

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

Sintesi dell'elaborato

RELATORE

Prof. Gian Maria Gros-Pietro

CANDIDATO

Giuseppe Lucianò

Matr. 638531

CORRELATORE

Prof. Alessandro Muscio

Sommario

INTRODUZIONE	Errore. Il segnalibro non è definito.
CAP I: LE PRINCIPALI DETERMINANTI - E LE RECENTI VICENDE - DI CRISI NEL SETTORE BANCARIO	Errore. Il segnalibro non è definito.
I. DIVERSE FORME DI CRISI.....	Errore. Il segnalibro non è definito.
i.....	Crisi Isolate Errore. Il segnalibro non è definito.
ii.....	Crisi sistemiche Errore. Il segnalibro non è definito.
iii.....	Ondate di panico Errore. Il segnalibro non è definito.
II. dissesto finanziario.....	Errore. Il segnalibro non è definito.
III. Modello di segnalazione e previsione delle crisi bancarie	Errore. Il segnalibro non è definito.
IV. L'esperienza delle crisi bancarie odierne	Errore. Il segnalibro non è definito.
i.....	La crisi finanziaria 2007 Errore. Il segnalibro non è definito.
ii.....	L'impatto sul sistema bancario: il caso Lehman Brothers e il caso Bankia Errore. Il segnalibro non è definito.
V. Elementi di comunanza e dissonanza con la vicenda Mps	Errore. Il segnalibro non è definito.
Cap II: Le principali vie di uscita dalla crisi finanziaria.....	Errore. Il segnalibro non è definito.
I. Way-out Strategy e Resolution Path: proposizioni teoriche iniziali.....	Errore. Il segnalibro non è definito.
i.....	Condizioni e strategie praticabili nella Private Way Errore. Il segnalibro non è definito.
ii.....	Carattere e opzioni di scelta della <i>Semi-Public Way</i> Errore. Il segnalibro non è definito.
iii.....	Carattere e strumenti di intervento del <i>Public Support</i> Errore. Il segnalibro non è definito.
II. L'esperienza maturata nella recente crisi finanziaria ...	Errore. Il segnalibro non è definito.
III. Dall'evidenza alla formulazione teorica: l'approccio economico al tema del dissesto	Errore. Il segnalibro non è definito.
Cap III: Il caso Monte dei Paschi di Siena. Introduzione.....	Errore. Il segnalibro non è definito.
I. Banca dal 1472	Errore. Il segnalibro non è definito.
II. Una storia italiana	Errore. Il segnalibro non è definito.
i.....	La vicenda Antonveneta Errore. Il segnalibro non è definito.
ii.....	Le operazioni in strumenti derivati Errore. Il segnalibro non è definito.

III.	Le responsabilità terze	Errore. Il segnalibro non è definito.
	i..... La responsabilità dei manager	Errore. Il segnalibro non è definito.
	ii..... La responsabilità degli organi di vigilanza	Errore. Il segnalibro non è definito.
	iii..... La responsabilità degli azionisti, e il ruolo della politica	Errore. Il segnalibro non è definito.
IV.	Quali soluzioni praticabili?	Errore. Il segnalibro non è definito.
Cap IV: Il background teorico per le soluzioni alla vicenda Mps.....		Errore. Il segnalibro non è definito.
I.	Il risanamento autonomo.....	Errore. Il segnalibro non è definito.
	i..... Gli strumenti per il risanamento	Errore. Il segnalibro non è definito.
	ii..... L'area di surplus e l'equilibrio tra le parti	Errore. Il segnalibro non è definito.
	iii..... Problemi applicativi della soluzione: l'opportunità precontrattuale e l'asimmetria informativa tra le parti	Errore. Il segnalibro non è definito.
II.	L'approccio pubblico alla risoluzione del problema.....	Errore. Il segnalibro non è definito.
	i..... Le vie del risanamento pubblico	Errore. Il segnalibro non è definito.
	ii..... Il punto di vista del mercato	Errore. Il segnalibro non è definito.
	iii..... L'allocazione del surplus	Errore. Il segnalibro non è definito.
	iv..... Problemi applicativi: il moral hazard delle banche nella scelta di assunzione del rischio	Errore. Il segnalibro non è definito.
	v..... Considerazioni conclusive: può una politica complice aggravare il problema?	Errore. Il segnalibro non è definito.
III.	Il takeover privato	Errore. Il segnalibro non è definito.
	i..... Difficoltà oggettive del passaggio del controllo	Errore. Il segnalibro non è definito.
	ii..... L'area di surplus	Errore. Il segnalibro non è definito.
	iii..... Conflitto tra proprietà e controllo nel cambio di proprietà	Errore. Il segnalibro non è definito.
Cap V: Studio del caso riguardante Banca Monte dei Paschi.....		Errore. Il segnalibro non è definito.
I.	Le tre soluzioni nell'economia del risanamento: le aree di surplus.....	Errore. Il segnalibro non è definito.
	i..... Beneficio e surplus area generati dal risanamento autonomo di MPS	Errore. Il segnalibro non è definito.
	ii..... Beneficio e surplus area generati dall'ipotesi di takeover privato	Errore. Il segnalibro non è definito.

iii.....	Beneficio e surplus area generati dall'ipotesi di salvataggio pubblico	Errore. Il segnalibro non è definito.
II.	Problemi aggiuntivi: gli effetti distorsivi dal mercato perfetto nell'economia del risanamento del Monte dei Paschi		Errore. Il segnalibro non è definito.
i.....	Il risanamento autonomo nell'ipotesi Profumo	Errore. Il segnalibro non è definito.
ii.....	L'acquisizione esterna da parte di una banca europea	Errore. Il segnalibro non è definito.
iii.....	Il salvataggio pubblico	Errore. Il segnalibro non è definito.
III.	Conclusioni: un confronto tra e soluzioni e propositi di ricerca ulteriori .		Errore. Il segnalibro non è definito.
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 ..		Errore. Il segnalibro non è definito.
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.		Errore. Il segnalibro non è definito.
Bibliografia e sitografia			21

SINTESI DELL'ELABORATO

Indotto dalla quanto mai attuale contingenza economica, l'elaborato si propone di inquadrare e misurare gli effetti della vicenda del Monte dei Paschi, ed le recenti turbolenze che l'hanno investita, in particolare in riferimento ai suoi principali *stakeholder*: azionisti, management e dipendenti, creditori e Stato. Tuttavia, nell'affrontare l'analisi, lo stesso testo non manca di riportare gli spunti teorici necessari al raffronto degli eventi, con attenzione per gli aspetti riguardanti le diverse forme di crisi bancaria, e la loro gestione, ed infine con interesse per le rilevazioni realizzate da altri studiosi in materia di rischiosità percepita delle banche, e risanamento.

Nel percorso che porta alla descrizione della vicenda Mps, il primo passo dell'elaborato consiste nel registrare le crisi bancarie sotto il profilo teorico, e nel raffrontare la crisi del Monte con altre situazioni di crisi bancarie individuali. Pertanto, dato conto dell'importanza della differenza tra forme di crisi, si richiama a fenomeni di tipo isolato, cagionati da illiquidità o insolvenza, e non estesi ad altri operatori del settore. A fronte delle crisi individuali, poi, si registra la presenza delle crisi di tipo sistemico, la cui descrizione s'incentra sul tema della sistematicità, anche quando manifestatasi in forma individuale, allorché causata dal malfunzionamento del mercato, e dalla sua inefficienza. L'assunto, forte, suggerito in questa sezione, e supportato dalla teoria in materia, è che un mercato inefficiente nel generare transazioni a costi contenuti per i suoi operatori porti, in condizioni avverse del ciclo economico, al fallimento delle banche meno solide. Quest'assunzione viene, poi, in parte dimostrata nelle sezioni successive del capitolo, attraverso la descrizione dei casi Bankia e Lehman Brothers, i quali, messi a confronto con Mps, presentano elementi di distanza e dissonanza, ma soprattutto mostrano la veridicità sostanziale dell'assunto, di matrice logica e fattuale, secondo cui a maggiore inefficienza e *downturn* del ciclo economico corrispondono fallimenti e crisi: di Lehman, infatti, si riporta la smodata avidità che aveva spinto la banca ad esporsi eccessivamente al rischio connesso al processo di OTD, nel cui mercato questa rappresentava il leader; di Bankia, invece, la storia della sua formazione e delle banche dalle quali ha avuto origine. Ultima forma di crisi analizzata dall'elaborato, poi, è denominata ondata di panico, e viene descritta come un fenomeno complementare, e spesso conseguente allo scoppio di una crisi sistemica. L'elemento caratterizzante queste crisi è la duplice spinta alla qualità - fenomeno del *flight to quality* - e alla liquidità - fenomeno del *flight to liquidity* - degli investitori.

Descritta la crisi bancaria, e dato conto delle ovvie conseguenze di cui si accompagna abitualmente, il testo procede a dar conto del fenomeno di dissesto, spiegandone il concetto e le aree di manifestazione. Di questo, in particolare, se ne offre una prima importante nozione bilancistica, attraverso la proposizione del conto economico e delle aree di redditività. Le aree di rilevazione del dissesto, in questo caso, sono rappresentate in primo luogo dal margine di interesse, impattato da un *gapping* non positivo e da un andamento crescente del tasso di interesse. Segue il risultato di gestione, che segna valore negativo se appesantito dalla voce 130 del conto economico, sulla quale gravano le rettifiche, conseguenti alla svalutazione degli asset di bilancio: un deterioramento del portafoglio crediti, un peggioramento delle condizioni del mercato azionario, o ancora una flessione del valore dei titoli di Stato, possono tutti acuire l'impatto di questa voce. Il dissesto è poi rilevato quando, a patrimonio, il livello di esposizione

al rischio risulta eccessivo: questo quando una sottostima del portafoglio RWA genera un'insufficiente copertura del patrimonio, secondo le regole di Basilea. Il testo fornisce, in tal senso, una descrizione del metodo di misurazione dell'esposizione, secondo i criteri di Basilea II. Per completare il quadro di rilevazione del dissesto, il testo si offre di descrivere la letteratura e l'evoluzione delle metodologie applicate alla rilevazione preventiva della crisi di una banca. Il modello più noto, detto CAMELS, in quanto acronimo di Capital, Asset quality, Management, Earnings, Liquidity e Sensitivity to market risk, viene descritto sotto il profilo storico, dando conto delle sue elaborazioni e successive evoluzioni. Quanto poi alla sua applicazione contingente, il modello viene descritto tanto nella forma applicativa elementare, o del rating medio, quanto secondo i modelli di regressione logistici multinomiali. Nel primo caso, si spiega, l'applicazione del modello consiste nel ricorrere ad uno o più indicatori sintetici, significativi per ciascuna delle aree di rilevazione, alle cui risultanze associare un rating su una scala continua da 1 (positivo) a 5 (negativo). La media dei valori costituisce l'indicatore di sintesi per eccellenza della rischiosità delle banche. Riconosciutane, tuttavia, la genericità, una prima soluzione a questa problematica è stata ottenuta dai progressivi aggiustamenti condotti dalla Federal Reserve, principale applicatore del modello, attraverso l'uso di indicatori diversi per ciascuna categoria, nonché ricorrendo allo studio di questi in modo separato, seppur nello stesso contesto. Studi successivi hanno poi permesso di riconoscere maggiore capacità di predizione ai risultati generati da alcune aree di rilevazione, e dagli indicatori ad esse connessi, rispetto che ad altri¹. Massima significatività al CAMELS è stata conferita dall'uso dei suoi indicatori nei modelli di regressione logistica, che correlano la probabilità di default di una banca agli indicatori di salute finanziaria della stessa. L'utilizzo dei modelli, ad oggi, basa la propria funzionalità sull'acclusione di indicatori *paese* solo nell'ambito del processo di previsione e selezione dei *distress* finanziari in via preventiva: mentre con riferimento al caso Mps, trattandosi di problematiche emerse già da tempo, le rilevazioni a logit multivariato possono, senza perdita di ragionevolezza, soffermarsi solo sui CAMELS, e fruire da misure di predizione della PD dell'istituto in seguito a variazioni delle risultanze di bilancio, da cui desumere gli indicatori predetti. E' questo, di fatto, l'uso che se ne proporrà nel capitolo V dell'elaborato, e quindi nella sezione dedicata allo studio dell'effetto del riassetto finanziario del Monte. La conclusione del capitolo è segnata dalla descrizione dei fattori di comunanza con la vicenda Mps dei casi più eclatanti di fallimento o crisi bancarie: quello Lehman, che mostrerebbe tratti di similarità soprattutto nell'eccessiva assunzione di rischio, nel mascheramento dell'esposizione effettiva, e nella distribuzione asimmetrica di informazioni tra il mercato e l'operatore, grazie ai quali fino alla vigilia della crisi la banca americana capitalizzava \$62 bn; quello Bankia, che invece richiama all'inefficienza operativa, aggravata anche dalla politica, come anche all'assunzione di rischio eccessiva, in questo caso manifesta nell'esposizione verso il mercato immobiliare.

Proseguendo nella trattazione, l'elaborato riporta l'evidenza delle soluzioni teoricamente prestate alla risoluzione delle crisi bancarie. In particolare, il testo propone il quesito concernente la partecipazione delle autorità pubbliche al salvataggio delle banche, come strumento di iniziale discernimento tra le diverse vie da seguire nel ricercare la soluzione del dissesto. Richiamando a diversi spunti teorici, si riconosce come la banca in dissesto possa

¹ in particolare la FED di St. Louis ha realizzato uno studio nel quale è stato provato come la prima variazione a predire il dissesto sia il peggioramento del rating di E

coinvolgere nel proprio salvataggio di tre gruppi di soggetti: finanziatori e investitori, che siano o meno già operanti nel settore di mercato della banca; creditori e prestatori di fondi, distinguibili in base alla disponibilità o meno di garanzie prestate da parte delle pubbliche autorità sul proprio prestito, e per questo detti *insured* ovvero *uninsured*; infine le autorità pubbliche, presenti nelle transazioni in qualità di ultimi tenutari delle sorti del mercato finanziario nel quale operi la banca. Ciascuno di questi soggetti è direttamente o indirettamente chiamato in causa nel salvataggio di una banca, sebbene questo non significhi che ciascuno di essi ne è sempre impattato: alcuni soggetti menzionati, tra cui i creditori ad esempio, possono, se depositanti, essere considerati sempre avulsi all'effetto del dissesto in quanto rimborsati. Al contrario i titolari del capitale di rischio della banca, come i suoi concorrenti nel mercato finanziario, come ancora lo Stato e le autorità pubbliche tutte, sono più o meno coinvolti a seconda della soluzione che si sceglie di perseguire per condurre la banca fuori dal dissesto. E questa scelta, come spiegato nell'elaborato, prede il nome di *way-out strategy*: di essa può far parte una combinazione molto variegata di strumenti, tra cui ricapitalizzazioni, emissioni di debito garantito, acquisizioni di terzi, nazionalizzazioni, *split in good e bad bank*, cessione di asset e ristrutturazioni. La combinazione delle scelte può vedere, o meno, la presenza anche parziaria del soggetto pubblico: in questo caso il *path* scelto è quello del Public Support, se lo Stato e la Banca Centrale vi partecipano con dispendio di risorse in forma rischiosa; può essere invece Semi-Public Solution l'ipotesi di partecipazione non rischiosa delle autorità al salvataggio. Quest'ultima non prevedrà, pertanto, il dispendio di *taxpayer contribution*, ma assumerà comunque la possibilità di garanzie governative sulle emissioni, o di prestiti a breve termine erogati dalla banca centrale, a condizioni di mercato, dal momento che quest'ultima rimane, anche in simili condizioni di contesto, il *lender of last resort*, e pertanto è a questa imputato il compito di supportare le banche illiquide ancorché solvibili. La combinazione tra vie di uscita e *path* permette di determinare le forme di intervento a risoluzione delle crisi. In particolare, alla Private Way si ascrivono interventi di ristrutturazione, ricapitalizzazione, cessione di asset, acquisizione in toto della banca. Al Semi-Public Support, invece, si associano interventi di cessione di asset, prestiti garantiti, acquisizione assistita e split-up dell'istituto. Infine, all'intervento pubblico richiamano tutte le soluzioni predette, assistite dallo Stato, spesso accompagnate da immissioni di capitale e liquidità. In tal senso, tanto la nazionalizzazione quanto l'acquisto di capitale di nuova emissione rientrano nel novero delle soluzioni. La figura seguente, presente anche nell'elaborato, riassume le principali soluzioni di uscita suddivise per percorso.

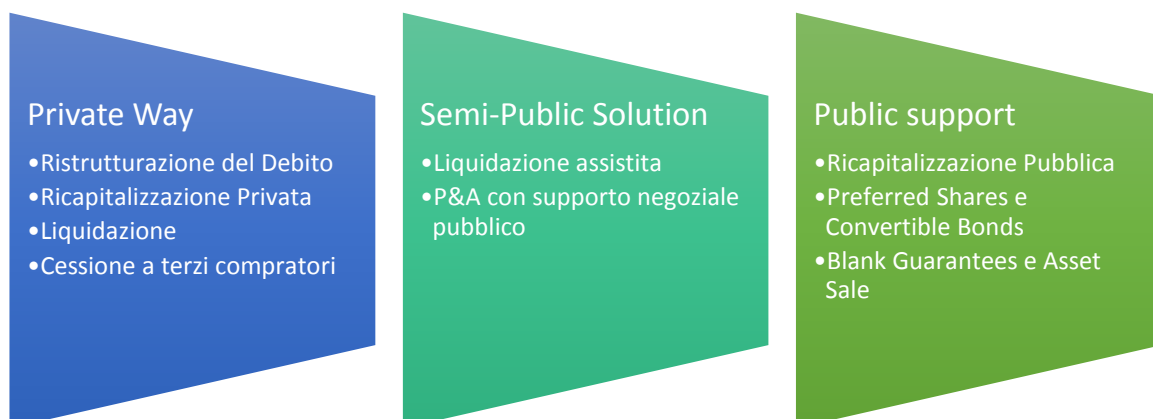


Figura 1: Resolution Path e Way-out strategie praticabili.

L'elaborato spiega anche quale sia la ratio sottostante alla scelta di ciascuna via risolutiva, introducendo poi alla valutazione comparativa tra di queste. Specifica infatti che, stante A come valore degli asset di una banca, E e D rispettivamente debito ed equity della stessa, sia al tempo corrente 0 data la generica valutazione $A_0 = E + D$. Quando è verificato il caso di illiquidità entro la scadenza M , invece, si ha $V(A_M) < V(D)$, e di insolvenza $V(A_M) < D$. Se si parte da una delle due condizioni, dove chiaramente la prima non implica la seconda, mentre la seconda include la prima, per ripristinare la stabilità delle fonti con gli impieghi di una banca bisogna assicurare che $A_M = A_M^*$, ossia $V(A_M^*) \geq D$, $V(A_M^*) \geq V(D)$. Questo avviene grazie a diverse soluzioni, che vanno dall'aumento di A alla diminuzione di D , e che possono prevedere anche la ricostruzione dell'equity, distrutto dalla perita di valore iniziale di A . Lasciando alla lettura del testo integrale per la descrizione delle soluzioni, nelle modalità di risoluzione della crisi finanziaria, si rammentino soltanto due aspetti ulteriori. Un primo consiste nella variazione della PD di una banca al variare della condizione presentata sopra: in termini esemplificativi, se $F(A_M) = p$ e $V(A_M) < V(D)$, $A_M^* > A_M$ sarà tale che $F(A_M^*) = p^*$, con $p^* < p$, e $V(A_M^*) \geq V(D)$. In altri e più semplici termini, il problema può essere presentato nei due modi, per cui un decremento (*haircut*) del debito riduce il leverage ed avvicina la soglia (*trigger point*) A_M^* , diminuendo così PD a p^* . Oppure, un aumento delle risorse A_M^* , in via corrente, quindi con immissione di equity, con sovrapprezzo pagato per cassa, o con un piano di ristrutturazione convincente che incrementi il valore corrente $V(A_M^*)$, in via prospettica. L'obiettivo, ora si comprende meglio, può essere raggiunto grazie ad una combinazione, non necessariamente ad uno solo degli interventi, che avvicini al *trigger point*.

Grazie ai dati forniti dal MBRES, il centro studi di Mediobanca, è poi stato possibile ottenere una misurazione concreta del numero di interventi, classificati in varie tipologie, che si sono avuti nel corso della recente crisi finanziaria, dai quali è stato possibile conoscere la risposta delle autorità pubbliche americane ed europee alla crisi bancaria. I dati, riorganizzati in modo da risultare in aggregati omogenei, sono stato suddivisi in due aree di rilevazione, contrapponendo così gli USA a Europa e Regno Unito. In essi sono state rintracciate categorie più o meno omogenee di interventi, in base alla natura pubblica, semi-pubblica o privata. Il risultato dello studio ha evidenziato come gli Stati Uniti abbiano prediletto le soluzioni private, che per numero rappresentano il 48% delle soluzioni, sebbene in termini di costo la soluzione pubblica costituisca il 94% del valore. Inoltre, gli USA hanno mostrato come la *way-out* preferita sia risultata la nazionalizzazione, seguita dal prestito della banca centrale, ed infine dalla cessione/chiusura della banca. I dati europei e britannici hanno mostrato che tanto il numero di interventi, quanto il valore di questi, vede la prevalenza della soluzione pubblica. Di questa poi, la strategia prescelta è risultata essere la prestazione di garanzie, anziché la nazionalizzazione. I dati interessanti si sono rivelati in concomitanza del risultato annuo, dove è emerso che in occorrenza alla crisi sistemica, paurosamente vicina all'ondata di panico, del 2009, il numero di interventi pubblici è cresciuto esponenzialmente, assorbendo quasi tutta la mole di interventi totalizzati nel quinquennio di rilevazione. Questo sottolinea come la scelta sia stata mossa dalla necessità di un intervento tempestivo, ed amplificata dalla maggiore volatilità del mercato, e non sia dipesa da scelte di reale convenienza economica. Si rimanda al capitolo secondo del testo, tuttavia, per un'analisi più

dettagliata dei risultati, nonché al seguito di questo testo per un confronto i convenienza nell'ambito della vicenda in esame.

Dato conto della teoria dei salvataggi bancari, è possibile adesso introdurre la vicenda Monte dei Paschi. La banca, di antichissima fondazione, rappresenta l'esito di un lungo processo di affrancamento economico della provincia di Siena dai potentati toscani, e risulta il frutto dell'ingresso della finanza nel supporto alla gestione dell'economia reale dell'area, a vocazione fortemente agricola, sebbene da sempre eletta a tramite dei commerci peninsulari tra le città di Roma e Firenze, e più nel complesso tra il meridione ed il settentrione d'Italia. Il Monte è stato reso banca di interesse nazionale nel 1936, anno in cui la riforma bancaria conseguente alla crisi finanziaria del paese richiese allo Stato di nazionalizzare l'intero settore. Da allora, il controllo della banca è transitato attraverso l'IRI, per tornare privato solo nel 1995, anno della riforma del settore bancario. In tale frangente, la banca è stata conferita all'ente Fondazione Monte dei Paschi di Siena, a vocazione sociale e di matrice pubblica, a cui ha fatto capo oltre il 50% del controllo fino al 2011, ed in capo a cui è titolato ancora il 36% della banca.

Durante il decennio delle privatizzazioni bancarie, in Italia, segnato dalla crescita dei grandi gruppi bancari nazionali e dalla concentrazione settoriale, il Monte diviene la terza banca nazionale, così costringendosi ad un continuo confronto con i grandi concorrenti, ora nella crescita sui mercati esteri, ora con l'espansione della rete sui mercati nazionali. E' questa l'occasione per diverse acquisizioni, che portano il gruppo a contare, nel 2008, 33.000 dipendenti, 3.000 sportelli e 6 mln di clienti.

La crisi della banca, che pur si staglia sul panorama generale della crisi bancaria e del debito sovrano che attraversa l'Europa, inizia nel 2010: anno in cui la capitalizzazione di Mps si è già ridotta di oltre il 40%². Il protrarsi della crisi negli anni seguenti arriva ai picchi di massima negatività, con il valore dell'azione della banca ridotto a 0,194€ nel Marzo 2013. Attualmente, il valore di scambio di aggira intorno ai €0,23 per azione. Il testo riconosce nelle operazioni in strumenti derivati e nell'acquisizione di Antonveneta la causa scatenante il dissesto. In particolare, in riferimento all'acquisizione della banca padovana, l'assunto di partenza è che la sua integrazione, ed il conseguente aumento dimensionale sul territorio nazionale, fossero le uniche ragioni a determinare l'operazione. La banca padovana, peraltro, presentava al momento dell'acquisizione dei risultati di bilancio scoraggianti: margine di interesse in recupero, rispetto ai cali registrati nel due esercizi precedenti; ricavo in diminuzione del 6%, insieme al volume di depositi e crediti del 17%; licenziamenti e tagli già in atto, e intenzione di cedere l'area *investment e merchant*, coperta da Interbanca, la cui attività non era più profittevole. Nell'ambito della cessione di Antonveneta a Mps, peraltro l'aspetto relativo a Interbanca ha costituito un caso a sé, in ragione del sovrapprezzo emerso in sede di accertamento giudiziario di cui non vi è riscontro nell'ambito della cessione.³Sempre dall'analisi delle

² Il prezzo per azione passa da 1,55€ a 0,85€, fonte yahoo finance

³ Il sovrapprezzo menzionato si riferisce a 867 mln trasferiti, oltre ai 9 bn di transazione, per l'acquisto della banca, in qualità di sovrapprezzo per Interbanca, che tuttavia venne ceduta da Santander a Sterrebeek prima che Mps ne acquisisse il controllo. Si veda, in tal senso: Olivieri A. – Interbanca e i bilanci evasivi di ABN e Sterrebeeck - Il Sole 24 Ore, 7 Feb 2013

condizioni di trasferimento della banca padovana, infine, è emerso che il Tier I ratio di questa si attestava, al momento della cessione, al 4%, contro un Tier I Mps del 6%. Il dato, insufficiente in quel frangente ad assicurare congrua copertura ai rischi della banca, avrebbe meritato un giusto peso nella valutazione, ove invece non ve n'è traccia. Dalla valutazione a multipli di mercato della banca, aggiustata per tener conto del prezzo d'acquisto pagato da ABN AMRO nel 2006, emerge un valore medio del P/E di mercato di 11.05, contro una media della banca padovana per il triennio 2004-2006 di 31.05. A fronte di questo, il valore di Antonveneta al 2006 appare di circa €6 bn, mentre la media di periodo si attesta a €2,7 bn. Questo avvalorava la tesi del prezzo eccessivo, pagato da Monte dei Paschi a Santander, per un asset il cui valore effettivo non superava i €6 bn, ma pagato oltre €9 bn. Interessante dietrologia, realizzata sul conto della vicenda, riguarderebbe la necessità di coprire il costo della partecipazione in Antonveneta di ABN AMRO da parte del consorzio di banche acquirenti al momento del default dell'istituto belga. Quest'ultimo, composto da Fortis, Royal Bank of Scotland e Santander. Tra le perdite accollate alla parte acquirente, e non allo Stato, sarebbe rientrato anche il minusvalore latente della partecipazione, acquistata al prezzo di €26.5 per azione solo un anno prima. Si precisa che l'operazione è tacciata come corresponsabile del dissesto Mps, a causa dell'impatto sull'indebitamento di €3,72 bn, nonché per via dell'assenza della *pricing guidance*.

Oltre alla vicenda Antonveneta, il testo riporta anche la descrizione delle operazioni in strumenti derivati, note alla cronaca come Alexandria, Santorini e Nota Italia. In ordine cronologico, la prima a registrarsi è Santorini, consistente nella cessione delle azioni di San Paolo IMI a Deutsche Bank, per un controvalore di 785 mln, pagati in contanti e partecipazioni per il 49% del veicolo cessionario. L'acquisto del veicolo avviene in via totalitaria poco dopo. Lo stesso sottoscrive un TRS sul titolo predetto, rinegoziato nel 2006, con *cap* a €18,905, poi ricontrattato a €14,01, e *floor* a €8,219. Il rendimento fisso, pagato dal veicolo, è il 5%, poi 3%, del valore facciale del contratto. Le perdite per Mps, cagionate da questo solo contratto, ammontano, nel complesso, a oltre €700 mln.

La seconda operazione, Alexandria, è più complessa. Mps acquista dei CDO dal veicolo Alexandria, a sua volta lunga su CDO del veicolo Skylark, a sua volta lungo su ABS di 38 diverse *reference entity*. Il primo intermediario a strutturare l'operazione è Dresdner, che compra tutti i flussi positivi di Skylark (i payoff degli ABS) e paga l'Euribor 3m + 0,9%. Skylark riceve e paga, coi propri CDO, questa cifra a Alexandria, che cede i flussi dei CDO Skylark a Dresdner in cambio dell'Euribor 3m + 0,8%. E' chiaro che Dresdner crei intenzionalmente lo 0,1% di differenza. Tuttavia Dresdner sottoscrive con Alchemy, un altro veicolo, un'operazione di finanziamento a *repo*, ossia cede Btp e CDS su di essi, ricevendo in cambio un fisso pari all'8%: Alchemy, a sua volta, riceve questa liquidità da Alexandria, che la finanzia, insieme all'acquisto dei CDO di Skylark, con l'emissione di CDO acquistati da Mps. Questa prima operazione viene liquidata, e sostituita dalla seconda con Nomura. In questa, Mps cede Btp con scadenza Aug 2034 a Nomura. In cambio acquista un *repo* della stessa cifra, 3,05 bn, dalla stessa Nomura, all'Euribor 3m + 0,59%. Chiaramente questo copre dal rischio di ribasso dei rendimenti pubblici. A fronte della cessione di Btp, tuttavia, Nomura paga il rendimento Btp e riceve l'Euribor 3m + 0,98%. Nomura riceve, dietro pagamento di un *upfront* del 0,05%, liquidità da Mps all'Euribor flat. Evidente è come Nomura lucra sul *repo*, e rigiri il rischio variazione dei rendimenti Btp, per il quale Mps intende coprirsi, alla stessa Mps.

Terza ed ultima operazione consiste, invece, nell'acquisto di obbligazioni *collateralizzate* da parte di Mps, per un controvalore di €500 mln.

Analizzate le diverse operazioni, si riporta la stima presentata dal management subentrato nel 2012, di impatto delle operazioni sul patrimonio della banca: 730,3 mln, solo nel 2013.

Per ciò che concerne la responsabilità della vicenda, e del dissesto della banca, il capitolo evidenzia il concorso di colpe di tre distinti soggetti: il management; gli organi di vigilanza; gli azionisti e la politica compiacente. La prima delle categorie identifica, in ambito teorico, nel problema principale-agente, nonché nel formarsi di interessi divergenti tra management e azionisti, l'incipit del comportamento scorretto del management. In particolare, si riconosce che presunte tangenti, e bonus lauti sulle somme transate o erogate, a prescindere dal livello di rischio assunto col capitale azionario, abbiano portato il management a perseguire logiche di investimento discordanti con quella di massimizzazione del rendimento vincolata al rischio, così come nella visione e propensione dell'azionariato. Al contempo nella categoria degli organi di vigilanza, è rintracciato il secondo responsabile, definito tale non tanto per carenze nella vigilanza in sé, quanto per la tempestività dell'intervento. Si riporta, nel testo, il parere della Banca d'Italia fornito agli organi di stampa, allorché avanzata l'ipotesi di sua colpa in vigilando nell'ambito della vicenda. Il parere illustra eloquentemente la cronistoria dei rapporti tra l'organo e l'istituto, specificando come le ispezioni siano state frequenti ed approfondite⁴. La magistratura appura che, durante le due ispezioni del 2010, erano state segretate le carte relative all'operazione Fresh, con cui Mps aveva tratto le somme necessarie a finanziare l'acquisto di Antonveneta, aumentando il capitale: in realtà l'operazione, costruita con JP Morgan nell'ambito dell'emissione di €2 bn di capitale a suo favore, vedeva la copertura del rischio di variazione dei prezzi per quest'ultima, tanto da far risultare a Banca d'Italia più consona la notazione dell'operazione come prestito. Pertanto la stessa Bdl aveva, contestualmente all'emissione, richiesto degli aggiustamenti alle condizioni dell'aumento di capitale destinato, finalizzate a rendere *compliant* alle norme vigenti l'operazione. La Banca d'Italia, tuttavia, era a conoscenza della carenza di capitale della banca senese sin dal 2011, come prova l'avvenuto prestito titoli finalizzato al rifinanziamento presso la BCE, avvenuto nell'Ottobre di quell'anno: questo accolla all'istituto nazionale una responsabilità non marginale nella tempestività d'azione.

Nel quadro definitorio delle responsabilità, da ultimo, si è tenuto conto del ruolo ambiguo dell'azionariato, costituito prevalentemente dalla Fondazione, e del cui operato favorevole sebbene compiacente a schemi estranei alla sana e prudente gestione si avvantaggia la collettività. Come specificato, infatti, il ruolo dell'azionariato è stato quello di persuadere il management al conseguimento di utile di breve periodo, spesso sacrificando gli obiettivi di lungo periodo, solo al fine di aumentare il dividendo a disposizione della Fondazione, e di conseguenza la sua capacità di beneficiare di questo allo scopo di perseguire il bene della clientela. Qui subentra, allora, il ruolo della politica: le

⁴ Le ispezioni sono avvenute in date 11 Maggio e 6 Agosto 2010, e poi in Ottobre 2011.

logiche clientelari con le quali il denaro pubblico è stato gestito hanno cagionato la sua deprivazione, e spogliato le istituzioni, tra cui l'Università, di grossa parte dei contributi⁵.

Il quarto capitolo del testo si apre con la descrizione delle possibili uscite dalla crisi, praticabili per la risoluzione del dissesto bancario che attraversa Monte dei Paschi. Nel novero delle possibili soluzioni rientrano: il piano industriale, avanzato da Alessandro Profumo e Fabrizio Viola, consistente nella via di risanamento privata per eccellenza; il prestito governativo, soluzione praticata invece con l'ausilio dei Monti bond, la cui emissione è avvenuta nei primi mesi del 2013; infine, dal momento che l'esigenza di nuovo capitale potrebbe richiedere alla banca l'ingresso di un nuovo socio, di matrice privata come pubblica, l'ipotesi di acquisizione rappresenta la terza via. In particolare, l'idea dell'acquisizione del soggetto privato riesce convincente, poiché spesso accostata alla volontà del presidente della banca Profumo. L'obiettivo della sezione diviene allora quello di spiegare le dinamiche che muovono la banca in una simile scelta, e la formazione del surplus da spartire tra i partecipanti all'operazione di riassetto.

Il risanamento autonomo, prima delle soluzioni elencate, è descritto accostandosi al *framework* teorico retrostante al tema delle ristrutturazioni d'impresa, in generale. Per questo, si specifica che il *tool kit*, ossia il set di strumenti a disposizione del *board* direzionale, è costituito in primo luogo da ristrutturazione operativa, consistente nel ridisegnare il funzionamento della banca nel settore. A questo, si accompagna invece il secondo strumento, rappresentato dalla ri-focalizzazione operativa, consistente invece nel cambio di area di business della banca. Infine, il consolidamento patrimoniale rappresenta la soluzione di cambiamento della *funding structure* della banca. La misurazione degli effetti, tratta invece dalla teoria sulla valutazione imprese, avviene richiamando all'uguaglianza $V(A) = V(D) + V(E)$ con $V(E) = \sum_{x=1}^n \frac{FCFE_x}{(1+K_e)^x} + \frac{TV}{(1+K_e)^n}$ o in alternativa come $V(E) = Excess\ Capital + \sum_{x=1}^n \frac{FT_x}{(1+k_e)^x} + \frac{TV}{(1+k_e)^x}$, con $FT = Utile \pm \Delta Patrimonio$, metodo tuttavia poco utilizzato.

Le aree dove il piano di ristrutturazione ha effetto sono solitamente rintracciabili nel conto economico. Per questo, uno strumento usato di frequente è il miglioramento della qualità del credito, con conseguente riduzione del volume di denaro transato dal margine di intermediazione, ma anche maggior *gap* sull'interesse netto incassato. Oltre a questo, la riduzione dei costi rappresenta una soluzione praticabile, attraverso un ripensamento della macchina operativa.

La ri-focalizzazione, per converso, si concentra sulla creazione di una nuova area di business nella quale operare. Questo si traduce, poi, in termini più elementari, nello spostamento dal margine di interesse a quello di intermediazione, o viceversa, del maggior focus reddituale per la banca.

⁵ Secondo il Wall Street Journal, i contributi all'Università di Siena dalla Fondazione sarebbero stati ridotti da €200 a €50 mln a seguito della crisi della banca.

Il consolidamento patrimoniale, infine, affligge un'area di complessa demarcazione. In questo intervento, infatti, concorrono a cagionare il risultato molteplici forme di intervento, che variano dall'aumento del capitale alla riduzione dell'esposizione debitoria e dell'erogazione creditizia, fino alla rimodulazione delle fonti. Fino allo scorso decennio, la struttura di *funding* delle banche europee, fotografata da La Leslé, ricercatrice dell'IMF, era tale da vedere la sovrabbondanza del *wholesale funding*, ossia del *funding* proveniente dal mercato, e non da raccolta retail. L'eccessiva significatività di questo è stata misurata ricorrendo a quattro indicatori, ossia il *funding gap*, il LDR, il rapporto tra *wholesale* e attivo e il rapporto tra retail e attivo. In presenza di una eccessiva esposizione verso il passivo *wholesale*, la ricerca conclude che questo acuisce la fragilità della struttura finanziaria della banca, e la espone a rischio di default in presenza di problemi di liquidità: a giustificare una simile condizione, prevalentemente, l'instabilità di questi mezzi e la loro incerta disponibilità nel finanziare l'attivo corrente della banca, in presenza di difficoltà finanziarie. Da ciò, il bisogno di rimodulare la struttura finanziaria, esitando parte degli impieghi a medio termine, ed al contempo accrescendo la dotazione di capitale.

Analizzando, in linea teorica, le diverse forme di intervento che compongono la *way-out strategy*, emerge immediatamente come i soggetti coinvolti nel surplus generato dalla soluzione siano, in base a questa, diversi. In generale, questi sono: azionisti pre-esistenti; manager; nuovi azionisti; creditori *uninsured*; creditori *insured*; Stato. Mentre gli ultimi due soggetti non sono mai coinvolti nel tipo di soluzione privata, per gli altri il coinvolgimento è possibile in diverse misure. Partendo dal caso degli azionisti pre-esistenti, questi sono impattati negativamente nel caso di aumento di capitale o debt/equity swap a causa della perdita di dividendo, di misura pari a $[Q(E') - Q(E)] * d$. In più, nel caso di emissione di nuovo equity, la variazione del valore del debito, causata da un aumento del tasso di recupero atteso, porta a caricare la differenza $V(D') - V(D)$ su $E' < E$. L'effetto su questi è positivo, invece, quando il primo integra ristrutturazione o rifocalizzazione. La combinazione degli strumenti, e degli effetti, confluisce in *ES*, uno dei termini dell'equazione del surplus.

I nuovi azionisti, per loro canto, sono indifferenti, a meno di una conversione: questa genera un valore che può, in forma prospettica, apparire maggiore del valore attuale atteso del debito. È misurato, nell'equazione, da *IS*.

Il management e i dipendenti sono licenziati in quasi tutti i casi. Ciò genera un impatto negativo, di misura pari a *ME*, che bilancia il valore positivo di tali risparmi, nel piano di ristrutturazione, per gli azionisti.

I creditori *uninsured* ottengono un beneficio quando rinegoziati, nel caso di swap: in tale ipotesi il loro valore è compreso in *IS*. Negli altri casi, invece, il valore del loro beneficio può apparire positivo, se il valore del debito aumenta, o negativo, se si applica un *haircut*. In generale, il valore è misurato da *UC*. Aggiungendo, per completezza, anche la variabile dell'impatto sociale, che rimane tuttavia da misurare al di fuori dell'elaborato, l'equazione risulta.

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

Da ultimo, le considerazioni circa la stimabilità e determinabilità del surplus hanno risentito di ipotesi che necessitano di essere verificate. La prima e più importante di queste consiste nella trasparenza informativa, che permetta agli operatori di mercato di far corrispondere al valore degli asset il valore effettivo di mercato di questi, così che eventuali swap di debito in equity, o aumenti di capitale, producano gli effetti necessari alla banca, e non generino perdite maggiori per i creditori, né per gli azionisti.

L'asimmetria informativa affligge anche il rapporto tra il settore bancario di appartenenza della banca in crisi e gli investitori retail, in uno schema ove le problematiche possono esulare dalle asimmetrie informative entro l'azzardo morale.

L'intervento pubblico, seconda strategia di uscita percorribile, rappresenta la condizione di partecipazione dello Stato alle perdite della banca. Tale partecipazione, in concreto registrabile come impiego a titolo più o meno oneroso di *taxpayer contribution*, ancorché controverso, può presentare un valido strumento di risoluzione in quanto azzeri gli effetti negativi del *distress* finanziario sul mercato e sulla banca. Questo avviene, in particolare, attraverso: nazionalizzazione; aumento di capitale; *asset purchase*; sottoscrizione di obbligazioni; garanzia su emissione di obbligazioni. Si rimanda al testo per conoscere come ognuna di queste operazioni modifichi la stabilità finanziaria della banca. Ognuna delle soluzioni applicative del riassetto a conduzione pubblica presenta, a dispetto di quanto visto fino ad ora, una pecca comune: la partecipazione pubblica nel capitale delle imprese, e delle banche in generale, riduce l'attenzione di queste verso i temi dell'efficienza e della naturale evoluzione del mercato, e favorisce la formazione di entità distorte da simili obiettivi, la cui esistenza è giustificata esclusivamente dalla volontà pubblica, appunto, a che esistano. Sebbene diversi studiosi e teorici sostengano che la presenza dello Stato nell'economia di un paese non sia necessariamente da considerarsi negativa, avendo questo, spesso, fornito gli strumenti di sostegno necessari a permettere un qualsiasi sviluppo altrimenti irrealizzabile⁶, una simile condizione sconterebbe comunque la differente propensione al rischio, e la diversa accezione relativa all'allocazione di capitale, che un investitore aduso a criteri di scelta non finanziari ed economici dimostra.

Per ciò che concerne la formazione e spartizione del surplus riveniente dal salvataggio della banca da parte dello Stato, ad essere coinvolti sono, al solito, i soggetti elencati prima: azionisti pre-esistenti e nuovi azionisti, creditori *uninsured*, manager e dipendenti della banca, e questa volta anche lo Stato. Sono nulli gli effetti a carico dei creditori *insured (IC)* e, in questo caso, la voce *IS* è sostituita dallo Stato, ove presente un nuovo azionista. I primi ad essere analizzati sono, al solito, gli azionisti pre-esistenti: questi subiscono una perdita solo in ipotesi di diluizione; sono invece beneficiari di un valore certo, e maggiore del valore di mercato delle azioni, in caso di nazionalizzazione al prezzo pari al valore nominale⁷; ricevono, infine, il valore potenziale del beneficio di un piano di acquisto di *impaired asset*, o del minor tasso di interesse pagato dalla banca, nel caso di obbligazioni garantite.

⁶ Si ricorda, tra tutti, Gerschenkron e l'industrializzazione della Russia zarista. Gerschenkron A. – *Economic Backwardness in Historical Perspective – The Journal of Politics*, Vol 25 Issue 3, Pag 592 e ss. – Cambridge University, MA 1962

⁷ Che sarà superiore al valore di mercato delle azioni, per una banca in default.

Lo Stato, invece, paga dei costi esorbitanti, e non dispone di benefici certi. In caso di nazionalizzazione, paga il valore nominale delle azioni, e quello rappresenta il payoff, negativo, della sua posizione. Nel caso di acquisto di azioni, il sovrapprezzo determina l'esistenza, o meno, di un payoff negativo. In caso di acquisto di asset, paga la maggiorazione del valore di questi, in formula equivalente a $m + a V(A)$, con a frazione degli asset *impaired*. Infine, il minor tasso ricevuto rispetto ad un investimento di pari rating, e l'assenza di cedole, costituiscono il beneficio negativo, percepito dallo Stato in caso di emissione di obbligazioni a suo favore. Questo suggerisce che S sia generalmente minore o uguale a zero. I creditori *uninsured*, per concludere, ottengono un beneficio dovuto all'incremento della qualità degli asset, in caso di asset *purchase*; ottengono un beneficio derivante dal *deleveraging*, in caso di emissione obbligazionaria; beneficiano dell'aumento del valore del debito in caso di aumento di capitale; pagano, infine, un *haircut*, in caso di nazionalizzazione.

Le problematiche applicative del modello di salvataggio pubblico appena descritto sono molteplici, quanto evidenti: prima e fondamentale difficoltà nel comprendere lo schema è il fatto che lo Stato sia l'unico soggetto ad accollarsi le perdite della banca, mentre gli investitori nel suo capitale ne escano indenni. Questo discende dalla concezione secondo cui allo Stato convenga supportare la visione del salvataggio ad ogni costo di una banca, anziché sostenere costi più ingenti per ripianare le perdite generate da un'ondata di panico che ne abbia travolte in numero maggiore, potenzialmente tutte quelle in operatività. Pertanto, a fronte di questa disponibilità, le banche sfruttano la posizione di vantaggio assumendosi maggior rischio: gli azionisti incrementano la loro *risk propensity*, convinti di ricevere indietro il capitale in caso di default; i manager aumentano il rischio contratto ed il *leverage* finanziario, nella ricerca di rendimenti più elevati e, di conseguenza, bonus molto maggiori; i creditori acquistano bond e debito della banca a prezzi più alti del dovuto, valutando la PD della banca al netto dell'effetto prodotto dall'atteso *bailout* governativo. Quando, al default, i prezzi delle azioni rivelano la PD, e questa è usata per scontare il valore del debito della porzione non recuperabile, la perdita viene assorbita dallo Stato, che ripiana il valore degli asset: alle volte, la sottostima iniziale della PD produce l'insufficienza dell'intervento pubblico, e genera la necessità di un ulteriore immissione di capitale. In tutto questo, una politica complice degli interessi antieconomici del management, potrebbe peggiorare la situazione anche post salvataggio.

Per ciò che concerne, infine, il *takeover* privato, la soluzione è scandita da tre orini principali di obiettivi, che motivano l'acquisizione. Questi consistono in: operazioni mosse da fine strategico, in cui l'interesse è manifestato verso la banca ed i suoi asset; operazioni con fine di prevenzione delle ondate di panico, il cui scopo è quello di limitare gli effetti sul costo del *funding* e sulla fiducia del mercato nei suoi operatori; infine operazioni con sostegno pubblico, che motivi prevalentemente la scelta di acquisire la banca in crisi. A cagionare le difficoltà dell'opzione sono, in questa circostanza, tre fattori fondamentali. Primo tra tutti, il passaggio del controllo di una banca è reso più difficile di quanto non lo sia una qualsiasi altra impresa a causa del livello di concentrazione della proprietà testimoniato dalle banche europee, ed italiane in particolare. A questo segue il tema dell'opportunità del passaggio del controllo, per i creditori non coperti da garanzie sui depositi. Infine, il tema del passaggio verte sulla questione del costo della transazione, che rientra, in parte, sotto la disciplina dell'OPA, ma che riguarda anche la spartizione del surplus, ove i beneficiari maggiori di questo diventino coloro i quali in maggior misura beneficiano del prezzo

della transazione. La discussione tra le parti, in questo caso, ruota intorno al pagamento del sovrapprezzo, che spesso viene pagato anche senza che ve ne sia motivazione, così costringendo l'acquirente a sostenere un costo, pari al valore nominale delle azioni, maggiorato anche di una componente indebitamente pagata all'azionariato pre-esistente. Lo schema negoziale che porta, in questo caso, a TNS_T , coinvolge gli azionisti pre-esistenti, i nuovi azionisti, i creditori, il management e i dipendenti, e lo Stato. I primi guadagnano laddove venga loro riconosciuto un sovrapprezzo, ma al di fuori di questo sono indifferenti. I secondi pagano $(1 + s) E$ e ricevono $V(B)$ e $V(F)$ in caso di sostegno pubblico. I creditori beneficiano solo ove non sia previsto un *haircut*: il che si registra raramente, anche se questi beneficiano della differenza tra il valore corrente del debito, in ipotesi di salvataggio, e valore corrente in caso di default. Manager e dipendenti pagano il costo dei licenziamenti, mentre lo Stato interviene solo ove sostenga dei costi aggiuntivi per facilitare la transazione, registrando anche in quel caso un valore al più pari a zero. Indifferenti risultano, al solito, i creditori assicurati. Qualsiasi considerazione circa la formazione del surplus della transazione deve, tuttavia, tenere conto della difficoltà che emerge nel far accettare il passaggio del controllo al management, e delle difficoltà che possono manifestarsi a deprivazione del valore della banca, in sede di transazione con management ostile.

L'analisi del caso Monte Paschi, in concreto, riguarda la misurazione dell'effetto generato dalle tre soluzioni ritenute praticabili nella vicenda.

La prima delle tre considerate, quella della ristrutturazione intera, riguarda il riassetto autonomo, prodotto dal piano industriale del nuovo *board*. Esso si dipana lungo le tre direttrici viste in precedenza, ossia il consolidamento patrimoniale, la ristrutturazione operativa e la rifocalizzazione operativa, con attenzione per ciascuna delle diverse dimensioni. In riferimento al consolidamento patrimoniale, la Banca si propone la riduzione dell'esposizione sul breve periodo, e verso passività *wholesale*: ciò la porta ad aumentare la *counterbalancing capacity*, a ridurre il *funding gap*, e ridurre le passività *wholesale*. A questo consegue anche un aumento della copertura del credito con i depositi: l'LDR medio della banca è atteso in riduzione, al 2015, dal 130% attuale al 110%, in linea con le banche europee. Anche l'esposizione verso le autorità pubbliche viene rivista⁸.

Il piano interviene anche nell'attività *core* della banca. Si propone di far leva sui ricavi, a non rinuncia a riorganizzare la struttura: questo esternalizzando il back office, con risparmi considerevoli di costo nel 2015; tagliando il personale per €52 mln annui di costi dal 2015; ed infine razionalizzando la rete di vendita, con chiusura di 400 filiali e accorpamento dei marchi.

Per ciò che riguarda, infine, la rifocalizzazione, la banca si propone di divenire il primo *bankassurer* nazionale, grazie alla collaborazione con Axa. Da questo, il *board* si attende di raggiungere un tasso di incidenza sui ricavi totali dell'attività assicurativa pari al 30%.

⁸ L'esposizione verso la BCE è prevista a €3,5 bn nel 2015, contro l'attuale di oltre €30 bn.

Per la determinazione del surplus, si è deciso di combinare diverse misurazioni che quantifichino le componenti dell'equazione: una prima di queste è stata rappresentata dal valore per gli azionisti pre-esistenti, misurazione che è avvenuta con stima del valore attuale dei flussi di cassa futuri, al lordo e al netto del piano. Mentre il valore del flusso di cassa 2011, risultando negativo, non è parso significativo per l'ipotesi di assenza del piano, questo è parso un ragionevole punto di partenza per il piano 2012-15. Il valore del capitale proprio senza piano, al 2015 è stato ottenuto dal flusso di cassa all'equity dell'anno precedente, di ammontare pari a 558 mln. Il risultato ha dato una stima del valore dell'equity di €5,19 bn, che divengono €8,345 bn se si epura il valore della variazione del capitale. Questo appare in linea con la capitalizzazione normale della Banca. Nel 2015 il valore dell'equity risulta quasi pari alla capitalizzazione ante crisi: €10,686 bn. Il surplus per gli azionisti, causato dal piano, ammonterebbe allora a €2,340 bn. Per un dettaglio riguardo alle ipotesi ed alle misurazioni del valore si rimanda all'appendice A dell'elaborato. Altra classe di soggetti coinvolti è quella di manager e dipendenti: i licenziamenti, che generano dal 2015 €52 mln di risparmi, hanno un valore corrente di €2,6 bn. Questo ha valore negativo, in quanto posta sottrattiva dell'effetto benefico del risparmio di costo nel piano⁹. Da ultimo, in quest'analisi, i creditori ottengono un beneficio potenziale, conseguente al miglioramento del rating, a sua volta conseguente alla crescita della dotazione di capitale CET1¹⁰, nonché al miglioramento della liquidità e della struttura del *funding* della banca, a cui consegue anche un aumento della redditività: tale beneficio è stimato in €3,896 bn. A questo consegue che

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

Come anticipato, poi, la seconda soluzione al dissesto è rappresentata dall'acquisto della banca da parte di un operatore europeo del settore. In tal caso, sia l'acquisizione assistita o meno, il nuovo acquirente dovrebbe sostanzialmente subentrare alla Fondazione¹¹. In più il subentrante avrebbe l'onere di sottoscrivere il capitale del quale deve dotarsi la banca, ossia l'aumento da €1 bn che rientra già nei piani entro il 2015. Questo porterebbe l'acquirente a detenere capitale del valore (a prezzi correnti) di €2,28bn, acquistato tuttavia almeno al prezzo di €5,19 bn. Il costo dell'operazione, allora, determinato come

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

Considerato

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

⁹ E' da segnalare che il valore futuro al 2015 del risparmio annuo lo si è ricavato con il *wacc* 1,87%, in crescita del 2% annuo, mentre in *wacc* 2011-2015 è stato in parte ricavato, partendo da 1,67% del 2011.

¹⁰ Acronimo di Core Equity Tier I.

¹¹ Ci si riferisce, qui, anche alle quote di proprietà di JP Morgan, rientranti nell'operazione FRESH

Comporta un costo d'acquisto di €7,201 bn. La determinazione del guadagno, invece, è difficile in via del tutto ipotetica: la banca presenta ragioni favorevoli all'acquisizione, quali la sua posizione sul mercato del credito italiano e il suo cost/income ratio, contenuto rispetto alla media delle banche europee. Tuttavia la tendenza alla riduzione dei costi di struttura fisica, e lo spostamento dell'intermediazione sul web e verso la dematerializzazione delle transazioni, porta ad immaginare che l'acquisizione in sé sia difficile da vedersi. La crisi del debito ha poi reso ancora più complessa l'ipotesi di acquisto.

Ultima *surplus area* da misurare è rappresentata da quella dell'ipotesi di salvataggio pubblico. Questo è stato realizzato, per ora, attraverso l'emissione di €4,071 bn in obbligazioni sottoscritte dallo Stato, di cui €1,9 bn sono stati prontamente destinati al rimborso dei debiti pregressi verso lo stesso, mentre €2,6 sono certamente confluiti alla copertura della svalutazione dei titoli pubblici italiani detenuti dalla banca. Il primo soggetto coinvolto nello scenario del salvataggio pubblico è proprio lo Stato: questi sostiene un costo, rappresentato dal minor valore del debito sottoscritto a pari condizioni di rischio con quanto registrato sul mercato. In altre parole, l'agevolazione concessa alla banca in dissesto rappresenta il costo per lo Stato. In termini di minor rendimento, tale costerebbe, a valere entro il 2015, 152 mln di minor rendimento del debito. Qualora, poi, l'utile 2013 sia nullo o negativo, e non si paghi dividendo, la cedola del primo anno verrebbe sostituita dall'ulteriore emissione di debito, così portando l'ammontare a valere €4,383 bn. In tal caso, il valore del minor rendimento 2015 sarebbe superiore. Altre ipotesi di scenario portano a misurare il debito al 2017, anno quest'ultimo da considerarsi momento del rimborso: in questo caso allo Stato sarebbe restituito il 110%, e non più il 100% del valore nominale. Nei tre scenari, il valore del beneficio per lo Stato, S , è calcolato come segue:

$$S_{t,15} = -€161.133.773$$

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

$$S_{2,17} = €438.289.000 - €153.788.519 = €284.500.481^{12}$$

I tre valori evidenziano quanto visto in precedenza, nella descrizione teorica del profilo del salvataggio pubblico: ossia che lo Stato non beneficia positivamente dell'intervento, ma anzi assume le perdite sulla collettività, tranne che nel caso di inserimento di clausole straordinarie, come quella che posterga il rimborso al 2017. Il surplus del salvataggio è ancora più basso, a causa della presenza degli effetti di *ME*. Nel complesso, questo assume i seguenti valori nei tre scenari:

$$TNS_{PS,t,15} = -€210.413.377$$

$$TNS_{PS,1,t,17} = €107.596.652$$

$$TNS_{PS,2,t,17} = €192.308.420$$

¹² In questo caso, al contrario del precedente, il valore nominale del debito viene accresciuto, portando la cedola complessiva e l'extra rendimento a crescere.

E' chiaro che in questa misurazione manca la valutazione della componente profitto, presente ove la banca pagasse le cedole future in azioni, e queste si apprezzassero nel tempo. E' bene sottolineare, in questo senso, che la sottoscrizione di azioni avverrebbe in ipotesi di sostanziale nazionalizzazione, anche in virtù della quota già nella disponibilità della Fondazione: a questo, pertanto, corrisponderebbe un orizzonte più lungo di cessione, ed anche una minor probabilità di profitto per lo Stato.

Come anticipato, al descrizione del surplus generato dal risanamento è privo di significatività fattuale, laddove manchi di considerare l'effetto distorsivo generato dal manifestarsi di fenomeni quali l'asimmetria informativa e l'azzardo morale. Nel caso del piano di riassetto, l'effetto di questo consiste nella diversa valutazione della PD che il mercato assume, in riferimento ad una banca, ancorché questa risulti esposta a funding stabile o meno, e pertanto esposta a maggior rischio in caso di crisi. Ciò modifica il valore del debito, come riconosciuto da Poghosyan e Cihak nell'elaborazione dei *robustness checks* del modello. Questo fenomeno si manifesta marcatamente quando il livello di *wholesale funding* è elevato: pertanto nella valutazione corretta per tale indice incidenziale emerge che la differenza del valore del debito ammonta a €103 mln, a causa della variazione della probabilità di default. Interessante è notare che il valore del surplus diviene

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

Nel caso di *takeover* privato, invece, l'acquisizione che dovrebbe avvenire, a condizioni ottimali, a valore nominale, anziché segnare un simile prezzo di cessione avverrebbe, a condizioni fair per il mercato, a prezzi correnti o medi di periodo, maggiorati al più del giusto sovrapprezzo. In questo si esclude l'acquisto a valore nominale, che verrebbe percepito sovrapprezzato del 56,28% in base ai corsi azionari medi del 2012, anziché del 13,44% medio associato alle transazioni bancarie del periodo 2009-12. Questo allora genererebbe una perdita di ammontare pari a €2,896 bn, che porterebbe il surplus rettificato di questa soluzione, sempre in assenza di valutazioni positive conseguenti all'acquisizione, a:

$$TNS_T = -€3.773.945.052$$

Per ciò che concerne, in conclusione, l'ipotesi di salvataggio pubblico, subentra in questo caso il classico azzardo morale del mercato, e delle banche, che sottostimano intenzionalmente la rischiosità che detengono grazie all'ipotesi di salvataggio pubblico. Questo, incluso nella misurazione dei due ricercatori, è valutato in riferimento alla correlazione che tale fenomeno mostra con la volatilità dei corsi azionari, i quali variano ampiamente, mostrando la debolezza del valore inizialmente presentato dalla banca, proprio laddove emerga il dissesto, e costringono le pubbliche autorità a intervenire con maggiori esborsi di capitale, che compensino la perdita inattesa di valore del debito. Attraverso il confronto della volatilità con il rating, e la probabilità di insolvenza di Mps, il valore ottenuto dalla rettifica ammonta a 3.88% di PD, e un rating Ba3, contro una *baseline* di Ba1 e PD pari a 2.28%; nel 2015, invece, lo scarto si riduce a soli 20 bps, e ad un rating pressoché medesimo. L'effetto del cambiamento della PD per la quale valutare il debito ammonta ad una differenza del valore di questo nei diversi scenari. In particolare, con estinzione del 2015, la differenza è pari a 2,066 bn, che distacca il delta '11-'15 *baseline* di 3,825 bn da €1,829

bn di valore nell'ipotesi di aggiustamento. Nello scenario di estinzione 2017, invece, il delta '11-'15 ammonta a €2,173 bn, e si distanzia per €1,722 bn. La nuova misurazione del surplus porta ai seguenti valori:

$$TNS'_{PS,15} = -€1.493.603.827$$

$$TNS'_{PS,1,17} = -€618.964.074$$

$$TNS'_{PS,2,17} = -€584.252.306$$

Le conclusioni del lavoro visto fin qui sono ricche di interessanti elementi di riflessione. Tra questi, in primo luogo, il confronto tra le diverse soluzioni, e i loro effetti, che evidenzia, tanto ignorando quanto includendo gli elementi distorsivi del valore, la convenienza della ristrutturazione privata, considerata come il genere di intervento che genera il maggior beneficio a favore degli azionisti, e in generale per i soggetti coinvolti. La ristrutturazione, e il suo surplus positivo, vengono favorevolmente combinati con il salvataggio pubblico: in tal caso il surplus, stimato nell'ordine dei €3,4 bn, rimane aleatorio e dipendente dal verificarsi delle previsioni, pur tuttavia pessimistiche, considerate nel piano. Il *takeover*, e il suo surplus, rimangono negativi: questo a condizione che non si possano prevedere gli effetti positivi dell'acquisizione per l'acquirente; allo stesso tempo a condizione che non valgano ipotesi di contribuzione pubblica ulteriore, quali benefici fiscali, o ipotesi ancora più rilevanti di partecipazione dello Stato alla transazione, riguardanti acquisto di asset riduttivo del costo della transazione.

Interessante è anche notare che, a cagione delle nuove regole introdotte da Basilea III, e dei criteri di liquidità in esse contenuti per le banche, il problema dell'incidenza del *wholesale funding* e della instabilità strutturale delle fonti verrebbe meno, così comprimendo gli effetti distintivi di una simile problematica.

Ciò induce alla proposizione di ulteriori ampliamenti futuri della ricerca, afferenti in primo luogo l'impatto della liquidità sulla sua PD, nonché il valore del menzionato ma non stimato *social impact*.

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

Fratianni 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
- Ruozzi 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
- Saccomanni 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/rdonlyres/82DCDD26-1CAF-4BA5-9329-93F221D504D3/63903/MPS_PI_PresentazioneComunitFinanziaria_ITA1.pdf

<http://www.mps.it/NR/rdonlyres/84B14749-B463-41D6-98E7-C054AC845FE1/16847/BMPSdocumentoinformativodef16giu2008.pdf>

<http://www.riskcenter.it/LinkClick.aspx?fileticket=I5om8JmBWIU%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 not 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" español – 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 upbeats 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, pano 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