specifico per la banca.

Ulteriore aspetto meritevole di considerazione discende dalla gravità degli effetti distorsivi, non tanto conseguenti all'opportunismo precontrattuale, od alla trattativa sul prezzo di cessione della banca in caso di takeover privato, quanto soprattutto afferenti le due ipotesi maggiori, ed i connessi problemi di azzardo morale e informazione asimmetricamente distribuita. Anche in questo caso, la difficoltà di previsione dei dati in condizione di mercato altamente volatili suggerisce di verificare la ricerca nel medio termine, così da validare o correggere le rilevazioni e le conseguenze ottenute. E' bene sottolineare, a margine di quanto detto, che nella misurazione degli effetti dell'asimmetria informativa nei piani di ristrutturazione, l'impatto del *wholesale* funding sarà presto oggetto di riduzione grazie all'introduzione dei criteri di Basilea III inerenti la liquidità: come specificato nella ricerca di La Leslé (2012)²¹¹, i criteri predetti permettono la riduzione dei gap di liquidità e dei *mismatching* strutturali nella composizione del funding, e riducono l'impatto dell'aggiustamento, permettendo di approssimarlo a zero.

²¹¹ La Leslé V. – Bank Debt in Europe: Are Funding Models Broken? – IMF Working Paper, IMF 2012 – Pagg. 12 e ss.

Ciò suggerisce l'introduzione dei propositi di ricerca ulteriori, indirizzati all'approfondimento dello studio negli ambiti di carente esplorazione contingente. In particolare, un primo aspetto da segnalare concerne certamente gli effetti di questa componente, come della liquidità in generale, sulla PD della banca, in presenza di minore autonomia nella gestione di questa a livello globale.

Ulteriore proposito, poi, riguarda l'estensione di questa specifica ricerca, nel rilevare l'eventuale presenza di un'acquisizione ed il beneficio trasferito agli azionisti preesistenti, nonché quello eventualmente riservato al nuovo azionista.

Ultimo proposito di ricerca, infine, consiste nella misurazione di un impatto sociale che sia contingente alla rilevazione dell'impatto sugli stakeholder dell'operazione, e che pertanto non sia riferito all'intero sistema economico, né tantomeno alla sola banca nella veste dei suoi dipendenti. Tanto nella misurazione contingente alla banca, quanto nella misurazione generale delle determinanti della componente, si rimanda a future ulteriori ricerche.

IV. APPENDICE A: LA VALUTAZIONE DELL'IMPATTO SUI FLUSSI DI CASSA ALL'EQUITY E SUL VALORE DEL DEBITO DI MONTE DEI PASCHI DEL PIANO INDUSTRIALE PROFUMO – VIOLA 2012-15

La valutazione della banca è stata condotta applicando la metodologia di stima del valore dell'equity definita FCFE, all'interno delle metodologie finanziarie di valutazione delle imprese. Rimandando al capitolo IV di questo testo per ciò che riguarda la trattazione della teoria retrostante al modello, si specifica che, in primo luogo, l'uso del metodo dei flussi di cassa prospettici all'equity risulta di peculiare applicabilità al caso: infatti sebbene grandemente preferiti i metodi più semplici dei multipli di mercato, che offrono valori più prossimi a quelli correnti, la metodologia tende a confermare la sua affidabilità nella previsione dei valori di equity e debito. A ciò si aggiunga, in secondo luogo, che la valutazione del caso Monte Paschi ha richiesto specifiche assunzioni, indotte dallo stato di dissesto, e dalla conseguente impossibilità di ricorrere alle stime normalizzate di reddito, costo del capitale, e valore dei flussi di cassa.

Una prima fase della procedura di stima ha richiesto la misurazione del valore del flusso di cassa corrente al 31 Dicembre 2011, quindi in assenza di ipotesi previsionali afferenti all'applicazione del piano: quest'ultimo entrato in vigore solo nel 2012. Tale misurazione, onde risultare comparabile, è stata comunque effettuata ricorrendo a scenario allora attuale dei tassi di interesse, come ripetuto poi nella valutazione 2012-15, e soprattutto ricorrendo alle medesime previsioni di crescita delle risultanze di flusso. Con ciò, è stata ugualmente assunta una previsione della crescita dei flussi prossima al 2%, come raccomandato dagli analisti finanziari che hanno provveduto ad applicare il modello nell'ambito della misurazione del valore delle CGU per la stima dell'avviamento²¹². Per ciò che concerne, invece, la determinazione del tasso di attualizzazione del valore del flusso, secondo la formula della rendita perpetua scontata del tasso di crescita²¹³, si è fatto ricorso al modello del CAPM, secondo il quale:

$$K_e = rf + \beta * (rm - rf)$$

²¹² Si legge di questo a pagina 558 del Bilancio Consolidato del Gruppo Monte Paschi del 2011, consultabile sul sito web.

²¹³ Si veda il modello di Gordon, secondo il quale $V = F / (K - g)$ dove il valore è pari all'attualizzazione perpetua al tasso K decurtato del tasso di crescita costante g.

Ove K_e rappresenta il costo dell'equity, ossia il tasso a cui attualizzare le somme. Inoltre, la stima è avvenuta basandosi sui dati forniti da Bloomberg per il rendimento dei BTp, e su altre ricerche per il valore del beta e del extra rendimento al rischio²¹⁴. Da ciò, la formula di determinazione del valore corrente è risultata essere:

$$V(E) = \frac{FCFE}{(K_e - g)} + \frac{TV}{(1 + K_e)}$$

Che rappresenta la formula di misurazione del valore in ipotesi di costanza del flusso di cassa all'equity e con un TV stimabile come costante. Per il flusso di cassa, la problematica maggiore emergente dallo studio consiste nel valore: FCFE'11 è infatti negativo, per €3,259 bn. Grazie ai risultati 2008-2010, il valore della normalizzazione permette di calcolare un flusso di cassa positivo, per €558.153.413, da cui il valore dell'equity $V(E) = €8.345.390.597$. È interessante notare come il valore corrente di Mps sia pari a circa €2,5 bn, e quello di Antonveneta fosse all'incirca pari a €6 bn a valori del 2011.

Il perché del ricorrere ad una simile valutazione, gravata da così tanti *caveat*, consiste nell'intento di confrontare questo primo risultato con il valore attuale, al 2011, del piano industriale della banca per il periodo 2012-15, grazie all'uso delle assunzioni prodotte nello stesso piano. La logica di questa seconda parte della valutazione consiste, invece, nella stima autonoma dei flussi di cassa dal 2012 al 2015, nella loro attualizzazione al 2011, nella stima del *terminal value* e dell'*excess capital*, e nel calcolo del valore finale dell'equity. Il processo di valutazione incorre in alcune ipotesi relative al movimento dei tassi, che verranno spiegati in fieri.

Nella tabella seguente sono riportate le previsioni di flusso realizzate su un'estensione temporale pari alla durata del piano, e ne è rappresentata la composizione. In essa è evidenziato il risultato netto nella prima riga, corrispondente alla lettera A: questa è stata elaborata grazie ai dati di bilancio, per gli anni passati, e grazie alle stime di previsione di crescita degli utili a 633 mln nel 2015, con un tasso annuo di crescita costante nell'ordine del 28%, ottenuto dall'effetto congiunto di maggiori ricavi e minori costi.

Nel secondo risultato, la gestione reddituale, sono state riportate le componenti non monetarie di reddito, positive e negative, fatte convergere nel saldo netto. In questa voce, in particolare, si è assunta

²¹⁴ Per il rischio paese, ossia rf , si è ricorso alla stima secondo Damodaran riportata in: Fernandez P., Aguirreamalloa J, Corres L. – Market Risk Premium Used in 56 Countries in 2011: A Question With 6014 Answers - IESE Working Paper, May 2011

l'ipotesi di normalità basata sui dati 2008-12, a cui è conseguita una gestione reddituale 2013, 2014, e 2015 pari a €3.889 mln. Da ultimo, alla gestione appartengono le variazioni sul valore dei crediti, quindi le rettifiche per deterioramento crediti: dal momento che di esse nel piano industriale è fatta esplicita menzione, e sulle stesse è avanzata l'ipotesi di riduzione del tasso di migrazione a sofferenza sul totale dei crediti in bonis dell'anno precedente²¹⁵, inferiore di 17 bps annui secondo le stime²¹⁶, si è ipotizzato di ridurre le sofferenze di quel valore, dopo aver ottenuto un dato che risultasse in linea con le previsioni correnti, e quindi fosse epurato degli effetti del 2012.

COMPOSIZIONE FLUSSI DI CASSA MONTE DEI PASCHI 2011-15						valori in €
	2011	2012	2013	2014	2015	
A Utile	-€ 4,686,000,000	-€ 3,191,918,940	-€ 2,178,668,940	-€ 1,165,418,940	€ 633,000,000	
B Gest Ordinaria	€ 6,284,341,749	€ 4,147,534,310	€ 3,889,783,890	€ 3,889,783,890	€ 3,889,783,890	
di cui rettifiche	€ 1,309,188,083	€ 4,515,091,219	€ 1,306,962,463	€ 1,304,740,627	€ 1,302,522,568	
C Gest Finanziaria	-€ 4,699,024,356	€ 546,144,739	-€ 4,371,385,882	-€ 2,713,278,429	-€ 1,154,632,218	
>Est. Passività	-€ 22,761,265,875	-€ 17,713,150,512	-€ 16,255,876,636	-€ 14,918,493,749	-€ 13,691,138,334	
di cui delever.	€ -	€ 1,131,269,140	€ 1,123,350,256	€ 1,115,486,804	€ 1,107,678,397	
di cui BCE	€ -	€ 300,000,000	€ 3,000,000,000	€ 6,750,000,000	€ 6,750,000,000	
di cui asset disp.	€ -	€ 1,402,000	€ -	€ -	€ -	
di cui garantite	€ -	€ 13,000,000,000	€ -	€ -	€ -	
>Accensioni P.	€ 23,005,904,862	€ 2,636,023,851	€ 2,767,825,044	€ 2,906,216,296	€ 3,051,527,111	
>Attività Fin.	-€ 4,944,063,343	€ 15,623,271,400	€ 9,116,665,711	€ 9,298,999,025	€ 9,484,979,005	
di cui C/Clienti	€ 8,200,148,891	-€ 1,131,269,140	-€ 1,102,987,411	€ 1,399,945,561	€ 641,429,602	
D Investimenti	-€ 233,692,172	€ 148,343,655	€ 3,754,871,343	€ 3,749,968,769	€ 3,744,968,145	
>Dismissioni	€ 44,486,908	€ 269,058,025	€ 4,000,000,000	€ 4,000,000,000	€ 4,000,000,000	
di cui asset disp	€ -	€ 203,000,000	€ 4,000,000,000	€ 1,694,500,000	€ 1,694,500,000	
>Investimenti	-€ 278,179,080	-€ 120,714,370	-€ 245,128,657	-€ 250,031,231	-€ 255,031,855	
E Capitale	€ 1,718,428,465	-€ 60,848,812	€ 2,000,000,000	€ 2,071,000,000	-€ 1,000,000,000	
>Incrementi	-€ 2,151,872,590	€ -	€ -	€ -	-€ 1,000,000,000	
>Riduzioni	€ -	€ -	€ 2,000,000,000	€ 2,071,000,000	€ -	
TOTALE A+B+C+D						
FCFE	-€ 3,258,855,261	€ 1,650,103,764	€ 1,094,600,411	€ 3,761,055,291	€ 7,113,119,818	

Tabella 20: La composizione dei flussi finanziari di Mps, 2012-15

Nella seconda sezione, come illustrato nella tabella, si è riportata la gestione finanziaria, e le sue risultanze: in essa, pertanto, figurano incrementi e decrementi della gestione del passivo finanziario, ed incrementi e decrementi della gestione finanziaria dell'attivo. Con riferimento alla prima delle due sezioni, si è distinto tra estinzione di vecchie passività ed accensione di nuove. Con ciò si è inteso

²¹⁵ Si veda, in tal senso, il tasso di decadimento, dato dal rapporto tra crediti decaduti all'anno x e crediti in bonis all'anno x-1.

²¹⁶ Ci si riferisce alla stima del tasso di decadimento riportata a pagina 32 del Piano industriale.

dare voce al processo di *deleveraging*, ossia di riduzione del volume di attivo e passivo annesso al processo di trasformazione delle scadenze, in favore di un consolidamento patrimoniale. Il valore 2012 è ricavato dal Rendiconto Finanziario presentato dalla banca, mentre i valori 2013-15 sono ottenuti attraverso un procedimento di calcolo più complesso: questo parte dall'assunto del piano industriale di ridurre in modo costante, tra il 2012 ed il 2015, le passività finanziarie, intento del quale ci si attende di rintracciare evidenza nello studio del passivo finanziario della banca. Così, la tabella seguente indica le rilevazioni effettuate a bilancio 2011 e 2012 con relative variazioni. Questa riporta un tasso annuo di variazione medio del 9,12% in diminuzione, corrispondente all'incidenza media delle riduzioni di €24,8 bn nel 2011 e €9,63 bn di indebitamento nel 2012.

PASSIVITA' FINANZIARIE					valori in €bn	
Voce	Valore '11	Var. '10-'11	Valore '12	Var. '12		
Deb. vs Banche	€ 46.00	€ -	€ 10.69	-€	2.80	
Deb. vs Clientela	€ 84.00	-€ 12.00	€ 81.30	€	3.00	
Obbligazioni et al	€ 39.81	€ -	€ 39.94	€	0.10	
AFS	€ 9.50	-€ 8.00	€ 7.21	-€	2.20	
FV	€ 22.50	-€ 3.00	€ 14.40	-€	8.10	
Strutturati	€ 0.53	-€ 0.10	€ 0.47	€	0.07	
Altre	€ 4.12	-€ 1.70	€ 4.48	€	0.30	
TOTALE	€ 206.46	-€ 24.80	€ 158.49	-€	9.63	
Var.% yoy		10.724%			5.730%	
Var.% AVG					8.227%	

Tabella 21: Passività finanziarie di Mps nel biennio 2011-12

Il tasso annuo di riduzione delle passività è stato poi incrociato con i dati risultanti a programmate riduzioni del passivo, di cui è fatta menzione esplicita nella tabella. Una prima voce, l'esposizione verso la BCE, è in programma che venga ridotta del tutto entro il 2015, con riduzioni dell'ammontare di €3 bn nel 2013²¹⁷ e €13,5 bn nel 2014-15. Una seconda voce riguarda invece le dismissioni da cessione, di cui si conosce il valore dei crediti esitati, come risultato della procedura di run-off anticipata nello stesso piano industriale, nel corso del 2012.

Passando alle accensioni di nuove passività finanziarie, il trend individuato è quello di crescita soprattutto dei depositi, che incidono su quasi il 40% del PBL per dipendenti e su oltre il 60% della raccolta: questi si prevedono in crescita del 5% annuo, in linea con le previsioni di andamento della voce.

²¹⁷ In linea con quanto avvenuto nel 2012. Di questo si trova descrizione nel Piano Industriale, a pagina 22.

Per ciò che concerne le attività finanziarie, e il loro acquisto e vendita, è importante segnalare la riduzione dell'incidenza del credito erogato, che discende dall'intento a portare il valore del LDR totale al 88%: da ciò, la riduzione del credito erogato avviene ad un tasso ottenuto attraverso l'incrocio delle previsioni di andamento di depositi ed LDR, che permetta la determinazione del valore atteso dei crediti, e la variazione annua, opportunamente trasformata onde rintracciare la corrispondenza con il valore effettivo riscontrato il bilancio. Nei fatti, il bilancio 2012 riferisce di un incremento netto dell'attivo di 15.623 mln, di cui 13 bn dovuti al riacquisto di obbligazioni garantite dallo Stato, necessarie come garanzia ai prestiti della banca centrale, e i restanti 2.623 mln risultato di acquisto di attività finanziarie. La previsione di andamento delle variazioni positive di questo saldo è stata ricavata ed assimilata a quelle degli analisti finanziari, al tasso del 2% annuo. E' importante sottolineare come per questa voce le previsioni siano state fatte oggetto di normalizzazione, e siano pertanto opinabili. Le tabelle seguenti evidenziano, in ordine: le variazioni stimate dei crediti verso clienti, per le quali si è ricorso alla misurazione del valore dell'indice LDR nel periodo; la liquidità media derivante dall'attivo finanziario, riferita al periodo 2010-12; infine la normalizzazione dei flussi relativi al periodo 2010-12 dell'attivo finanziario.

RAPPORTO E VARIAZIONI DI CREDITI TOTALI E DEPOSITI 2012-15							valori in € unità	
Anno	Depositi	LDR	LOAN	Var.€ yoy	Scarto Atteso	Errore		
2011	€ 75,137,891,026	0.98	€ 73,635,133,205	-				
2012	€ 78,894,785,577	0.98	€ 77,316,889,866	€ 3,681,756,660	€ 1,131,269,140	0.307		
2013	€ 82,839,524,856	0.89	€ 73,727,177,122	-€ 3,589,712,744	-€ 1,102,987,411			
2014	€ 86,981,501,099	0.9	€ 78,283,350,989	€ 4,556,173,867	€ 1,399,945,561			
2015	€ 91,330,576,154	0.88	€ 80,370,907,015	€ 2,087,556,026	€ 641,429,602			

Tabella 22: LDR e Variazione Crediti Erogati

LIQUIDITA' MEDIA GEN./ASS. DALL'ATTIVO FINANZIARIO			
Anno	Valore		Media
2010	-€	24,197,454,097	-€ 4,506,082,013
2011	-€	4,944,063,343	
2012	€	15,623,271,400	

Tabella 23: Liquidità effettiva intervallo 2012-15

Il primo elemento rappresenta il processo attraverso il quale si è arrivati a desumere il valore dei crediti erogati a favore dei clienti nel triennio 2013-15, a partire dagli intenti dichiarati nel piano industriale e dalle risultanze del bilancio. Si è assunto che sulla base delle previsioni di raccolta diretta totale, rappresentata nella colonna dei depositi da volume aggregato, ed usando il rapporto LDR target di periodo si è desunto il valore dei crediti totali. Da ciò, in base alla variazione, si è calcolato il valore di

Appendice A

incremento o decremento atteso dei crediti ad ogni esercizio, e sulla base del calcolo del valore effettivo al 2012 si è ottenuto il coefficiente di errore dal quale ricavare il valore effettivo dei crediti.

Nella seconda tabella, invece, si è inteso rappresentare il punto di partenza del flusso di cassa dell'attivo finanziario. Negativo in tutti e tre i periodi, a causa del sopraggiungere di volta in volta di fattori anomali di variazione, il valore della liquidità è stato assoggettato al processo di normalizzazione illustrato nella tabella 5²¹⁸.

In quest'ultima, appunto, si è proceduto a rilevare le principali componenti che inficiano il flusso del triennio considerato: queste risultanti le attività finanziarie detenute per la negoziazione, le attività finanziarie disponibili per la vendita, i crediti verso banche ed i crediti verso clienti²¹⁹.

PROCESSO DI NORMALIZZAZIONE DELLA LIQUIDITA' DELL'ATTIVO FINANZIARIO					
Voci Problematiche		Valore '10	Valore '11	Valore '12	Media periodo
1)	HFT	-€ 10,007,051,636	€ 1,720,670,499	€ 9,647,583,609	€ 453,734,157
a.	<i>(FV HTF a CE)</i>	-€ 3,623,690,000	€ -	€ -	
b.	<i>Operazione Bdl</i>	-€ 2,000,000,000	€ -	€ -	
c.	<i>n.d.</i>	€ -	€ -	€ 8,477,000,000	
A	Risultato Normale	-€ 4,383,361,636	€ 1,720,670,499	€ 1,170,583,609	-€ 497,369,176
2)	AFS	-€ 8,159,032,153	-€ 4,236,334,889	-€ 2,524,714,266	-€ 4,973,360,436
a.	<i>BTP</i>	-€ 18,449,773,000	-€ 19,355,132,000	€ -	
B	Risultato Normale	€ 10,290,740,847	€ 15,118,797,111	-€ 2,524,714,266	€ 7,628,274,564
3)	C/Banche a vista	€ 584,287,879	-€ 10,984,532,024	€ 9,316,217,325	-€ 361,342,273
a.	<i>Da Banche centrali di cui depositi vinc.</i>	-€ 1,048,000,000	€ 4,220,694,000	€ 3,895,463,000	
		€ -	-€ 3,500,000,000	€ 2,909,001,000	
b.	<i>Da Banche di cui altri</i>	€ 470,442,000	-€ 12,849,588,000	€ 5,574,995,000	
		€ -	-€ 12,400,000,000	€ 4,244,000,000	
C	Risultato Normale	€ 584,287,879	€ 1,415,467,976	€ 5,072,217,325	€ 2,357,324,393
4)	C/Clientela	-€ 7,301,724,847	€ 8,200,101,775	-€ 1,131,269,140	-€ 77,630,737
a.	<i>Esp./Contr. crediti</i>	-€ 3,656,200,000	€ 4,538,000,000	€ -	
D	Risultato normale	-€ 3,645,524,847	€ 3,662,101,775	-€ 1,131,269,140	-€ 371,564,071
Valore Medio Normale della Liquidità Generata/Assorbita dall'Attivo Finanziario					€ 9,116,665,711

Tabella 24: Liquidità media normale generata dall'attivo finanziario. Periodo 2010-12

²¹⁸ E' chiaro come, in questa circostanza, il processo di normalizzazione non sia di matrice statistica, bensì di matrice contabile. La letteratura riconosce, in tale senso, che la procedura ottimale per ottenere la normalizzazione di un valore di bilancio consiste nell'epurazione del predetto valore delle componenti straordinarie inficiano il valore stesso: in questo caso si è proceduto, sulla base di un orizzonte temporale di stima complessivamente limitato, di eliminare le code dei valori assunti dalla variabile reddito senza pregiudicare eccessivamente la rappresentazione di fenomeni di picco o di fondo: questo onde non denaturare l'analisi degli andamenti depressivi subiti dalla banca nel corso del periodo 2010-12.

²¹⁹ In acronimo, rispettivamente HTF, AFS, C/Banche a vista C/Clientela.

Nei primi, la rilevazione delle anomalie ha avuto ad oggetto diverse rilevazioni nel corso dei tre periodi, costituite da pesanti riduzioni di valore, che hanno assorbito oltre €3 bn nel 2010, nonché da operazioni di prestito titoli per oltre €2 bn, ed infine da rilevazioni discordanti non meglio esplicate per oltre €8 bn di strumenti relativi al 2012. Nel complesso, tale gestione ha evidenziato un flusso medio negativo per quasi 500 mln nel periodo.

I secondi, invece, hanno riguardato prevalentemente assorbimento di liquidità, cagionato da due fattori congiunti: la sottoscrizione di BTP da parte della banca, nella fase di acuta crisi dello spread, per ragioni di stabilizzazione delle posizioni in derivati; l'aggiornamento a *fair value* delle posizioni transitate da altri conti, quali crediti vs clienti e vs banche, avvenuto nel 2008.

Nella terza voce, sebbene le movimentazioni dei conti presso la banca centrale si siano mostrate molto ampie e ricorrenti in questo intervallo, la generalizzata frequenza e simile ampiezza ha indotto alla loro esclusione. Sono invece state considerate le conseguenze del PCT da 12,4 bn concluso con altre banche nel 2011, dal quale è conseguita una variazione inattesa del flusso di periodo.

Nella quarta, infine, la movimentazione ha riguardato ondate di accensione ed estinzione di crediti oltre la norma, bilanciate di volta in volta dalle operazioni con le banche. Nel complesso, il risultato di 9,116 mln di liquidità generata nel periodo fornisce la misura più sensata delle variazioni alla liquidità complessiva apportata da questa gestione.

Tornando all'analisi dei flussi, le attività finanziarie previste nel triennio 2013-15 sono state maggiorate del canonico tasso del 2% annuo di crescita, come da previsione generalizzata. Negli investimenti si è tenuto conto delle dismissioni attese, e dell'andamento delle attività da cedere, nonché degli impieghi di capitale in investimenti operativi nel prossimo futuro. Da ultimo le variazioni di capitale sono state considerate per la valutazione del FT, la cui misurazione non risulta tuttavia utilizzabile in questo contesto.

Da quanto detto, le fasi successive della misurazione riguardano invece l'andamento atteso del flusso nel tempo. La tabella illustra queste previsioni, ed i valori risultanti.

Appendice A

FCFE E VALORE DELL'EQUITY						valori in € unità
1	FCFE	-€ 3,258,855,261	€ 1,650,103,764	€ 1,252,684,844	€ 4,049,801,858	€ 7,508,676,997
2	FT	-€ 2,547,866,141	-€ 3,252,767,752	-€ 178,668,940	€ 905,581,060	-€ 367,000,000
3	Delta	-€ 710,989,120	€ 4,902,871,516	€ 1,431,353,784	€ 3,144,220,798	€ 7,875,676,997
4	Ke	10.74%	11.00%	11.72%	9.87%	9.87%
5	Va(FCFE)	-€ 3,258,855,261	€ 9,066,929,600	€ 797,041,329	€ 2,492,618,581	€ 4,290,689,721
6	Va(FT)	-€ 2,547,866,141	-€ 2,397,425,609	-€ 130,099,101	€ 600,168,836	-€ 221,377,281
7	E	€ 115,000,000	-€ 5,490,746	€ 149,000,000	€ 394,080,000	€ 633,000,000
8	Media	€ 257,117,851				
9	Ke Avg	10.64%				
10	TV	€ 2,940,449,051				
11	g	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
12	Va(TV)	€ 1,962,239,014				
13	EC	-€ 343,000,000	€ -	€ -	€ -	€ -
14	Va(E)'	€ 8,345,390,597				
15	Va(E)''	€ 10,686,168,613				

1) Acronimo di Free Cash Flow To Equity, determinato nella tabella precedente; 2) FT, ottenuto come approssimazione d FCFE e dato da Earnings +/- variazioni di patrimonio netto; 3) Differenza tra FCFE e FT di periodo; 4) Costo dell'equity di periodo; 5) Valore attuale dei flussi di cassa, determinato in corrispondenza del 2011 in corrispondenza della casella marchiata, come risultato della somma dei flussi attualizzati al tasso di riferimento per l'anno; 6) Valore attuale di FT, determinato nel 2011 e come somma dei flussi del piano in corrispondenza della casella marchiata; 7) Earnings normalizzato; 8) E Medio; 9) Costo del capitale medio di periodo; 10) Valore finale, espresso come (E +/- var. MP)/ (Ke - g); 11) Tasso di crescita atteso, dato dal piano industriale; 12) Valore attuale del TV, ottenuto con Ke AVG; 13) Excess Capital, differenza con capitale regolamentare richiesto; 14) Valore ottenuto come somma di Va(FCFE)'11 e Va(TV) senza piano industriale; 15) Valore ottenuto come somma di EC, Va(FCFE)'12 e Va(TV), quindi in ipotesi di piano industriale in atto

Tabella 25: Il valore dell'equity ottenuto dal FCFE

La tabella presentata evidenzia, in sintesi, la procedura eseguita per rilevare la variazione nel valore dell'equity della banca conseguente all'implementazione del piano industriale. Questo, partendo dalla misurazione del FCFE, rileva un valore iniziale negativo, da cui si determina anche un valore attuale negativo. In conseguenza di ciò, il valore utilizzato per la stima, come anticipato, risulta differente da quello indicato: il valore finale della banca ante piano industriale risulta, alla fine, Va(E)', pari come anticipato al valore delle capitalizzazioni di Antonveneta e Monte Paschi insieme.

Differente è il valore Va(E)'', che mostra l'incremento conseguente all'attuazione del piano, sufficiente a portare il valore ai livelli di capitalizzazione anteriori alla crisi. L'incremento è dovuto alla differenza tra i flussi, resa possibile dalle determinanti del piano: e questo pur rimanendo costanti i fattori esogeni, eguali per entrambe le soluzioni, ed il valore finale, ipotizzato comunque positivo.

Venendo al surplus, in questo caso risulta evidente che il beneficio degli azionisti preesistenti, contrassegnato, nell'equazione del surplus aggregato, con ES, risulta pari alla differenza tra il valore ante e post piano dell'equity, ossia:

$$ES = Va(E)'' - Va(E)' = € 2,340,778,317$$

V. APPENDICE B: LA DETERMINAZIONE DELLA VARIAZIONE DEL VALORE DEL DEBITO, IL VALORE ATTESO DI RECUPERO, ATTRAVERSO LA REGRESSIONE LOGISTICA LINEARE. UN'APPLICAZIONE DEL MODELLO POGHOSYAN E CIHAK.

L'intento di questa appendice è ben chiaro: offrire una misurazione del valore del debito, seguendo uno schema concettuale la cui descrizione può aiutare, nel principio della lettura, a comprendere il filo logico del testo. L'idea della valutazione consiste nel ritenere che da principio vi sia una probabilità di insolvenza, di carattere implicito e non nota, che determina il valore del debito al rischio della banca. Il suo valore dipende dalle variabili x iesime, correlate alla probabilità di default della banca, Un modello di regressione logistico multivariato permette di conoscere quale sia, in un dato frangente temporale ed in un dato contesto economico, la correlazione di ciascuna variabile, e del valore associato ad essa in ogni rilevazione individuale, con la probabilità di default complessiva della banca. Qui interviene l'uso dello studio di Poghosyan e Ciak (2009), che hanno prodotto una valutazione applicabile ad un campione sufficientemente ampio e variegato di banche, localizzate in ogni paese europeo: estendendo la valutazione alla correlazione specifica della PD a fattori afferenti il singolo paese, infatti, questi hanno rilevato l'indifferenza sostanziale delle rilevazioni a fattori specifici relativi allo specifico sistema economico nazionale²²⁰. Si specifica che si ritiene comunque affidabile il valore della ricerca dei due studiosi, sebbene rilevata nel 2009, in quanto essa ha l'obiettivo di fornire dei dati valevoli in generale su un frangente temporale esteso, se non, quantomeno, relativi al periodo di crisi 2008-09, che in Europa ha comportato il maggior riflesso sulle banche.

Attraverso l'uso dei coefficienti stimati dal modello, è possibile desumere la probabilità di insolvenza relativa alla banca calcolata nei diversi scenari temporali di rilevazione, ossia in differenti contesti applicativi del modello, variati grazie al piano industriale: la differenza nel valore della probabilità di ripercuote, successivamente, sul tasso di recupero del credito, e quindi sul valore privo di rischio del debito, calcolato in valore corrente al 2011.

²²⁰ Poghosyan T., Cihak M. – Distress in European Banks: An Analysis Based On New Data Set – IMF Working Paper, IMF 2009 – Pag 15

Da quest'ultimo calcolo, eliminando l'incremento o decremento fisiologico e programmato del debito entro il 2015, emerge la variazione del valore causata dalla variazione del tasso di recupero, in valore attuale. Questo costituisce il valore del beneficio degli Uninsured Creditors (UC).

La prima tabella presentata, mostra il comportamento del valore delle variabili tra il 2011 ed il 2015, in base ai cambiamenti indotti dal piano industriale²²¹, e la loro evoluzione a confronto con i valori medi delle banche defaultate nel periodo di rilevazione, in Europa.

Variable		X _i			Beta Pop.		
Name	Description	Pop. Avg.	MPS 2011	MPS 2015	Baseline	HP1	HP2
C	Total Equity/Total Asset	0.0445	0.0200	0.0708	-26.578	-27.466	-30.268
A	Loan Loss Prov./Tot. Loan	0.0293	0.0631	0.0295	20.443	20.609	18.187
M	Cost/Income	1.1334	0.7040	0.5850	-0.109	-0.11	0.049
E	E/Equity	-0.2566	-0.3780	0.0710	-1.911	-1.957	-1.868
L	Liquid./STF	0.3205	0.0139	0.0285	-0.405	-0.413	-0.264
S	Inter./Deposits	0.1240	0.0601	0.0687	4.957	4.974	4.932
Extra	Contagion	0.0033	0.0033	0.0033	6.072	6.086	6.348
Extra	Mkt Infos		0.0996	0.0363		4.965	
Extra	Wholesale Liabilities	n.d.	0.3602	0.6517			0.163
LogL					-284.6	-282.3	-211.6
alpha					-5.494	-5.469	-5.809
ODD					-5.20613	-5.22549	-5.56123
CDP					0.0055	0.0054	0.0038

Figura 29: Variabili MPS e medie di settore a confronto. Dati forniti da Poghosyan e Cihak (2009)

I valori riportati sono prevalentemente costituiti dalle rilevazioni effettuate dai ricercatori IMF. Questi hanno identificato un campione di 5.708 banche europee, rilevate nei database NewsPlus e Bankscope. Alle corrispondenze sono state associate le ricerche su *default events* od assimilabili, ottenendo un campione di 79 rilevazioni e 54 banche defaultate. Queste hanno costituito la base dello studio.

²²¹ Con questo ci si riferisce al piano reperibile sul sito di Gruppo Monte Paschi.

Le variabili individuate sono state ottenute incrociando i database, e ricorrendo alle versioni più complete di CAMELS *indicators*: l'uso degli indicatori è dipeso anche dalla disponibilità di dati nei database considerati. Le stime hanno accluso non solo i valori dei coefficienti, ma anche dell'intercetta della retta alpha. Questo in base all'equazione:

$$\frac{P}{1-P} = e^{\alpha + \sum_{i=1}^n \beta_i} \text{ da cui } \ln\left(\frac{P}{1-P}\right) = \alpha + \sum_{i=1}^n \beta_i$$

I valori dei coefficienti si sono rivelati interessanti, in quanto hanno dimostrato l'assoluta predominanza dei fattori C e A nella determinazione del risultato finale²²², ed al contempo hanno evidenziato la non marginalità di diversi effetti, quali la variazione della liquidità e specialmente il livello di solidità.

Ulteriore elemento apprezzabile del modello è rappresentato dalla scelta della variabile *contagion*, stimata dagli autori sulla base del campione, ed afferente la determinazione degli effetti conseguenti al fallimento di una banca sulle altre.

Venendo alla procedura, questa è stata eseguita sostituendo alle risultanze dello studio i valori di MPS relativi agli anni 2011, ricavati da bilancio, e 2015, ottenuti dalle previsioni. In particolare, per questi si è usato:

- Equity totale su attivo, per indicare la disponibilità di capitale, e la copertura dell'attivo a mezzo di questo, desunto da bilancio e da piano industriale;
- Somma di rettifiche e accantonamenti su crediti, in rapporto all'esposizione effettiva e prevista da piano industriale, per il secondo indicatore;
- Cost/Income fornito dalla banca, a bilancio come a nel piano industriale;
- Roe netto della banca, effettivo e previsto;
- Somma di liquidità e depositi presso la banca centrale, in rapporto al valore dei depositi liberi assommata ai debiti a breve termine, la cui determinazione ha seguito la logica di previsione già anticipata, mostrando un incremento del numeratore del 2% annuo come stimato nel bilancio 2012, e di decremento del valore del denominatore, invece, del 1% annuo, come previsto da piano industriale;

²²² Con valori, rispettivamente, pari a -26.578 e +20.443

- Interessi passivi su totale dei depositi, i cui dati sono stati reperiti esattamente dove erano presenti gli altri;

Il risultato della stima è interessante, vista l'acuta differenza di Mps rispetto al campione in materia di sottocapitalizzazione, peggiorata a dir vero dalle perdite dell'anno di previsione. Ancora a rilevare è la distanza nei valori di accantonamento, sintomo della gravità della crisi, insieme con la sofferenza di liquidità e la scarsa redditività, diretta conseguenza della scarsa redditività dell'attività creditizia, corse business della banca. Alcuni indici positivi, tuttavia, sono rappresentati dal cost/income e dal costo del credito. La stima delle conseguenze di quest'applicazione è mostrata nella tabella che segue.

<i>HYPOTHESIS</i>	<i>Baseline</i>	<i>HP1</i>	<i>HP2</i>
ODD '11	-3.7779	-3.2480	-4.1540
ODD '15	-6.6233	-6.4790	-7.0613
CDP '11	2.2871%	3.8851%	1.5701%
Rating	BB-/Ba1	BB-/Ba3	BBB-/Baa3
UDP	-2.3407%	-4.0422%	-1.5952%
CDP '15	0.1329%	0.1535%	0.0858%
Rating	AA/Aa	AA-/Aa2	AA/Aa
UDP	-0.1331%	-0.1538%	-0.0858%

Tabella 26: Misurazioni dei valori di probabilità di insolvenza per MPS. Elaborazione dell'autore.

Sulla base delle probabilità di insolvenza, si potrebbe già calcolare il valore del debito della banca, tuttavia questa parte del lavoro non riguarda la misurazione imputata a questo modello. Si preferisce, piuttosto, ricorrere ad una stima sul valore recuperabile del credito concesso alla banca, in aggregato, dai diversi creditori non coperti da garanzia sui depositi. Il risultato permette di conoscere la variazione attesa del valore del credito recuperabile ascrivibile solo al cambiamento del tasso di recupero: quest'ultimo causato dal miglioramento della redditività della banca.

Recovery R. of Senior Unsec.	
BB-/Ba1	47.11%
BB-/Ba3	46.83%
BBB-/Baa3	47.37%
AA-/Aa2	51.77%
AA/Aa	57.24%
Secured	62.50%

Tabella 27: Tassi di recupero atteso in base a rating, aggiustati per Mps. Fonte dati generici: Moody's

Scenario	Bond Face Value	Debt Face Value	Bond Recovery Rate	Debt Recovery Rate	Act.	Net Current Value 2011
Baseline						
2011	€ 39,814,649	€ 54,965,711	47.11%	62.50%	1	€ 53,110,250.52
2015	€ 54,624,236	€ 54,746,178	57.24%	62.50%	0.834724273	€ 65,483,273.51
					Increase	€ 3,896,015.65

Tabella 28: Tabella 16: Scenario based analysis e valore del debito. Elaborazione dell'autore.

La tabella mostra che la variazione del valore del debito causata dalla variazione del *recovery rate*, in aumento di 10 punti percentuali, è pari a €3,86 bn. Questi, nell'analisi del surplus, rappresentano il beneficio dei creditori non assicurati, o UC.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Bibliografia

**European Union: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation – IMF Mar 2013

Anderson R.G. – Resolving a banking crisis, the Nordic way – Economic Synopses, Federal Reserve Bank, 2009

Bagehot W. – Lombard Street – 1873

Banca d'Italia - Principali interventi di vigilanza sul gruppo Monte dei Paschi di Siena” - Bdl in data 28 Jan 2013

Banerji S., Bose P. – Asymmetric Information, Choice Of Workout Under Financial Distress And Absolute Priority Violations – McGill University, University Of Memphis

Baviera R. – MPS Affaire. Prodotti strutturati e derivati – Qfin Lab, Politecnico di Milano, Mar-Apr 2013

Beck T. – The future of banking – CEPR 2011

Berger A.N. – The Efficiency of Bank Mergers and Acquisitions – Bank Merger and Acquisitions, Kluwer Publishers 1998 – Pagg 79-111

Betz F. et al. – Predicting distress in European Banks – Nov 2012

Calomiris C.W. – Banking crises and the rules of the game – Columbia Business School of New York, Oct 2009

Calomiris C.W., Mason J.R. – how to restructure failed banking system: lessons from the U.S. in the 1930's and Japan in the 1990's – National Bureau Of Economic Research, Apr 2003

Centro Studi MBRES - Interventi dei governi nazionali a favore delle banche e degli istituti finanziari in Europa e negli Stati Uniti dal Settembre 2007 al Giugno 2012. Aggiornamento al 15 Giugno 2012 – Medio Banca, Ricerche e Studi – Jun 2012

- Chiesi G.M., Paravani E. – Il premio per il controllo nel settore bancario italiano – Working Paper, 2004
- Christopoulos A.G., Mylonakis J., Diktapanidis D. – Could Lehman Brothers' collapse be anticipated? An examination using CAMELS rating system – International Business Research publication – Vol 4 n°2 Apr 2011
- Chumacova D. et al. – Day of Reckoning for European Retail Banking – McKinsey Company, Jul 2012
- Crawford R., Smith C. – Bank of America Acquires Merrill Lynch: Who Pays? – INSEAD Business School, Mar 2012
- Credit Suisse – Investment Ideas. Global Banks: sector outlook for H2 2005 is theme driven – 23 Aug 2005
- Dam L., Koetter M. – Bank Bailout and Moral hazard: evidence from Germany – University of Groningen and CIBIF, Apr 2012
- Dell'Ariccia G., Detragiache E., Rajan R. – The real effect of banking crises – IMF Working Paper, Oct 2004
- Demirguç-Kunt A., Detragiache E. – Monitoring Banking Sector Fragility: a Multivariate Logit Approach – The World Bank Economic Review, Vol 14 N°2, May 2000
- Dwyer G. P. – Notes From The Vault – Federal Reserve Bank of Atlanta, Apr 2011
- Eijffinger S., Nijskens R. – A dynamic analysis of bank bailouts and constructive ambiguity – CentER and European Banking centre, Tilburg University, 2012
- Fama E. Efficient Capital Markets: A review of the theory and empirical work – Journal of Finance, N°25 1970 – Pag 383-417
- Fernandez P., Aguirreamalloa J, Corres L. – Market Risk Premium Used in 56 Countries in 2011: An Answer With 6014 Answers - IESE Working Paper, May 2011
- Fратиanni M., Marchionne F. – Banks great bailout of 2008-09 – Banks and Banking System Issue 2 Vol 5, 2010
- Gerschekron A. – Economic Backwardness in Historical Perspective – The Journal of Politics, Vol 25 Issue 3, Pag 592 e ss. – Cambridge University, MA 1962

Gopalan Y. K., Research Associate to Federal Reserve Bank of St. Louis – Earliest Indicators of bank failure is deterioration in earnings – 2010, St. Louis Missouri

Gorton G., Huang L.X. – Liquidity Efficiency and Bank Bailout – Wharton School Center of Financial Institutions, University of Pennsylvania 2004

Gorton G.B. – Subprime Panic – Yale University Press and NBER

Hanna D., Huang Y. – Bank restructuring in post crisis: Asia – Center for International Development, Harvard University, 2000

Hardy D., Pazarbasioglu C. – Determinants and Lending Indicators of Banking Crises: further evidence – IMF Staff Paper Review, Vol 46 N°3, Sept/Dec 1999

Hett F., Schmidt A. – Do bank bailout create moral hazard? Evidence from the recent financial crisis – Goethe University of Frankfurt 2012

Hoelscher D. S., Cortavarria L – Issues in bank resolution – Monetary and Financial system department, IMF, jul 2004

Hoggarth G., Reidhill J., Sinclair P. – On the resolution of banking crises: theory and evidence – Bank of England Working paper n°229, Bank of England, 2004

Hull J. – Option, Futures and other Derivatives – Sixth edition, 2006, Pearson Prentice Hall

Kindleberger C.P. – Manias, Panics and Crashes: a history of financial crises – Basic Books, 1978, New York

La Leslé V. – Bank Debt in Europe: Are Funding Models Broken? – IMF Working Paper, IMF 2012

La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A. – Government ownership of banks – Journal of finance, Feb 2002

Laeven L., Valencia F. – Resolution of banking crises, The Good, the Bad, the Ugly – IMF Working paper, June 2010

Landier A., Kenichi U. – The Economics of bank restructuring: understanding the options – IMF Staff Position Note, June 2009

- Loraschi A., Giannini B. – Gruppo Monte Paschi di Siena – Bankpedia, Assoneb, 2010
- Macey J., O'Hara M. – The Corporate Governance of Banks – Federal Reserve Bank Of New York, Economic Policy Review, Apr 2003
- Maishanu M. M. – A pragmatic approach to causes and consequences of bank distress in Nigeria - Department of Buisness Administration, UDUS, 1999
- Massad T.G. – Troubled Asset Relief Program (TARP): two year retrospective – Office of Financial Stability, USDT, Oct 2010
- Mieli S. – La crisi finanziaria internazionale e le banche italiane – Convegno di scuola di polizia tributaria della guardia di finanza, 2009
- Milgrom P., Roberts J. – Economia, organizzazione e management – Il Mulino, 2010
- Minsky H.P. – John Maynard Keynes – Columbia University Press, 1975, New York
- Myerson R.B. – A model of moral hazard in credit cycles – University of Chicago, Sept 2012
- Nadotti L., Porzio C., Previati D. – Economia degli intermediari finanziari – McGraw Hill, 2011
- O'Hara M., Macey J. R. – The corporate governance of banks – Federal Reserve Bank of New York Policy Review, Apr 2003
- Ou S., Chou D., Metz A. – Corporate Default And Recovery Rates, 1920-2010 – Moody's Investor Service, 28 Feb 2011
- Poghosyan T., Cihak M. – Distress in European Banks: an analysis based on a new data set – IMF Working paper, Jan 2009
- Proskurovska V., Adviser at European Banking Federation – European Banking Sector. Facts And Figures – EBF, Oct 2012
- Rhee R. – Case study of the merger between Bank of America and Merrill Lynch – University of Maryland, 2012
- Rosa J.J., Perard E. – When to privatize? When to nationalize? A competition for ownership approach
- Ruozi R. – Economia della banca – Egea, 2012

Rutigliano M. – Il bilancio della banca – Egea Milano 2011

Rutigliano M. – L'analisi per la valutazione delle banche – L'analisi del bilancio della banca, Cap 15, Egea Milano, Sept 2012

Sacomanni F. – Intervento del Direttore generale della Banca d'Italia- XXII Congresso Nazionale delle Fondazioni di Origine bancaria e delle Casse di Risparmio S.p.A., June 2012

Sahut J.M., Mihli M. – Determinants of Banking Distress and Merger as Strategic Policy to Resolve Distress – University of Poitiers 2011

Shortland A. – A case for nationalizing failing banks – UNDP, Jul 2009

Simpson S. D. – The banking system: commercial banking – bank crises and panics – Investopedia

Spargoli F. – The optimal design of a bank stress test – Universitat Pompeu Fabra Barcelona, 2012

Stern G.H., Feldman R.J. – Too big to fail: the hazard of bank bailouts – Brookings Institution Press, Washington D.C., 2004

Stiglitz J. – Principal and Agent – The New Palgrave, a dictionary for economics

Swedberg R. – The structure of confidence and collapse of Lehman Brothers – Alberta School of Business, Cornell University, 2009

Siti web

<http://it.finance.yahoo.com/>

<http://www.antonveneta.it/Banca/Societa/BilanciRelazioni/>

<http://www.antonveneta.it/Banca/Storia/>

http://www.bancaditalia.it/bancaditalia/storia/1936/la_depressione

<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/view.bit?lang=it&target=StudiDownloadFree&filename=pdf%2F22782.pdf>

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20090116a.html>

http://www.fha.com/fha_article.cfm?id=177

<http://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/fitch-home.jsp>

<http://www.makinghomeaffordable.gov/programs/lower-rates/Pages/fha2lp.aspx>

<http://www.moodys.com/>

<http://www.mps.it/GMPS/Storia/>

http://www.mps.it/NR/ronlyres/82DCDD26-1CAF-4BA5-9329-93F221D504D3/63903/MPS_PI_PresentazioneComunitFinanziaria_ITA1.pdf

<http://www.mps.it/NR/ronlyres/84B14749-B463-41D6-98E7-C054AC845FE1/16847/BMPSdocumentoinformativodef16giu2008.pdf>

<http://www.riskcenter.it/LinkClick.aspx?fileticket=l5om8JmBWIU%3D&tabid=66>

<http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/programs/Credit%20Market%20Programs/ppip/Pages/publicprivatefund.aspx>

<http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/bank-investment-programs/cap/Pages/default.aspx>

<http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/housing/hhf/Pages/default.aspx>

<https://www.cheuvreux.com/dl.aspx?filter=171633>

Articoli

ADNKronos - MPS approva il piano industriale: chiusura di 400 filiali e tagli al personale di 4600 unità – 27 Jun 2012

Altman R. - Spain's bank bailout is nont a turning point – Financial Times, 12 Jun 2012

Baglioni A. – Tutto quello che vorresti sapere sui Monti Bond – laVoce.info, 12 Febbraio 2013

Bankia, siete antiguas cajas de ahorro expuestas al “ladrillo” espanol – El Mundo, May 8th 2012

- Bellasio D. – Tremonti spiega su twitter la principale differenza tra i Tremonti e i Monti Bond – Il Sole 24 Ore, 27 Jan 2013
- Bernabei S. – Mps: Fondazione prosegue selezione acquirenti quota – Reuters Italia, 23 Mar 2012
- Buck T. – Bankia upbeat despite record €19,2 bn loss – Financial Times, 28 Feb 2013
- Buco di ammontare pari a €730 mn, secondo l'Huffington Post. Huffington Post, 7 Feb 2013
- Chiellino G. Mps, i paletti della commissione europea sui Monti Bond – Il Sole 24 Ore, 24 Feb 2013
- Costi R. - Il caso Mps solleva una volta di più il problema dell'ambiguo ruolo delle Fondazioni bancarie – Firstonline, 26 Gen 2013
- Da Rold V. – Nulla è cambiato dopo Lehman Brothers – Il Sole 24 Ore, 28 Jun 2012
- Davies G. – The consequences of Spain bank rescue – Financial Times Blog, 10th Jun 2012
- De Francesco G. – Profumo: “Per Mps non c'è nessun piano B” – Il Giornale, 7 Jul 2012
- El Pais – The Bankia Catastrophe – 29th May 2012
- Ferraris G. – Mps, dopo il bilancio 2012 le sfide per Profumo e Viola – Panorama, 28 Mar 2013
- Gerosa F. – Accordo MPS-Cr Asti per la vendita BiverBanca, prossima cessione ramo leasing – Milano Finanza, 1 Oct 2012
- Henley J. – Show us the money – The Guardian, 19th Sept 2007
- Il Post – La crisi del Monte dei Paschi vista dal Wall Street Journal – 26 Oct 2011
- Il Sole 24 Ore – Banche, timidi segni positivi: calano le sofferenze nette del 2,8% ed aumentano i depositi del 6,6% - 16 Mar 2013
- Ludovico, M. – Le carte nascoste di JP Morgan e le bugie a Bankitalia – Il Sole 24 Ore, 23 Jan 2013
- Mallet V., Johnson M. – The bank that broke Spain – Financial Times, 21 Jun 2012
- Mandalà A. – MPS, a brevissimo Monti Bond, piano industriale per ora confermato – Reuters Italia, 9 Feb 2013

Mps, i Monti Bond superano i 4 miliardi - Huffington Post, 7 Feb 2013

Olivieri A. – Interbanca e i bilanci evasivi di ABN e Sterrebeeck – Il Sole 24 Ore, 7 Feb 2013

Panara M. – Lo Stato torna padrone a Siena. Il piano per ricomprare l'indipendenza – La Repubblica Economia, 2 Jul 2012

Peruzzi C. – La Svolta MPS Al Test In Assemblea – Il Sole 24 Ore, 26 Aprile 2012

Richardson M. – The case for and against bank nationalization – VOX, Feb 2009

Salvatori C. – Mps, una banca rinnovata che merita rispetto – Il Sole 24 Ore, 28 Mar 2013

The Economist – Teetering – 2nd Jun 2012