
Il decreto 237/2016 e la ricapitalizzazione precauzionale di MPS del luglio 2017 ¹

Luca Erzegovesi, Università di Trento

Indice

1. I numeri e le modalità della ricapitalizzazione precauzionale	2
2. Il modello di determinazione dei prezzi di emissione e conversione ex DL 237/2016	5
3. Analisi dell'impatto sulle quote di partecipazione	15
4. Apporti e trasferimenti di valore tra le classi di investitori	18
5. Conclusioni: la visione dualistica del valore di una banca da risanare	26
6. Appendice	28
7. Riferimenti legislativi e bibliografici	29

Estratto dal paper in corso di stesura [La valutazione delle azioni bancarie nell'era del bail-in: Seconda parte - Casi di risanamento e risoluzione e strumenti di capitale AT1 e T2²](#).

Il Monte dei Paschi di Siena, un tempo terzo gruppo bancario in Italia per totale dell'attivo (ora quarto), tra il 2008 e il 2016 ha effettuato ripetuti interventi di rafforzamento patrimoniale che non sono stati risolutivi. Sul finire del 2016 ha presentato istanza di ricapitalizzazione precauzionale ai sensi dell'art. 18(1a)iii del [DLgs180](#), nelle forme stabilite dal [DL237](#) emanato il 23 dicembre. Dopo sei mesi di lavoro, il MEF ha emanato i Decreti con dettagli attuativi delle due fasi dell'operazione, il *burden sharing* mediante conversione in azioni degli strumenti di capitale AT1 e T2 ([DMBurdenSharing](#)) e la sottoscrizione dell'aumento di capitale da parte dello Stato ([DMRicapitalizzazione](#)).

In questo esempio vogliamo analizzare gli aspetti tecnici dell'operazione MPS rispetto ai quali si può utilmente applicare l'approccio alla valutazione delle azioni descritto in [PaperPrimaParte](#). Si dedicano pochi cenni al contesto storico, strategico e normativo in cui l'operazione è stata concepita ed attuata, che si presume noto al lettore (per un ripasso si rinvia a [PresentazionePiano2017](#) e [QABancaditalia](#)). Ci si soffermerà invece sui contenuti tecnici che sono di solito meno approfonditi nell'informativa societaria e sui media.

¹ Per commenti luca.erzegovesi@unitn.it [mailto:luca.erzegovesi@unitn.it]. Copyright © settembre 2017, Luca Erzegovesi.

Il permesso di distribuire o duplicare questo documento, per intero o in parte, è concesso a condizione che si riportino nei riferimenti bibliografici le fonti del documento e questo copyright sia incluso in tutte le copie.

² <http://pane-e-finanza.it/2017/06/30/valutazione-azioni-bancarie---seconda-parte/>

1. I numeri e le modalità della ricapitalizzazione precauzionale

Al momento della presentazione dell'istanza (23 dicembre 2016), la BCE aveva quantificato il fabbisogno di capitale di MPS in 8,8 miliardi di euro alla luce della situazione patrimoniale stimata a fine 2016 e al *gap* emerso nello scenario avverso dello *stress test* effettuato dall'EBA nel luglio 2016. Tenendo conto delle perdite e dei proventi straordinari imputati a bilancio nel 1° semestre 2017, e del conseguente impatto sul patrimonio, il fabbisogno da coprire si è ridotto a 8,3 miliardi.

L'operazione, molto complessa, si articola in questa sequenza di fasi:

1. nel bilancio al 30 giugno 2017 emersione delle perdite straordinarie su crediti deteriorati (3,9 miliardi) compensate da proventi straordinari per ripresa a bilancio di *Deferred Tax Asset* potenziali (0,53 miliardi) e utili sulla cessione dell'unità di business *merchant acquiring* carte di credito (0,523 miliardi), per un impatto negativo netto di 2,4 miliardi;
2. esecuzione dell'aumento di capitale in due forme,
 - a. conversione in azioni di nuova emissione degli strumenti di capitale AT1 e T2 per un valore di sottoscrizione delle nuove azioni di 4,473 miliardi,
 - b. emissione di nuove azioni a pagamento sottoscritte dallo Stato per un controvalore di 3,854 miliardi;
3. entro 120 giorni dalla pubblicazione del [DMBurdenSharing](#) intervento di ristoro dei portatori di obbligazioni subordinate collocate presso operatori non qualificati mediante acquisto da parte dello Stato delle azioni rivenienti dalla loro conversione, per un importo stimato non superiore a 1,5 miliardi; tecnicamente, ciò avverrà aderendo a una proposta di transazione lanciata dalla banca per conto dello Stato consistente nello scambio delle azioni contro obbligazioni senior MPS di scadenza pari a quella delle obbligazioni convertite.

La composizione del capitale sociale al completamento dell'operazione

Per dare una visione di sintesi degli effetti dell'intervento, riportiamo i dati relativi all'impatto dell'operazione sul numero di azioni in circolazione e sulle quote di partecipazione delle diverse classi di investitori, con il dettaglio della conversione degli strumenti soggetti a *burden sharing*.

I numeri dell'aumento di capitale e l'impatto sul numero di azioni in circolazione

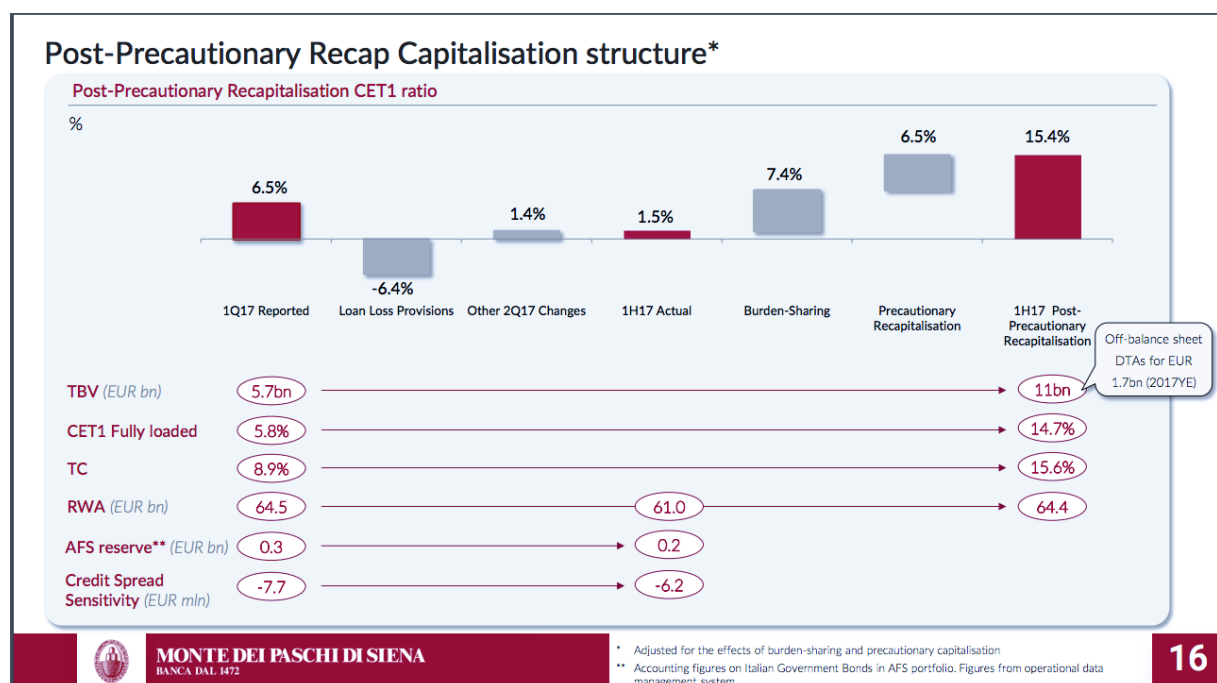
	Cash da MEF md€	Valore ex DL136 md€	Prezzo ex DL136 €/azione	Nr azioni mn azioni	di cui azioni proprie mn azioni
31 marzo 2017		0,507	17,30	29,321	
Ricapitaliz. precauzionale					
Burden-sharing		4,473	8,65	517,099	
Apporto MEF	3,854	3,854	6,49	593,870	
Totale ricapitaliz. precauzionale ^x	3,854	8,327	7,50	1.110,969	-
30 giugno 2017 post recap				1.140,290	36,300
Scambio per "ristoro" Tier2 retail	1,500	1,500	8,65	173,410	

Dettaglio della conversione degli strumenti di capitale AT1 e T2 per effetto del *burden sharing*

		Valore contabile	Riacquisti MPS	Netto in essere	Prezzo equo DL236	Valore di conversione (economico)	Prezzo emissione per conversione	Azioni emesse	di cui azioni proprie	Incremento di capitale azionario
		VCSAT1, VCET2, md€	md€	md€	PSAT1, PET2 €/val cont	VSAT1, VET2 md€	PAZN €/azione	mn azioni	mn azioni	md€
		A	A1		B	C = A x B	D	E=1000xC/D	1000xA1/B	DxE/1000=C
AT1	AT1 senza Fresh	0,651	0,248	0,431	0,750	0,488	8,65	56,439	21,50	0,488
	AT1 Fresh	0,028			0,180	0,005	8,65	0,584	-	0,005
	Totale AT1	0,679	0,248	0,431	0,726	0,493	8,65	57,023	21,50	0,493
Totale T2		3,980	0,128	3,853	1,000	3,980	8,65	460,076	14,80	3,980
Totale AT1 e T2		4,659				4,473		517,099	36,30	4,473

Gli impatti sui coefficienti patrimoniali

La **presentazione agli investitori dell'agosto 2017**, successiva alla chiusura contabile del 1° semestre, rappresenta così, in successione cronologica, gli impatti del piano sui coefficienti di capitale di MPS.

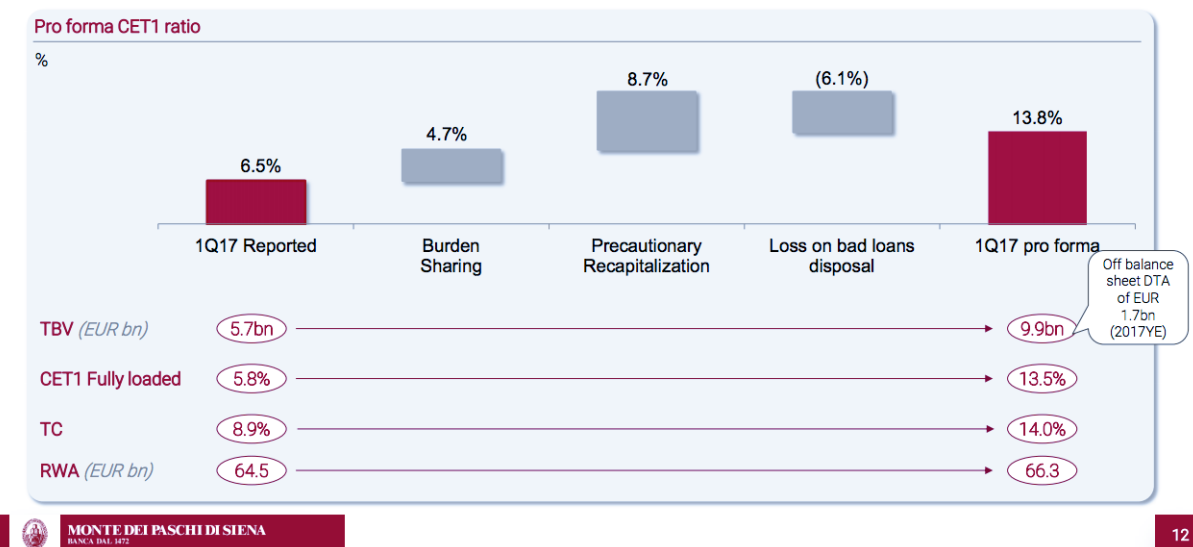


Fonte: [Presentazione Semestrale](#)

È interessante confrontare la versione di agosto con la **presentazione fatta il mese precedente**, in cui si anteponeva la ricapitalizzazione all'emersione delle perdite.

Pro forma Capitalization structure

- ~ EUR 8.1bn positive impact from the precautionary recapitalization
- ~ EUR 3.9bn negative impact due to loss generated by bad loans disposal (mark to market at disposal price within 2017)



Fonte: [Presentazione Piano 2017](#)

Più correttamente, la presentazione di agosto rispetta l'ordine di priorità nell'assorbimento delle perdite che colpiscono il capitale in essere al 30 giugno prima di attivare la conversione delle obbligazioni subordinate e l'immissione di capitale pubblico. È quanto impone l'art. 28 del [DLgs180](#), relativo al caso di *burden sharing* senza risoluzione, che rimanda all'art. 52 relativo al caso di risoluzione con *bail-in*. Tale norma prevede che in prima istanza siano ridotte, a concorrenza delle perdite quantificate in sede di valutazione [nel caso specifico nel piano di ristrutturazione approvato dalle Autorità europee], le riserve e il capitale rappresentato da azioni con conseguente estinzione dei relativi diritti economici e patrimoniali. Pertanto, le perdite devono essere registrate prima di dar corso all'aumento di capitale, e nel caso in cui fossero superiori al valore contabile del capitale azionario, i diritti dei vecchi azionisti sarebbero cancellati definitivamente. Nella nuova rappresentazione dell'intervento esposta nella Semestrale 2017, le perdite straordinarie sono compensate da proventi *una tantum* che evitano l'azzeramento del capitale primario. Soltanto così gli azionisti correnti possono rimanere in gioco e partecipare al valore della banca in via di risanamento.

L'inversione temporale tra ricapitalizzazione e emersione delle perdite avrebbe violato anche il requisito specifico fissato per la ricapitalizzazione precauzionale in forza del quale la sottoscrizione di fondi propri da parte dello Stato non deve essere utilizzata per coprire perdite che la banca ha registrato o verosimilmente registrerà nel prossimo futuro, v. [DLgs180](#), art. 18(1)b-iii).



Si ricorda che la riduzione o conversione degli strumenti di capitale *al di fuori del caso di risoluzione* si differenzia dal *bail-in* in senso pieno in quanto non colpisce il debito subordinato non rispondente ai requisiti regolamentari del Tier 2 né il debito senior non garantito, e inoltre non fa scattare la conversione in capitale degli strumenti AT1 provvisti di clausole di *contingent conversion*.

Dai valori sinteticamente esposti nella presentazione dell'agosto 2017, possiamo estrapolare la seguente tabella, dove si calcolano i valori del CET1 incrociando quelli dei *ratio* e dei *Risk-Weighted Assets*.

Effetti sul CET1 e sui coefficienti patrimoniali della ricapitalizzazione precauzionale di MPS

		1Q17 Reported	1H17 Actual	1H17 post recap
Tangible Book Value	md€	5,700		11,000
CET1 ratio phased-in	%	6,50%	1,50%	15,40%
CET1 ratio fully loaded	%	5,80%		14,70%
TC ratio phased-in	%	8,90%		15,60%
Risk-Weighted Assets	md€	64,500	61,000	64,400
CET1 phased-in	md€	4,193	0,915	9,918
CET1 fully loaded	md€	3,741		9,467

Fonte: [Presentazione Semestrale](#), slide n.16

Sarebbe complesso ricostruire le variazioni degli *RWA*, del *CET1*, del Capitale totale e del *Tangible book value*. Mi limito a mostrare nella tabella seguente una stima semplificata dell'impatto sul *CET1* in cui si tiene conto dell'effetto economico (sopravvenienza attiva) prodotto dalla conversione degli strumenti AT1 a valori inferiori a quelli contabili, nonché della deduzione dal capitale azionario riveniente gli strumenti AT1 e T2 precedentemente riacquistati da MPS, convertiti in azioni proprie (*treasury shares*).

Calcolo della variazione del CET1 dopo gli effetti economici della conversione e la deduzione delle azioni proprie

variazione CET1	AUMCAPTOTVS	+ aumento capitale azionario a valore sottoscritto	md€	8,327
	SOPRAVCONV	+ sopravvenienza attiva da conversione a prezzo < 100	md€	0,186
	DEDAZPROP	- ded. azioni proprie a val. sottosc. NAZPROP x PAZN / 1000	md€	(0,314)
	AUMCET1	= stima aumento CET1 dopo effetti economici e deduzioni	md€	8,199

Se non ci fosse la deduzione per azioni proprie, si stimerebbe un incremento "grezzo" di *CET1* allineato col valore contabile degli strumenti convertiti, riottenuto come somma dell'incremento di capitale contabile pari al valore economico degli stessi riconosciuto a fronte dell'emissione delle azioni di compendio e della differenza tra valore contabile e valore economico che modifica il capitale attraverso il reddito di periodo, al netto di un impatto fiscale che qui trascuriamo.



Potremmo dire che la differenza tra i valori contabili ed economici della massa convertita è una sorta di *bonus* gratuito che riduce il *capital gap* della banca e va ad incidere positivamente sul suo valore di mercato. Si approfondirà questo effetto nella parte teorica di questo paper.

2. Il modello di determinazione dei prezzi di emissione e conversione ex DL 237/2016

Nell'appendice al [DL237](#) si riportano le formule matematiche da usare per il calcolo del numero di azioni da assegnare allo Stato e agli strumenti T2 e AT1 convertiti in azioni. Cerchiamo di chiarire la *ratio* di questo procedimento di calcolo in apparenza complicato.

Il valore unitario delle azioni preesistenti

Il prezzo equo attribuito alle vecchie azioni in circolazione prima dell'aumento, identificato da *PAZV* è il fondamento di tutta la valutazione. I criteri per la sua determinazione sono così fissati dal [DL237](#), art. 18(4):

Il valore delle azioni è calcolato da un soggetto in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dall'articolo 15, comma 3, secondo i seguenti criteri:

- a. nel caso in cui la banca non sia quotata, il valore è calcolato in base alla consistenza patrimoniale della società, alle sue prospettive reddituali, all'andamento del rapporto tra valore di mercato e valore contabile delle banche quotate e tenuto conto delle perdite connesse a eventuali operazioni straordinarie, ivi incluse quelle di cessione di attivi, da perfezionare in connessione con l'intervento dello Stato di cui al presente Capo;
- b. nel caso in cui la banca sia quotata, il valore delle azioni è determinato in base all'andamento delle quotazioni dei trenta giorni di mercato antecedenti la data indicata dal Ministero avendo riguardo alla data di prevista emanazione del decreto di cui al comma 3; nel caso di sospensione della quotazione per periodi complessivamente superiori a quindici giorni nel periodo di riferimento, il valore delle azioni è il minore tra il prezzo di riferimento medio degli ultimi trenta giorni di mercato nei quali l'azione è stata negoziata e quello determinato ai sensi della lettera a).

Il caso di MPS ricade nella lettera b), avendo la Consob sospeso le quotazioni dal 23 dicembre 2016. Si deve pertanto applicare il minore tra la media dei prezzi quotati negli ultimi 30 giorni di mercato e il valore stimato dall'esperto indipendente ai sensi della lettera a). Il decreto non impone un algoritmo specifico per calcolare tale valore stimato, ma indica chiaramente un metodo di valutazione in linea con le prassi di mercato e, tra queste, invita esplicitamente a far uso dei multipli prezzo/patrimonio netto per azione rilevati per le banche quotate, tenendo conto delle perdite straordinarie registrate prima dell'intervento di ricapitalizzazione, della consistenza patrimoniale e delle prospettive reddituali della banca interessata.

Mi sento pertanto legittimato a far uso del modello del *price/tangible book value per share (PB)* su cui si basa il [PaperPrimaParte](#) (par. 4.3). Si parte dal valore dell'*equity* prima dell'aumento di capitale E_a , ottenuto in due passaggi:

- calcolo del prodotto del multiplo PB_e appropriato per la banca ricapitalizzata per la dotazione di capitale regolamentare adeguata K ;
- sottrazione dal valore così ottenuto di $KGAP$, il capitale mancante che viene fornito con l'aumento.

Dividendo E_a per il numero di azioni vecchie $NAZV$ si ottiene il valore dell'azione pre-aumento $PAZV$ (P_a nella nostra notazione):

$$PAZV = \frac{PB_e \times K - KGAP}{NAZV} = \frac{E_a}{NAZV}$$

Per semplificare il reperimento dei dati per l'analisi sostituiamo al *tangible book value* la dotazione di capitale primario *CET1*, che può essere considerato una sua declinazione secondo logiche regolamentari. Ipotizziamo inoltre che l'intervento sia risolutivo, per cui *K* coincide con il *CET1* raggiunto dopo l'aumento. L'importo dell'aumento copre le perdite straordinarie nette e il fabbisogno di adeguamento del *CET1* a *K*, espresso da *KGAP*. Per compattare i numeri esprimiamo il numero di azioni in milioni e i valori monetari in miliardi di euro.



In conseguenza di tale scelta presa per comodità di lettura, in alcuni passaggi matematici degli esempi presentati dovremo, moltiplicare o dividere per 1000, rispettivamente, i valori monetari o il numero di azioni.

Il **DMRicapitalizzazione** fissa $PAZV = 17,3$. Risolvendo la formula precedente rispetto a PB_e otteniamo il valore di tale multiplo implicito in $PAZV$, che risulta pari a 0,93. La tabella seguente riassume i dati e i passaggi del calcolo.

Determinazione del multiplo PB di equilibrio implicito nel prezzo equo ex DL236

PAZV	€/azione	17,30
NAZV	mn azioni	29,321
K	CET1 post aumento fully loaded, md€	9,467
KGAP	somma recap e burden sharing, md€	8,327
E_a	$PAZV * NAZV / 1000$, md€	0,507
PB_e	multiplo PB implicito in $PAZV = (E_a + KGAP) / K$	0,93

Il prezzo ex decreto è quello stimato dall'esperto indipendente. Il prezzo medio degli ultimi 30 giorni di quotazione, pari a 20,66 €/azione (come da tabella seguente), risulta superiore e non è pertanto utilizzato.

Quotazioni di chiusura dell'azione MPS alla Borsa Italiana, 14/11-23/12 2016

Data quotazione	14/11	15/11	16/11	17/11	18/11	21/11	22/11	23/11	24/11	25/11	28/11	29/11	30/11	1/12	2/12	5/12	6/12
Prezzo chiusura	27,99	25,19	24,60	23,79	23,64	22,54	21,93	22,27	23,01	20,00	17,24	20,25	21,40	20,61	19,50	18,68	18,90
Data quotazione	7/12	8/12	9/12	12/12	13/12	14/12	15/12	16/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	media ultimi 30 giorni mercato			
Prezzo chiusura	20,94	21,80	19,50	20,22	20,48	20,06	20,66	20,93	18,62	18,54	16,30	15,08	15,08	20,66			

Per farci una prima idea della valutazione relativa implicita in $PAZV$ confrontiamo il PB_e così ottenuto con quello delle principali banche italiane quotate, rilevate il 30 agosto 2018:

Capitalizzazione di Borsa (mkt cap) e multiplo PB delle principali banche quotate alla Borsa Italiana

Banche quotate		mkt cap 30/08/17	CET1 fully loaded	PB
		md€	md€	mkt cap/CET1
	Intesa Sanpaolo	47,490	37,708	1,26
	Unicredit	38,140	44,928	0,85
	UBI	4,450	7,835	0,57
	BPER	2,280	4,434	0,51
	Banco BPM	4,840	8,777	0,55

Fonte: Per la capitalizzazione di borsa (mkt cap) Reuters Eikon, per il valore del *CET1* Presentazioni dei dati di bilancio 1° semestre 2016, dai siti delle banche emittenti. Riferimento a valori *CET1* pro forma

dopo operazioni di rafforzamento patrimoniale in corso laddove rilevanti. Per Intesa Sanpaolo *CET1 transitional*.

Anche per le altre banche ipotizziamo che non ci siano gap di capitale, per cui il CET1 disponibile si assume uguale a quello *target*. Se questo è vero, il *PB* osservato coincide con il valore congruo PB_e . Come si può notare, il PB_e estratto dal valore stimato per MPS, pari a 0,93, risulta superiore a quello di tutte le altre banche, ad eccezione del caso di Intesa. Rispetto alle banche confrontabili per dimensioni e focus sul mercato italiano (UBI, Banco Bpm), il *PAZV* attribuito a MPS esprime una valutazione molto più generosa con una differenza di PB_e superiore a 0,40.



Mi rendo conto di aver proposto un confronto grezzo tra i PB_e delle diverse banche. Le differenze tra i multipli dovrebbero essere analizzate considerando anche i *total capital ratio* (MPS presenta un *buffer* ridotto di AT1 e T2 per effetto della conversione) e sottoponendo a verifica l'ipotesi di assenza di *capital gap* in tutti i casi (compreso quello di MPS). Per quanto grezze, le indicazioni che ne possiamo trarre restano significative e soprattutto utili per capire la logica della valutazione.

Il caso con *burden sharing*: condizioni di conversione degli strumenti AT1 e T2

Seguendo l'ordine seguito nell'appendice al [DL237](#), cominciamo dal caso di applicazione della misura di "ripartizione degli oneri" (traduzione di *burden sharing*), nel quale l'aumento di capitale con apporto di cassa da parte dello Stato è preceduto dalla conversione degli strumenti di capitale non primario. Detta conversione è regolata da un insieme di parametri. Riportiamo prima le formule così come sono esposte nella normativa. Cercheremo dopo di interpretarle per riesporle in forma più compatta.

Si determina dapprima il prezzo di assegnazione delle azioni convertite *PAZN* secondo una **formula base** utilizzata a condizione che dia un risultato positivo:

$$(1) \text{PAZN} = \frac{\text{NAZV} \times \text{PAZV} - (\text{NAZV} \times \text{PAZV} + \text{VCSAT1} + \text{VCET2} + \text{AUMCAPMEF}) \times Z}{\text{NAZV}}$$

Se l'espressione precedente dà un risultato negativo si applica una **formula semplificata** con la quale si riduce direttamente il prezzo pre con un fattore di sconto forfettario del 50%:

$$\text{PAZN} = \text{PAZV} \times 0,5$$

dove *PAZV* è il valore stimato delle vecchie azioni, *NAZV* è il numero di vecchie azioni, *VCSAT1* e *VCET2* sono i valori *contabili* (di norma pari ai valori nominali), rispettivamente, degli strumenti AT1 e T2 da convertire, *AUMCAPMEF* è l'importo dell'aumento di capitale sottoscritto dal Ministero e $Z = 0,15$ è un coefficiente di sconto sul TERP (*theoretical ex-rights price*) che regola la diluizione (come si precisa dopo).

Il numero di azioni convertite si ottiene dai valori economici degli strumenti AT1 e T2 stimati da esperti indipendenti in ipotesi di continuità aziendale (art. 15(1)c e 15(2)a del [DL237](#)). Si tratta di valori che in teoria dovrebbero riflettere i rating e le perdite attese su tali strumenti. Si ha:

$$NAZNSAT1 = \frac{VSAT1}{PAZN}$$

$$NAZNET2 = \frac{VET2}{PAZN}$$

dove $NAZNSAT1$ e $NAZNET2$ sono i numeri delle nuove azioni assegnate ad AT1 e T2, mentre $VSAT1$ e $VET2$ sono i rispettivi valori economici equi.

Tali valori economici saranno più probabilmente inferiori o al massimo uguali ai valori contabili utilizzati nella formula precedente, che di norma coincidono con i nominali. Pertanto il *prezzo di conversione* delle emissioni AT1 e T2, inteso come importo nominale richiesto per ottenere un'azione convertita, risulta diverso da $PAZN$, e tendenzialmente uguale o inferiore. In formule:

$$PCONVSAT1 = PAZN \times \frac{VCSAT1}{VSAT1} = \frac{PAZN}{PSAT1}$$

$$PCONVET2 = PAZN \times \frac{VCET2}{VET2} = \frac{PAZN}{PET2}$$

dove $PCONVSAT1$ e $PCONVET2$ sono i prezzi di conversione come sopra definiti, mentre $VSAT1 = PSAT1 \times VCSAT1$ e $VET2 = PET2 \times VCET2$ laddove $PSAT1$ e $PET2$ sono i prezzi equi (in termini di aderenza al valore economico stimato) per 1 euro di nominale attribuiti agli strumenti convertiti.



Nel caso MPS $PSAT1$ è fissato a 0,18 per i titoli Fresh e a 0,75 per gli altri strumenti AT1, mentre $PET2$ è posto pari al nominale (1,00) per tutte le emissioni T2.

Il caso con *burden sharing*: condizioni dell'aumento di capitale del MEF

Il prezzo di emissione applicato alla sottoscrizione dello Stato e il correlato numero di nuove azioni emesse si ottengono da $PAZN$ con l'applicazione di una decurtazione che favorisce l'investitore pubblico. Si ha:

$$PAZNMEF = PAZN \times (1 - W)$$

$$NAZNMEF = \frac{AUMCAPMEF}{PAZNMEF}$$

dove $W = 0,25$ è un fattore di decurtazione e $AUMCAPMEF$ è l'importo sottoscritto dal Ministero (lo stesso utilizzato per calcolare $PAZN$).

Il caso senza *burden sharing*

In questo caso si semplifica la combinazione in sequenza delle formule precedenti ponendo uguale a zero gli incrementi di capitale da conversione e il correlato numero di azioni offerto $NAZNSAT1$ e $NAZNET2$. Il prezzo di sottoscrizione per il MEF è così definito da una **formula base** usata quando produce un risultato positivo:

$$PAZNMEF = \frac{NAZV \times PAZV - (NAZV \times PAZV + AUMCAPMEF) \times Z}{NAZV} \times (1 - W),$$

ma se l'espressione precedente dà un risultato negativo si applica analogamente a prima una **formula semplificata** con cui si abbatte il prezzo pre per un fattore di sconto forfettario:

$$PAZNMEF = PAZV \times 0,5 \times (1 - W)$$

dove 0,5 e $W = 0,25$ regolano la diluizione dei vecchi azionisti.

Il numero di azioni spettanti al MEF si ottiene come sopra dividendo l'apporto di capitale per $PAZNMEF$:

$$NAZMEF = \frac{AUMCAPMEF}{PAZNMEF}$$

Esempio di applicazione del modello al caso MPS

Nella tabella seguente si dettagliano i dati di input e i passaggi descritti in precedenza. Per mostrare l'applicazione della "formula base" di $PAZN$, a fianco del caso reale ("con diluizione"), si riporta uno scenario ipotetico ("senza diluizione") nel quale i prezzi di conversione e di emissione coincidono con il prezzo di equilibrio $PAZV$. Nel secondo scenario $PAZN$ e $PAZNMEF$ sono uguali a $PAZNV$, il numero di azioni nuove si riduce e con esso la diluizione a carico degli azionisti preesistenti.



Nel secondo scenario si ipotizza che la banca non detenga nel proprio portafoglio di proprietà strumenti T2 e AT1 riacquistati sul mercato, e pertanto dalla conversione non risultano **azioni proprie** che si debbano dedurre dal capitale. Negli altri scenari, invece, le azioni proprie sono conteggiate e dedotte nel calcolo delle quote di ripartizione del valore dell'*equity*. La presenza di queste posizioni non impatta tuttavia sulla determinazione del numero di nuove azioni prodotto dall'aumento. Il diverso trattamento del secondo scenario sarà utile per interpretare i trasferimenti di valore tra classi di investitori.

Determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni secondo il modello ex DL 236

Nel secondo scenario si riportano soltanto i valori che cambiano rispetto allo scenario base.

				scenari	
				con diluizione	senza diluizione incluse az proprie
input modello DL236	K	CET1 post fully loaded	md€	9,467	
	KGAP	somma recap e burden sharing	md€	8,327	
	PAZV	prezzo da valore economico vecchie azioni	€/azione	17,300	
	NAZV	numero di azioni vecchie in circolazione	mn azioni	29,321	
	VCSAT1	valore contabile AT1 convertiti	md€	0,679	
	VCSAT1AZPROP	VSAT1 a fronte di strumenti riacquistati	md€	0,248	-
	PSAT1	prezzo equo medio pond AT1 per 1€ val contab	€/1€VC	0,726	
	PSAT1NOFRESH	prezzo equo AT1 senza Fresh per 1€ val contab	€/1€VC	0,750	
	VCET2	valore contabile T2 convertiti	md€	3,980	
	VCET2AZPROP	VCET2 a fronte di strumenti riacquistati	md€	0,128	-
	PET2	prezzo equo T2 per 1€ di val contabile	€/azione	1,00	
	AUMCAPMEF	importo sottoscritto dal MEF	md€	3,854	
	Z	sconto sul TERP formula PAZN base		0,15	0
	0,5	fattore di sconto formula PAZN semplificata		0,50	1
W	sconto da PAZN a PAZNMEF		0,25	0	
valori intermedi	E_a da PAZN	PAZV x NAZV/1000	md€	0,507	
	AUMCAPTOTVC	valore contabile AUMCAPMEF+VCSAT1+VCET2	md€	8,513	
	AUMCAPTOTVS	valore sottoscritto AUMCAPMEF+VSAT1+VET2	md€	8,327	
	E_p da PAZN	E_a + AUMCAPTOT	md€	8,834	
	VSAT1	VCSAT1 x PSAT1	md€	0,493	
	VET2	VCET2 x PET2	md€	3,980	
calcolo prezzi emissione e nr nuove azioni	PAZNbase DL236	per formula vedi testo	€/azione	-28,845	17,300
	PAZNsemplif	PAZV x 0,5	€/azione	8,650	17,300
	PAZN	se(PAZNbase>0;PAZNbase;PAZNsemplif)	€/azione	8,650	17,300
	PAZNMEF	PAZN x (1 - W)	€/azione	6,490	17,300
	NAZNSAT1	1000 x VSAT1/PAZN	mn azioni	57,023	28,512
	NAZNET2	1000 x VET2/PAZN	mn azioni	460,076	230,038
	NAZNMEF	1000 x AUMCAPMEF/PAZNMEF	mn azioni	593,870	222,787
	NAZTOT	numero totale azioni post aumento	mn azioni	1.140,290	510,658
	NAZPROP	numero di azioni proprie dopo conversione	mn azioni	36,301	-
	NAZTOTNOPROP	numero totale azioni post senza azioni proprie	mn azioni	1.103,990	510,658
	incidenza% AZPROP	NAZPROP/NAZTOT		3,18%	0,00%
Bonus AZPROP	E_p x incidenza% AZPROP		28,12%	0,00%	



Nell'[Appendice](#) si trova una tabella riepilogativa dei dati di input e dei passaggi del procedimento di calcolo nei diversi scenari costruiti ai fini dell'esempio.

Interpretazione teorica del modello ex DL237

Come si evince dalle formule riportate, il modello che guida la ricapitalizzazione è piuttosto complesso. Per capirne la *ratio* si deve tener conto dei principi e delle finalità fissati dal legislatore:

- l'operazione deve rispettare i vincoli stabiliti dalla BRRD in merito all'ordine della ripartizione degli oneri; il *burden sharing* deve penalizzare in misura progressivamente decrescente le azioni esistenti, gli strumenti AT1 e quelli T2 che risultavano in essere prima dell'apporto di capitale pubblico;
- l'operazione deve inoltre essere presentata in modo da essere giudicata conforme dalla DG Comp alle regole sugli aiuti di Stato.

I parametri del modello sono pertanto inseriti e regolati per corrispondere a tali principi. Provo a tradurre la logica di questo esercizio in forma narrativa:

- la banca ricapitalizzata parte da un valore positivo dell'*equity*, riflesso nel prezzo pre aumento *PAZV*; le nuove azioni sono però emesse a prezzi più bassi; gli azionisti attuali pertanto sono penalizzati attraverso la diluizione della loro quota di partecipazione non compensata dal diritto di opzione sulle azioni di nuova emissione; inoltre, si deve evidenziare un valore positivo dell'*equity* ante aumento perché in caso contrario si avrebbe un indizio di banca in dissesto (in termini di valore di mercato dell'*equity*) e l'apporto di capitale statale sarebbe inequivocabilmente un sussidio agli attuali soci;
- i detentori di strumenti di capitale T2 e AT1 ottengono azioni in proporzione ai valori stimati che quei titoli avrebbero se non fossero convertiti in ipotesi di non dissesto (*VSAT1* e *VET2*); il prezzo di assegnazione *PAZN* è però superiore al prezzo di sottoscrizione del Tesoro; anche loro concorrono a diluire i vecchi azionisti, ma sono in una certa misura diluiti dal MEF; pertanto, non dovrebbero guadagnare dalla ricapitalizzazione incrementi di valore rispetto al caso di non intervento.

Quanto effettivamente perdono gli attuali investitori nella banca? Il modello non lo stabilisce *a priori* ma fornisce una serie di controlli per modulare gli impatti. Tali controlli agiscono in modo semplice, pratico e, se vogliamo, arbitrario. Possiamo però individuare un riferimento teorico nella formula (1) del *PAZN*, la più articolata, nella quale il parametro *Z* corrisponde al *coefficiente di sconto sul TERP* (*theoretical ex-rights price* che indichiamo col simbolo *sc*), utilizzato nella valutazione degli aumenti di capitale con diritto d'opzione.

Come dimostrato nel [PaperPrimaParte](#), il prezzo di emissione $P_i \equiv PAZN$ ³ delle nuove azioni in una *rights offer* è legato dalla seguente relazione al valore della società post aumento, al numero di vecchie azioni $v \equiv NAZV$ e al valore che si intende far assumere a $sc \equiv Z$:

$$(2) P_i = \frac{E_p \times (1 - sc) - C}{v}$$

Tale espressione si deriva dalle seguenti formule del prezzo ante $P_a \equiv PAZV$ e del prezzo teorico ex diritto $P_p \equiv TERP$, applicabili quando il valore post aumento E_p è superiore all'apporto di capitale C :

$$P_a = \frac{E_p - C}{v}$$

$$P_p = \frac{E_p - \frac{C}{1-sc}}{v}$$

$$P_i = P_p \times (1 - sc)$$

Il valore post dell'*equity* è scomponibile nel valore ante E_a e nell'aumento di capitale C , che con la notazione del decreto possono essere così espressi:

$$E_a = PAZV \times NAZV$$

$$C = VCSAT1 + VCET2 + AUMCAPMEF$$

³ il simbolo \equiv significa "corrisponde a".

Sostituendo nella (2) tali variabili e utilizzando le notazioni del decreto otteniamo esattamente la (1) con Z al posto di sc :

$$PAZN = \frac{(E_a + C) \times (1 - sc) - C}{V} = \frac{E_a - (E_a + C) \times sc}{V} =$$

$$= \frac{NAZV \times PAZV - (NAZV \times PAZV + VCSAT1 + VCET2 + AUMCAPMEF) \times Z}{NAZV}$$



La formula (1) ai fini della determinazione di C misura gli apporti da conversione di strumenti AT1 e T2 al loro *valore contabile*, e non al *valore economico* sul quale si calcola il numero di azioni corrispondente. Come evidenziato prima, il valore contabile approssima meglio del valore economico l'incremento di $CET1$ prodotto dalla conversione. La formula base di $PAZN$ così impostata accentua la diluizione.

Si ottiene dalla (2) un $PAZN$ negativo quando sc è troppo alto rispetto al rapporto tra valore ante e apporto di capitale, secondo questa regola:

$$\frac{sc}{1 - sc} > \frac{E_a}{C} \Rightarrow PAZN < 0$$

Il valore di $Z = 0,15$ fissato dal DL237 può portare a un valore negativo di $PAZN$ dalla (1), nel qual caso si applica direttamente a $PAZV$ il coefficiente del 50%. È quanto si rileva nel caso MPS, a ulteriore riprova della "praticità" dell'approccio rispetto all'obiettivo di controllare la diluizione. Si ricorda che quest'ultima è regolata anche dal secondo passaggio che porta dal $PAZN$ a $PAZNMEF$ attraverso il coefficiente di defalco $W = 0,25$.



Dato un valore obiettivo sc_R di scarto sul $TERP$, si può dimostrare dalla (2) che lo scarto percentuale tra $P_a \equiv PAZV$ e $P_i \equiv PAZN$ aumenta con l'incidenza dell'apporto di capitale sul valore post aumento della banca $\frac{P_a - P_i}{P_a} = \frac{sc_R}{1 - \frac{C}{E_p}}$.

Il ristoro delle obbligazioni subordinate mediante scambio con obbligazioni senior

Il DL237 prevede all'art. 19(2) una misura di tutela degli investitori non professionali in strumenti T2 coinvolti dal *burden sharing*. Si tratta di un dispositivo associato in via generale agli interventi di ricapitalizzazione precauzionale, sebbene risponda a un bisogno fortemente avvertito nel caso di MPS, banche che aveva collocato nel 2008 più di 2 miliardi di obbligazioni subordinate *Upper Tier 2* presso investitori non professionali, con pubblicazione dei prospetti informativi richiesti per quel tipo di offerta al pubblico.



Il meccanismo di ristoro qui considerato offre agli obbligazionisti subordinati una tutela più forte di quella prevista nel caso delle "4 banche" risolte nel novembre 2015 o delle popolari venete liquidate nel giugno 2017. Nei casi summenzionati, è stato offerto un indennizzo forfettario pari all'80% del valore investito corrisposto dal un **Fondo di solidarietà**⁴ costituito presso il Fondo

⁴ https://www.fitd.it/Home/FDS_normativa

Interbancario per la tutela dei depositi (FITD). L'accesso a tale fondo è limitato ai soggetti con reddito inferiore a 35 mila euro annui o con patrimonio mobiliare (conteggiato escludendo gli strumenti oggetto di indennizzo) inferiore a 100 mila euro. Per chi non risponde a questi requisiti è prevista una procedura di arbitrato presso l'Autorità Nazionale Anticorruzione, con risarcimenti sempre a carico del FITD.

I beneficiari del "ristoro" possono aderire a una transazione volta a porre fine o prevenire una lite avente ad oggetto la commercializzazione degli strumenti convertiti. Tale transazione prevede lo scambio tra le azioni rivenienti dalla conversione e obbligazioni senior con scadenza uguale a quella delle obbligazione subordinate convertite. Saltando i dettagli tecnici, possiamo affermare che i beneficiari ricevono un *valore nominale* di senior pari al *valore economico* degli strumenti convertiti (o al corrispettivo pagato per acquistarli, se inferiore), e in contropartita trasferiscono allo Stato azioni valorizzate al prezzo *PAZN*.



Non è ancora stato emesso il decreto attuativo che specificherà i dettagli tecnici dello scambio. Possiamo però presumere che il MEF sottoscriverà per cassa l'emissione alla pari dei titoli senior offerti. Per semplicità ipotizziamo qui di seguito che il corrispettivo di acquisto dei titoli ristorati sia commisurato al loro valore economico espresso dal prezzo $PET2 = 100\%$. L'eventuale applicazione di un prezzo inferiore comporta un risparmio di cassa per lo Stato, ma non influisce sulle quote di partecipazione.

Compensando il doppio passaggio T2-azioni-senior nei confronti dei "ristorati", l'intervento equivale a un apporto supplementare al capitale effettuato per cassa da parte del Tesoro a un prezzo di acquisto *PAZN* superiore al valore *PAZNMEF* applicato alla ricapitalizzazione in senso stretto.

L'esborso aggiuntivo massimo sopportato dal MEF è pari al valore economico degli strumenti ristorati, uguale o inferiore al loro valore contabile in funzione di *PET2*, il prezzo equo per 1 euro di nominale ad essi attribuito. Pertanto l'esborso totale a carico del MEF dopo il ristoro, *AUMCAPMEFCONRIS*, risulta così determinato:

$$AUMCAPMEFCONRIS = AUMCAPMEF + VCET2RIS \times PET2.$$

Nel caso di MPS, essendo $PET2 = 100\%$, l'esborso incrementale massimo è pari al valore contabile degli strumenti ristorati. A fronte di ciò, lo Stato ottiene un numero di azioni *NAZNMEFRIS* commisurato al prezzo applicato alla conversione:

$$NAZNRIS = \frac{VCET2RIS \times PET2}{PAZN}$$

In altre parole, lo Stato sottoscrive (di fatto) queste azioni a un prezzo maggiore di *PAZNMEF* e si fa carico della diluizione che avrebbero subito gli investitori poi ristorati. Il prezzo medio di acquisto del MEF, *PAZNMEFCONRIS*, aumenta a

$$PAZNMEFCONRIS = \frac{PAZNMEF \times NAZNMEF + PAZN \times NAZNRIS}{NAZNMEF + NAZNRIS}$$

Nella tabella seguente si esemplificano i calcoli correlati al ristoro.

Calcolo del numero di azioni acquistate dal MEF dai detentori di obbligazioni T2 aventi diritto al "ristoro"

Nel secondo scenario si riportano soltanto i valori che cambiano rispetto allo scenario base.

				scenari	
				con diluizione	senza diluizione incluse az proprie
ristoro T2	CASHRIS	apporto di cassa da MEF per ristoro	md€	1,500	
	VCET2RIS	CASHRIS/PET2	md€	1,500	
	NAZNRIS	1000*CASHRIS/PAZN	mn azioni	173,410	86,705
	PAZNMEFCONRIS	media ponderata PAZNMEF e PAZN	€/azione	6,978	17,300

3. Analisi dell'impatto sulle quote di partecipazione

Il principale effetto pratico delle formule sopra descritte è quello di regolare la ripartizione del controllo societario tra le diverse classi di azionisti, ovvero i soci preesistenti, i detentori di strumenti AT1 e T2 e il MEF.

Alle quote si arriva, ovviamente, attraverso il numero di azioni assegnato alle diverse classi al completamento dell'operazione:

- gli attuali azionisti mantengono $NAZV$ azioni (dato noto);
- i detentori di AT1 ottengono dalla conversione $NAZNSAT1 = \frac{VCSAT1}{PCONVSAT1}$ azioni;
- analogamente i detentori di T2 ottengono dalla conversione $NAZNET2 = \frac{VCET2}{PCONVET2}$ azioni;
- il MEF ottiene $NAZNMEF = \frac{AUMCAPMEF}{PAZNMEF}$ azioni;
- il numero totale di azioni dopo l'aumento sarà

$$NAZTOT = NAZV + NAZNSAT1 + NAZNET2 + NAZNMEF.$$

Ogni classe deterrà una quota di partecipazione al capitale sociale pari al rapporto tra rispettivo numero di azioni e $NAZTOT$. Le indicheremo, rispettivamente, con $QV, QSAT1, QET2, QMEF$.

Le quote sono importanti perché regolano il valore dei possessi azionari di ogni classe, dato dal prodotto della rispettiva quota per il valore dell'*equity* post aumento E_p . È per questa via che si determinano trasferimenti di valore tra le diverse classi, che esaminiamo più avanti.

Cerchiamo ora di semplificare le formule in modo da spiegare le quote con poche variabili *driver*, date dal prezzo di emissione applicato al MEF $PAZNMEF$, dall'aumento di capitale totale $AUMCAPTOT = VCSAT1 + VCET2 + AUMCAPMEF$ (che dipende dal fabbisogno di capitale $KGAP$) e dagli scarti percentuali tra i prezzi di conversione degli strumenti T2 e AT1 e il prezzo applicato al MEF, così ottenuti:

$$SCSAT1 = \frac{PCONVSAT1 - PAZNMEF}{PCONVSAT1}$$

$$SCET2 = \frac{PCONVET2 - PAZNMEF}{PCONVET2}$$

Tali scarti sono determinati nei due scenari considerati nella tabella seguente.

Coefficienti di scarto sul valore contabile per il calcolo delle quote di partecipazione da conversione degli strumenti AT1 e T2

			scenari	
			con diluizione	senza diluizione incluse az proprie
PCONVSAT1	prezzo conv, val contab SAT1 per 1 azione	€/azione	11,907	23,815
PCONVSAT1NOFRESH	prezzo conv, val contab SAT1 senza Fresh per 1az	€/azione	11,533	23,067
PCONVET2	prezzo conv, val contab ET2 x 1 azione	€/azione	8,650	17,300
SCSAT1	(PCONVSAT1-PNAZMEF)/PCONVSAT1	€/1€VC	0,455	0,274
SCSAT1NOFRESH	(PCONVSAT1NOFRESH-PNAZMEF)/PCONVSAT1NOFRESH	€/1€VC	0,437	0,250
SCET2	(PCONVET2-PNAZMEF)/PCONVET2	€/1€VC	0,250	0

Detti scarti riflettono sia il valore economico attribuito agli strumenti (relazione inversa), sia i fattori di defalco che collegano *PAZN* a *PAZNMEF* (relazione diretta). Con semplici passaggi algebrici, si ottengono le seguenti formule per le quote di partecipazione:

$$QV = \frac{NAZV \times PAZNMEF}{CONTROLPIE}$$

$$QSAT1 = \frac{VCSAT1 \times (1 - SCSAT1)}{CONTROLPIE}$$

$$QET2 = \frac{VCET2 \times (1 - SCET2)}{CONTROLPIE}$$

$$QMEF = \frac{AUMCAPTOT - (VCSAT1 + VCET2)}{CONTROLPIE},$$

Sommando le espressioni al numeratore si ottiene quella al denominatore che chiamiamo *CONTROLPIE*, a indicare la dimensione della torta dalla quale si tagliano le fette che misurano le quote di controllo azionario:

$$CONTROLPIE = NAZV \times PAZNMEF + AUMCAPTOT - (VCSAT1 \times SCSAT1 + VCET2 \times SCET2)$$

Nella tabella seguente si applicano le formule espote sopra per determinare il valore di *CONTROLPIE* e la sua composizione per classi di investitori in assenza di ristoro.

Calcolo delle quote di partecipazione per classi di investitori con il modello CONTROLPIE (incluse azioni proprie)

	numeratore md€	quota
QV (a)	0,190	2,57%
QSAT1	0,370	5,00%
QET2	2,986	40,35%
QMEF	3,854	52,08%
CONTROLPIE ^z	7,400	100,00%
da T2 a MEF per ristoro	1,125	15,21%

(a) La quota dei vecchi azionisti comprende le azioni detenute dal MEF prima dell'operazione.

Ovviamente le quote sommano al 100%. Si noti come nel totale riportato al denominatore si compensino i valori al numeratore di $VCSAT1$ e $VCET2$, positivi in $QSAT1$ e $QET2$, negativi in $QMEF$. Pertanto al denominatore $AUMCAPTOT$ è diminuito del prodotto degli scarti suddetti per i valori contabili degli strumenti AT1 e T2.



Come si mostra nell'esempio, dalle quote così ottenute mediante il procedimento di calcolo dei prezzi di emissione devono essere dedotte le parti corrispondenti ad **azioni proprie** derivanti dalla conversione degli strumenti AT1 e T2 riacquistati dalla banca. Questa rettifica riduce il valore di $CONTROLPIE$ e le quote di pertinenza degli ex-detentori di tali strumenti, a vantaggio delle altre classi. Per fare ciò è sufficiente sottrarre da $QSAT1$ e $QET2$ i rispettivi valori contabili dei titoli riacquistati, moltiplicati per i fattori di scarto $1 - SCSAT1$ e $1 - SCET2$ calcolati in precedenza. Gli stessi valori vanno sottratti anche dal totale $CONTROLPIE$. Per la precisione, non si deve utilizzare il valore di $SCSAT1$ medio ponderato, bensì quello calcolato escludendo i titoli Fresh, $SCSAT1NOFRESH$, che risulta pari a 0,437 anziché a 0,455.

Ai fini del calcolo delle quote, alle vecchie azioni si attribuisce un valore commisurato allo stesso $PAZNMEF$. Dato il fabbisogno di capitale da coprire, quanto minore $PAZNMEF$, tanto più forte sarà la diluizione e minore la quota degli azionisti preesistenti.

Con riferimento alle azioni ottenute dalla conversione degli strumenti AT1 e T2, le quote pesano i rispettivi valori contabili ridotti dello scarto che riflette il maggior "consumo" di valore nominale per l'applicazione di un prezzo di conversione superiore a $PAZNMEF$. Per regolare la diluizione di queste classi di azionisti, si deve agire sulle valutazioni e sui coefficienti da cui dipendono $SCSAT1$ e $SCSAT1$.

Gli effetti del ristoro

Il ristoro ha un effetto semplice sulla composizione dell'azionariato: una parte della quota di pertinenza degli ex-detentori di T2 passa da questi al MEF. Definiamo $VCET2RIS$ il valore contabile degli strumenti T2 interessati dal ristoro. La quota degli azionisti ex-T2 non ristorati $QET2NORIS$ si riduce a

$$QET2NORIS = \frac{(VCET2 - VCET2RIS) \times (1 - SCET2)}{CONTROLPIE}$$

La quota del MEF dopo il ristoro $QMEFCONRIS$ sale a

$$QMEFCONRIS = \frac{AUMCAPTOT - (VCSAT1 + VCET2) + VCET2RIS \times (1 - SCET2)}{CONTROLPIE}$$

All'incremento del prezzo medio di acquisto, corrisponde un incremento relativo della quota inferiore a quello dell'esborso, con un impatto negativo sulle *performance* attese dal MEF.

La tabella seguente riepiloga l'analisi di impatto sulle quote di partecipazione secondo l'approccio qui presentato prima e dopo il ristoro di detentori di titoli T2.

Calcolo delle quote di partecipazione per classi di investitori con il modello CONTROLPIE (incluse azioni proprie, confronto col caso di ristoro)

	dopo conversione e ricapitalizzazione		dopo "ristoro" Tier 2	
	numeratore md€	quota	numeratore md€	quota
QV (a)	0,190	2,57%	0,190	2,57%
QSAT1	0,370	5,00%	0,370	5,00%
QET2	2,986	40,35%	1,860	25,14%
QMEF	3,854	52,08%	4,980	67,29%
CONTROLPIE ^z	7,400	100,00%	7,400	100,00%
da T2 a MEF per ristoro	1,125	15,21%	1,125	15,21%

(a) La quota dei vecchi azionisti comprende le azioni detenute dal MEF prima dell'operazione.



La quota di vecchie azioni detenuta dal MEF subisce la stessa diluizione che colpisce i soci privati. Nella successiva analisi dei trasferimenti di valore tra classi di investitori, le vecchie azioni del MEF sono sottratte nel calcolo di *QV* e aggiunte nella determinazione di *QMEF*.

4. Apporti e trasferimenti di valore tra le classi di investitori

Finora abbiamo ragionato sulle condizioni fissate dal [DL237](#) e dai suoi decreti attuativi, che sono sufficienti per determinare i prezzi e il numero delle azioni di nuova emissione e quindi le quote di partecipazione al valore dell'*equity* post aumento. È però quest'ultimo il *driver* principale della creazione o distruzione di valore in capo ai diversi tipi di investitori. Dobbiamo quindi ricollegarci al modello basato sul multiplo *PB*.



Per ottenere formule semplici, ipotizziamo che la ricapitalizzazione sia risolutiva, per cui l'apporto *AUMCAPTOT* produce un incremento di *CET1* che copre esattamente il fabbisogno *KGAP* stimato prima di effettuarla. La dotazione di *CET1* si allinea al *target K* e il *KGAP* è azzerato. Sia *K* che *KGAP* sono valorizzati sulla situazione *pro forma* modificata dal piano di ristrutturazione, tenendo pertanto conto degli impatti che ne derivano sulla composizione delle attività e sui *risk weighted asset*.

Le due facce del valore di MPS

Chi guadagna e chi perde dal risanamento di MPS? Questa domanda può avere molte risposte, che riconduciamo a due punti di vista, che traduciamo ancora in forma narrativa:

1. "È presto per dirlo; l'operazione è servita per salvaguardare il valore economico della banca che altrimenti sarebbe andato distrutto definitivamente; il piano di rilancio è credibile e sostenuto da un patrimonio ora adeguato; si può nutrire una ragionevole fiducia sul recupero di redditività della banca, motivo per cui, se proprio vogliamo fare oggi un primo bilancio dell'operazione, è corretto attribuire alla banca il valore economico stimato per determinare il prezzo *PAZV*";

-
2. "lo sappiamo già; per quanto gli scambi dell'azione in Borsa siano sospesi, il mercato ha continuato a fare prezzi *over the counter*; sono continuate le trattazioni di obbligazioni subordinate e *credit default swap* ad esse riferiti; abbiamo delle valutazioni di mercato dell'*equity* di MPS, e presto, dopo la ripresa degli scambi in Borsa (prevista entro metà ottobre 2017), avremo le quotazioni di un mercato regolamentato; il bilancio dell'operazione va fatto sulle valutazioni di mercato di oggi."

A ciascuno dei due punti di vista possiamo far corrispondere un diverso valore del multiplo di valutazione PB_e . Nel primo caso adotteremo il valore di 0,93 implicito in *PAZV*, mentre nel secondo un valore intorno di 0,5 allineato a quello osservato per banche comparabili, e confermato dalle quotazioni del mercato OTC nei mesi di luglio e agosto 2017. Consideriamo le *performance* delle diverse classi di investitori secondo le due visioni alternative.

L'ipotesi di confronto: lo Stato non interviene

In assenza di intervento statale, la banca avrebbe dovuto affrontare, con ogni probabilità, un processo di risoluzione con *bail-in*. Non sarebbe stata proponibile una liquidazione coatta amministrativa secondo il diritto italiano come nel caso delle popolari venete, essendo l'ammanto patrimoniale di MPS solo eventuale (in quanto emergente nello scenario avverso dello *stress-test*). Inoltre, anche se si fosse rilevato un deficit di capitale più severo sarebbe stato arduo affermare (come si è fatto per le Venete) la non rilevanza sistemica di MPS.

La risoluzione avrebbe comportato la registrazione di perdite su crediti non inferiori a quelle fatte emergere nel piano di ristrutturazione poi approvato dai regolatori preliminarmente alla ricapitalizzazione precauzionale. In aggiunta, la risoluzione avrebbe impedito di registrare proventi straordinari per ripresa di attività fiscali. Molto probabilmente le perdite avrebbero interamente azzerato il capitale primario e intaccato parte degli strumenti AT1.

Non è questa la sede per simulare gli impatti di un'eventuale *bail-in* seguito dall'intervento del fondo di risoluzione, ma possiamo a grandi linee ipotizzare una massiccia conversione di strumenti AT1 e obbligazioni subordinate in azioni della *bridge bank*. Il valore delle azioni ottenute avrebbe comportato gravi perdite rispetto al nominale degli strumenti convertiti.

In uno scenario di risoluzione, i vecchi soci avrebbero con altissima probabilità subito l'azzeramento del valore investito per cancellazione delle azioni. Per loro, la ricapitalizzazione ha conservato un valore che sarebbe altrimenti andato distrutto. Fatta questa premessa, vediamo come sono andate le cose nella realtà.

Un esempio illustrativo

Cerchiamo allora di quantificare con l'aiuto di un esempio come la ricapitalizzazione crei, distrugga o trasferisca valore tra le diverse classi di investitori. Consideriamo quattro scenari alternativi:

- i primi due scenari, che definiamo "pazienti" assumono che la banca valga così come stimato ai fini della determinazione del prezzo delle vecchie azioni *PAZV*, ovvero un valore economico che gravita verso i migliori multipli di Borsa delle banche quotate; come già in precedenza, il primo scenario riflette il caso reale di diluizione mentre il secondo quello ipotetico di non diluizione; il valore iniziale

degli strumenti AT1 e T2 è allineato con il valore economico stabilito dal DL237 (0,18 per i titoli Fresh, 0,75 per gli altri AT1 e 1,00 per i T2); entrambi gli scenari pazienti scontano gli effetti del ristoro degli strumenti T2 alle condizioni ipotizzate;

- il terzo e il quarto scenario, che definiamo "al mercato", considerano le azioni vecchie prive di valore e prendono la valutazione OTC degli strumenti di capitale convertiti (stimati sommariamente in 0,35 per i titoli AT1 e 0,48 per i T2); in entrambi si assume la diluizione; nel terzo scenario si considera il ristoro come nei primi due, mentre nel quarto il ristoro è abolito.



Le nostre valutazioni ante aumento dei titoli T2 non sono distanti dai *recovery rate* emersi dall'asta tenuta il 21 settembre a seguito del *credit event* su *credit default swap* aventi come sottostanti i subordinati *Lower Tier 2* di MPS ⁵

Ai quattro scenari ipotizzati corrispondono i seguenti valori dei multipli PB_e e del prezzo delle azioni dopo l'aumento di capitale.

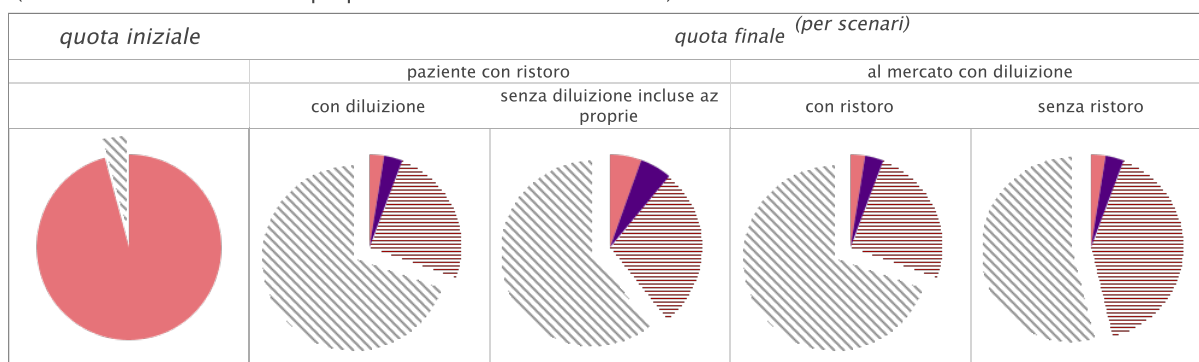
Valutazione delle azioni dopo l'aumento di capitale per gli scenari ipotizzati

		scenari				
		paziente con ristoro		al mercato con diluizione		
		con diluizione	senza diluizione incluse az proprie	con ristoro	senza ristoro	
E_p	$PB_e \cdot K$	md€	8,834	8,834	4,733	4,733
P_p	prezzo post aumento = $1000 \times E_p / NAZTOTNOPROP$	€/azione	8,002	17,300	4,288	4,288

Proponiamo prima dei commenti i dati ottenuti dalla nostra elaborazione, esposti come grafico a torte delle quote di partecipazione (come prima calcolate al netto delle azioni proprie) e come tabella delle *performance* realizzate a cavallo dell'operazione dalle diverse classi di investitori.

⁵ V. [resoconto dell'asta](http://www.creditfixings.com/CreditEventAuctions/results.jsp?ticker=MONTE) [http://www.creditfixings.com/CreditEventAuctions/results.jsp?ticker=MONTE] e [commento](https://it.reuters.com/article/bondsNews/idITL5N1M14BL) [https://it.reuters.com/article/bondsNews/idITL5N1M14BL].

Quote di partecipazione al capitale per scenari
(con deduzione delle azioni proprie escluso secondo scenario)



■ Vecchi azionisti escluso MEF ■ AT1 ■ T2 convertiti ■ MEF

		quota iniziale	quota finale			
			paziente con ristoro		al mercato con diluizione	
			con diluizione	senza diluizione incluse azioni proprie	con ristoro	senza ristoro
equity	Vecchi azionisti escluso MEF	95,78%	2,54%	5,50%	2,54%	2,54%
	AT1		3,22%	5,58%	3,22%	3,22%
	T2 convertiti		24,63%	28,07%	24,63%	40,33%
	MEF	4,22%	69,61%	60,85%	69,61%	53,91%
	Totale equity	Σ 100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Performance tra inizio e fine operazione per classi di investitori e per scenari
(con deduzione di azioni proprie, tranne secondo scenario)

scenari		classi di investitori		quota iniziale	valore iniziale md€	apporto cassa md€	quota finale	valore finale md€	reddito md€ (a)	rend% (b)
paziente con ristoro	con diluizione	equity	Vecchi azionisti escluso MEF	95,78%	0,486		2,54%	0,225	(0,261)	-53,7%
			AT1		0,493		3,22%	0,284	(0,209)	-42,4%
			T2 convertiti		2,480		24,63%	2,176	(0,304)	-12,3%
			MEF	4,22%	0,021	5,354	69,61%	6,150	0,774	14,4%
			Totale equity	Σ 100,00%	3,480	5,354	100,00%	8,834	-	0,0%
			T2 ristorati		1,500			1,500	-	0,0%
			Totale	Σ 100,00%	4,980	5,354	100,00%	10,334	-	0,0%
	senza diluizione incluse azioni proprie	equity	Vecchi azionisti escluso MEF	95,78%	0,486		5,50%	0,486	-	0,0%
			AT1		0,493		5,58%	0,493	-	0,0%
			T2 convertiti		2,480		28,07%	2,480	-	0,0%
MEF			4,22%	0,021	5,354	60,85%	5,376	-	0,0%	
Totale equity			Σ 100,00%	3,480	5,354	100,00%	8,834	-	0,0%	
		T2 ristorati		1,500			1,500	-	0,0%	
		Totale	Σ 100,00%	4,980	5,354	100,00%	10,334	-	0,0%	
al mercato con diluizione	con ristoro	equity	Vecchi azionisti escluso MEF	95,78%	-		2,54%	0,120	0,120	
			AT1		0,238		3,22%	0,152	(0,085)	-35,8%
			T2 convertiti		1,190		24,63%	1,166	(0,025)	-2,1%
			MEF	4,22%	-	5,354	69,61%	3,295	(2,059)	-38,5%
			Totale equity	Σ 100,00%	1,428	5,354	100,00%	4,733	(2,049)	-30,2%
			T2 ristorati		0,720			1,500	0,780	108,3%
			Totale	Σ 100,00%	2,148	5,354	100,00%	6,233	(1,269)	-16,9%
	senza ristoro	equity	Vecchi azionisti escluso MEF	95,78%	-		2,54%	0,120	0,120	
			AT1		0,238		3,22%	0,152	(0,085)	-35,8%
			T2 convertiti		1,910		40,33%	1,909	(0,001)	-0,1%
MEF			4,22%	-	3,854	53,91%	2,552	(1,303)	-33,8%	
Totale equity			Σ 100,00%	2,148	3,854	100,00%	4,733	(1,269)	-21,1%	
		T2 ristorati		-			-	-		
		Totale	Σ 100,00%	2,148	3,854	100,00%	4,733	(1,269)	-21,1%	

(a) reddito = valore finale - (valore iniziale + apporto cassa)

(b) rend% = reddito/(valore iniziale + apporto cassa)



Si noti come la ripartizione in quote non cambi tra il primo e il terzo scenario, in quanto la stessa non è influenzata dal valore dell'*equity*, ma soltanto dalla presenza o meno della diluizione e del ristoro.

Venendo ai dati, si osserva prima di tutto come negli **scenari pazienti**, che assumono come valori iniziali per gli investitori i valori economici fatti propri dai decreti attuativi, l'operazione sia sempre neutrale in termini di creazione di valore: il reddito aggregato sul totale *equity* e anche quello sul totale comprendente i T2 ristorati è sempre nullo, con e senza diluizione, ma con una fondamentale differenza:

- nel caso ipotetico senza diluizione, c'è perfetta neutralità anche a livello di singole classi di investitori; ciascuno ottiene qualcosa che, in costanza di $PB_e = 0,93$, vale esattamente come quello che deteneva prima. Il MEF non guadagna né perde sul *cash apportato*;
- nel caso reale con diluizione, i vecchi azionisti e i detentori di altri strumenti non ristorati subiscono una perdita di valore a vantaggio del MEF per complessivi 578 milioni di euro.

Negli **scenari al mercato**, che partono da un *mark-to-market* dei valori iniziali, tanto per le azioni quanto per gli strumenti AT1 e T2, l'operazione a livello aggregato distrugge valore (il reddito totale è per circa 1,3 miliardi). Il grosso di questa perdita è sopportato dal MEF, che apporta cassa a prezzi di sottoscrizione (6,49 €/azione) superiori al *mark-to-market* (4,13 €/azione). La "perdita" per il MEF è ovviamente superiore nel caso di ristoro, laddove lo Stato rileva azioni dagli investitori *retail* beneficiati a un prezzo ancora maggiore (8,65 €/azione).



Questa variazione negativa è analoga a quella che si avrebbe per *initial recognition* di un attivo acquisito a prezzo sopra il *fair value* in una contabilità bancaria (in proposito non è superfluo ricordare che ciò non è immediatamente rilevante per il MEF dato che al bilancio dello Stato non applica lo IAS 39 o l'IFRS 9).

Passiamo a spiegare perché i flussi di valore si differenziano nel modo osservato tra scenari.

Gli azionisti preesistenti

Secondo la visione "paziente", il valore economico di MPS post aumento è superiore al fabbisogno di capitale, e quindi le vecchie azioni hanno valore positivo. Ciò avrebbe giustificato un prezzo di conversione/emissione delle nuove azioni pari a *PAZV*, oppure il mantenimento del diritto di opzione. Infatti nello scenario ipotetico senza diluizione, la quota dei vecchi azionisti risulta ben superiore a quella poi attribuita. Il decreto ha imposto la diluizione, e in questo modo ha determinato un trasferimento di valore a favore dei soci di nuovo ingresso.

Per la visione "al mercato", il *fair value* della banca ricapitalizzata ai multipli correnti risulta inferiore al *KGAP*, e quindi la *market capitalization* pre aumento risulta azzerata, a prescindere dal fatto che sia azzerato anche il *book value* per effetto delle scelte di bilancio. Pertanto, non soltanto l'eventuale diritto di opzione sarebbe stato privo di valore, ma il prezzo di emissione delle nuove azioni ha incorporato un sussidio di circa 117 milioni girato ai vecchi azionisti, grazie alla conservazione di una loro quota non nulla.

I detentori di strumenti T2 ristorati

È facile conteggiare i risultati per questi investitori, che ottengono titoli senior con scadenza 2018 di una banca ricapitalizzata, che quindi si presume godano di un rating *investment grade* e di un valore stabile attorno al nominale.

Nella visione paziente, costoro danno in cambio titoli che avrebbero avuto un valore economico di 100, e pertanto chiudono alla pari lo scambio.

Nella visione al mercato, il *fair value* degli strumenti T2 non convertiti sarebbe stato molto inferiore alla pari, pertanto lo scambio li favorisce con un guadagno netto di 780 milioni.

I detentori di strumenti AT1 e T2 non ristorati

Nella prospettiva paziente, la conversione comporta la rinuncia al valore economico degli strumenti posseduti (75% per AT1 e 100% per T2) in cambio del valore economico degli strumenti ottenuti in conversione.

Nella visione al mercato, si scambia il valore corrente di mercato dei primi contro quello delle azioni di compendio, tutti sensibilmente inferiori ai rispettivi valori contabili ed economici.

I calcoli e i confronti sono più complicati, e per affrontarli introduciamo una misura del "valore azionario" per 1 euro di nominale degli strumenti convertiti, espresso in funzione dell'*equity value* post aumento E_p . Tali misure, che indichiamo con $VAZSAT1$ e $VAZET2$, sono direttamente confrontabili con i prezzi obbligazionari $PSAT1$ e $PET2$. Dalle formule che definiscono le quote di partecipazione $QSAT1$ e $QET2$ si ricava facilmente, moltiplicando per $E_p = PB_e \times K$ e dividendo per i valori nominali degli strumenti convertiti:

$$VAZSAT1 = (1 - SCSAT1) \times PB_e \times \frac{K}{CONTROLPIE}$$

$$VAZET2 = (1 - SCET2) \times PB_e \times \frac{K}{CONTROLPIE}$$

Tali rapporti sono così interpretabili nel caso (qui considerato) di ricapitalizzazione che soddisfa completamente il fabbisogno di capitale K :

- il primo termine è un fattore di sconto che si riduce all'aumentare dello scarto che esprime la maggiorazione di prezzo applicata alla conversione rispetto alla sottoscrizione per cassa del MEF;
- il secondo termine è il multiplo PB_e atteso dopo l'aumento;
- l'ultimo termine è il rapporto tra il fabbisogno *target* di $CET1$ e il valore convenzionale del capitale usato per determinare le quote di partecipazione; si riduce all'aumentare del valore delle vecchie azioni al prezzo delle nuove emesse $PAZNMEF$.

I primi due termini sono i più rilevanti. Per il relativo impatto, i detentori di titoli convertiti in azioni subiscono perdite di valore quando la banca è valutata con multipli depressi rispetto alla parità, e il prezzo di conversione applicato risulta molto superiore al prezzo di emissione dell'aumento *cash*.

Ricaviamo i valori azionari così definiti nei due scenari:

- nel primo, i detentori di strumenti convertiti subiscono una perdita rispetto al rispettivo valore economico stimato;
- nel secondo, partendo dai più bassi valori di mercato precedenti l'operazione si rilevano scostamenti di valore più contenuti, poiché dopo l'emanazione del DL237 il mercato già scontava la conversione dei titoli AT1 e T2 ed è passato a prezzarli al loro valore azionario.

Si ottengono i valori riportati nella seguente tabella.

Calcolo dei valori azionari per 1 euro di valore contabile degli strumenti di capitale interessati da *burden sharing*

	scenari			
	paziente con ristoro		al mercato con diluizione	
	con diluizione	senza diluizione incluse az proprie	con ristoro	senza ristoro
VAZSAT1	0,672	0,726	0,360	0,360
VAZET2	0,925	1,000	0,496	0,496

Le variazioni di prezzo osservate sui titoli ibridi e i subordinati MPS nei mesi più recenti sono principalmente spiegate dalle oscillazioni del PB_e attribuito alla banca. Possono aver giocato anche fattori secondari come l'operatività dei grossi detentori per finalità di trading o per arrotondare le future quote di partecipazione, così come le vendite di investitori disillusi o pressati a liquidare.



Le quotazioni OTC non dovrebbero essere condizionate dalle opportunità di ristoro. Infatti, l'offerta di transazione è rivolta soltanto alle posizioni di operatori non professionali acquisite prima del 2016. Le partite ammesse a quel beneficio restano congelate nei portafogli dei loro detentori e non alimentano scambi sul mercato secondario.

Quanto ai trasferimenti di valore, si osserva:

- nello scenario paziente con diluizione, una perdita a vantaggio dello Stato per l'applicazione di prezzi di conversione più alti dei prezzi di emissione dell'aumento *cash*; tale effetto è più forte per gli strumenti T2 non convertiti;
- nessun effetto nello scenario paziente senza diluizione;
- una sostanziale neutralità negli scenari "al mercato", dove però abbiamo una causalità invertita, dato che utilizziamo dei valori iniziali OTC già ancorati ai valori di conversione attesi dagli investitori dopo la pubblicazione del DL237; per questo motivo c'è una sostanziale coincidenza tra valori iniziali e finali, e reddito pressoché nullo.

L'azionista di controllo pubblico

Il Ministero dell'economia, unica fonte di denaro fresco, è il *deus ex machina* della creazione di valore. Per la precisione, si ricorda che lo stesso MEF era già presente tra i vecchi azionisti di MPS per la quota del 4,22% acquisita come corrispettivo degli interessi sui Monti bond, e quindi subisce la diluizione o

partecipa ai benefici evidenziati nei due scenari per i vecchi azionisti. Si tratta peraltro di un effetto trascurabile rispetto a quelli che interessano i due apporti per cassa per la ricapitalizzazione e per il ristoro. Lo Stato effettua un apporto complessivo di capitale *cash* di 3,854 miliardi di euro, che salgono a 5,354 miliardi nei casi con ristoro.

Possiamo al riguardo fare considerazioni speculari a quelle proposte per le altre classi di investitori:

- nel primo scenario paziente, lo Stato acquisisce una partecipazione in due *tranche* a prezzi comunque inferiori al valore equo *PAZV*, e pertanto si appropria di valore a scapito degli attuali azionisti e dei detentori di altri strumenti di capitale per 578 milioni;
- negli scenari al mercato, il MEF si ritrova con una quota di partecipazione di valore inferiore al *cash* immesso nella banca, subisce quindi un *mark-to-market* negativo di 1,268 miliardi, che sale 2,048 miliardi se c'è ristoro; la "perdita" dello Stato corrisponde a un sussidio a favore, principalmente, dei vecchi azionisti e dei detentori di titoli T2 ristorati, piccolo il primo (117 milioni) più corposo il secondo (1,384 miliardi).

Nel caso dell'azionista pubblico, vale più ragionevolmente l'invito alla "pazienza" nel valutare i risultati. La valutazione a prezzi di mercato secondario (OTC o di Borsa) non è immediatamente rilevante per lo Stato, e che contabilizza l'intervento secondo le regole di contabilità pubblica, e che ha già superato il giudizio della DG Comp sull'ammissibilità degli aiuti veicolati .

Nel bilancio pubblico, la ricapitalizzazione fa crescere il deficit per cassa (l'uscita è inequivocabile) ma non l'indebitamento netto, dato che al maggior debito si contrappone un *asset* il cui valore può essere stimato con ampi margini di discrezionalità. Inoltre la valutazione al mercato non è del tutto appropriata se si considera che il MEF detiene una quota ampiamente maggioritaria che rende la banca non contendibile: le quotazioni attese di Borsa che evidenzerebbero una perdita di valore non includono il premio di maggioranza. Nell'interesse dei contribuenti, il valore del controllo dovrà essere protetto e monetizzato con un attento piano di dismissione, preceduto dallo *scouting* di futuri azionisti di riferimento (tra i quali si profila un ruolo del gruppo Generali, divenuto secondo azionista). Peraltro, proprio la necessità per lo Stato di procedere alla dismissione in un periodo di tempo relativamente breve (2 anni) potrebbe riportare nelle quotazioni una parte del premio di maggioranza, dato che una partecipazione inizialmente minoritaria potrebbe essere incrementata, magari d'intesa col MEF, fino a livelli che assicurino un peso nella *governance* durante e dopo l'uscita dello Stato.

Tuttavia, il forte sconto di PB_e rispetto alla parità oltre a uno sconto di minoranza riflette la doppia incertezza sull'esito del piano di ristrutturazione di MPS e definitivo rilancio del settore bancario italiano. Lo Stato ha scommesso sulla soluzione positiva di quest'alea. Se ciò accadrà, come tutti ci auspichiamo, i flussi di creazione di valore potranno dare soddisfazione a tutti gli attori, anche quelli che lamentano oggi un *mark-to-market* negativo.

Anche sotto il profilo dell'impatto sulla finanza pubblica, che sarà definitivamente noto alla dismissione della partecipazione, lo Stato potrebbe chiudere con un provento importante qualora nel tempo i valori di Borsa di avvicinarsero al valore di stima su cui si fonda, come mostrato, l'impianto tecnico dell'operazione.

5. Conclusioni: la visione dualistica del valore di una banca da risanare

La ricapitalizzazione precauzionale di MPS pone il problema che sta al cuore della gestione delle crisi bancarie di rilievo sistemico, ovvero il dualismo tra *market value* ed *economic value* di una banca e delle sue attività. Per questo dualismo, gli investitori privati, che scontano l'incertezza sulla soluzione della crisi, assumono posizioni divergenti da quelle dell'investitore pubblico che invece scommette sul suo superamento.

Con riferimento alle azioni MPS, lo Stato ha deciso di ancorarsi a una valutazione teorica ($PAZV = 17,3$ corrispondente a un multiplo PB_e sul CET1 di 0,93). Si tratta di una stima molto generosa in forza della quale si può dimostrare che i detentori di azioni e altri strumenti di capitale sono colpiti dalla "ripartizione degli oneri", e che il MEF non eroga un aiuto di Stato non ammesso. Tuttavia, nella pratica, il MEF ha preso in carico a prezzi di $PAZNMEF = 6,49$ (azioni sottoscritte) e $PAZN = 8,65$ (titoli "ristorati"), entrambi più bassi del valore teorico. Se invece prendiamo a riferimento multipli di valutazione più prudenti (PB_e di 0,5) otteniamo un valore dell'*equity* dopo l'aumento inferiore all'apporto di capitale, il che rivela la presenza di un sussidio pari a circa 2 miliardi di euro. Tale sussidio è erogato dallo Stato e va a beneficio dei vecchi azionisti e (in misura minore) dei portatori di strumenti AT1 e T2.

Ma allora i soci preesistenti sono stati espropriati o sussidiati? Dipende dai punti di vista. Lo Stato ha pagato per la quota di controllo un prezzo superiore a quello che, induttivamente, un investitore privato avrebbe corrisposto per quote di minoranza. Prima del DL237 si era tentato un aumento di capitale "di mercato", con esito negativo. Ciò ha dimostrato che non c'erano investitori interessati ad assumere il ruolo di azionisti di riferimento a prezzi praticabili.

Che il dualismo dei valori non sia soltanto un problema filosofico lo dimostra l'esposto inviato alla Consob dall'Associazione dei piccoli azionisti MPS, per la quale la ricapitalizzazione avrebbe determinato una "diluizione mostruosa" a loro danno ⁶. I promotori dell'esposto hanno fatto propria la visione "paziente": infatti, confrontando gli scenari con e senza diluizione potremmo da loro ragione dal momento che si riscontra una perdita di valore a loro danno di circa 270 milioni. Se invece sposiamo la visione "al mercato" il giudizio si ribalta: tutto il valore rimasto ai vecchi soci è in quegli scenari un regalo del contribuente. Immagino la reazione risentita di questi investitori di fronte a una lettura del genere, che del resto è quella che troviamo nelle reazioni sulla stampa e nei *social media* ⁷. Sicuramente non accetterebbero di far la parte dei beneficiari dopo aver sofferto tanti sacrifici economici e patemi d'animo.

A titolo di curiosità, noto che lo Stato ha trattato il valore dell'*equity* di MPS non diversamente da come alcune banche (per lo più popolari) trattavano il prezzo di riacquisto delle proprie azioni non quotate in

⁶ Si rinvia a questo comunicato [https://www.milanofinanza.it/news/b-mps-associazione-piccoli-azionisti-inoltra-esposto-a-consob-201708311156001146].

⁷ Si veda l'articolo di Repubblica del 21 settembre [http://www.repubblica.it/economia/finanza/2017/09/21/news/mps_col Ritorno_in_borsa_il_tesoro_rischia_un_buco_da_1_3_miliardi-176141319/], intitolato *Mps, col ritorno in Borsa, il Tesoro rischia un buco da 1,3 miliardi*

Borsa. Ha infatti preso a riferimento un valore economico, frutto di una stima, palesemente superiore rispetto al *fair market price* che un investitore sarebbe disposto a pagare. Tuttavia lo Stato, a differenza delle banche evocate, ha la forza patrimoniale per sopportare questo investimento a prezzi *pro tempore* (si spera) sopravvalutati. Inoltre, il MEF non si è avvalso di questi prezzi "generosi" per proporre a terzi un investimento altamente rischioso, magari forzandone l'accettazione con pratiche scorrette come le azioni bacciate, ovvero i prestiti concessi condizionatamente all'acquisto di azioni a prezzi sopravvalutati.

C'è una condizione per mettere tutti d'accordo, o almeno per avvicinare le posizioni: il piano di rilancio della banca deve avere il successo che tutti auspichiamo. In quell'evenienza non ci sarà bisogno di rabboccare ulteriormente la dotazione di capitale e i multipli di valutazione saliranno ai livelli impliciti nella valutazione teorica fatta dal MEF, e magari potrebbero superarli. Tutti a questo punto esulterebbero: il MEF non consumerebbe un euro di denaro pubblico, anzi porterebbe a casa una plusvalenza (come quelle di cui si è vantato il Tesoro statunitense quando ha dismesso le partecipazioni prese col programma TARP); i vecchi soci e quelli nuovi entrati con la conversione degli strumenti di capitale andrebbero a recuperare una buona parte delle perdite di valore, ma purtroppo limitatamente a quelle successive alla fine del 2016.

Nel concludere, tengo a ribadire che per mezzo dell'esempio sopra riportato non è mia intenzione emettere un giudizio sul piano di risanamento, né sui costi/benefici attesi per il bilancio pubblico. Il mio interesse prioritario è rivolto alla metodologia di valutazione, che si potrà applicare per seguire gli sviluppi del piano dopo la riammissione delle azioni MPS alla quotazione in Borsa, prevista entro la metà di ottobre 2017.

6. Appendice

Riepilogo dei dati di input e dei calcoli utilizzati negli esempi

Negli scenari successivi al primo si riportano soltanto i valori che cambiano rispetto a tale scenario base.

			scenari			
			paziente con ristoro		al mercato con diluizione	
			con diluizione	senza diluizione incluse az proprie	con ristoro	senza ristoro
input modello DL236	K	CET1 post fully loaded	md€	9,467		
	KGAP	somma recap e burden sharing	md€	8,327		
	PAZV	prezzo da valore economico vecchie azioni	€/azione	17,300		
	NAZV	numero di azioni vecchie in circolazione	mn azioni	29,321		
	VCSAT1	valore contabile AT1 convertiti	md€	0,679		
	VCSAT1AZPROP	VSAT1 a fronte di strumenti riacquistati	md€	0,248	-	
	PSAT1	prezzo equo medio pond AT1 per 1€ val contab	€/1€VC	0,726		
	PSAT1NOFRESH	prezzo equo AT1 senza Fresh per 1€ val contab	€/1€VC	0,750		
	VCET2	valore contabile T2 convertiti	md€	3,980		
	VCET2AZPROP	VCET2 a fronte di strumenti riacquistati	md€	0,128	-	
	PET2	prezzo equo T2 per 1€ di val contabile	€/azione	1,00		
	AUMCAPMEF	importo sottoscritto dal MEF	md€	3,854		
	Z	sconto sul TERP formula PAZN base		0,15	0	
	0,5	fattore di sconto formula PAZN semplificata		0,50	1	
W	sconto da PAZN a PAZNMEF		0,25	0		
altri input per valutazioni	PB_e	multiplo PB equo di mercato		0,93	0,50	0,50
	PSAT1MKT	prezzo mercato AT1 pre aumento per 1€ val contab	€/1€VC	0,726	0,350	0,350
	PET2MKT	prezzo mercato T2 pre aumento per 1€ val contab	€/1€VC	1,000	0,480	0,480
	CASHRIS	apporto di cassa da MEF per ristoro	md€	1,500		-
valori intermedi	E_a da PAZN	PAZV x NAZV/1000	md€	0,507		
	AUMCAPTOTVC	valore contabile AUMCAPMEF+VCSAT1+VCET2	md€	8,513		
	AUMCAPTOTVS	valore sottoscritto AUMCAPMEF+VSAT1+VET2	md€	8,327		
	E_p da PAZN	E_a + AUMCAPTOT	md€	8,834		
	VSAT1	VCSAT1 x PSAT1	md€	0,493		
	VET2	VCET2 x PET2	md€	3,980		
calcolo prezzi emissione e nr nuove azioni	PAZNbase DL236	per formula vedi testo	€/azione	-28,845	17,300	
	PAZNbase riesposta	$1000 * [E_a - (E_a + AUMCAPTOTVC) * Z] / NAZV$	€/azione	-27,895	17,300	
	PAZNsemplif	PAZV x 0,5	€/azione	8,650	17,300	
	PAZN	$se(PAZNbase > 0; PAZNbase; PAZNsemplif)$	€/azione	8,650	17,300	
	PAZNMEF	$PAZN \times (1 - W)$	€/azione	6,490	17,300	
	NAZNSAT1	$1000 \times VSAT1 / PAZN$	mn azioni	57,023	28,512	
	NAZNET2	$1000 \times VET2 / PAZN$	mn azioni	460,076	230,038	
	NAZNMEF	$1000 \times AUMCAPMEF / PAZNMEF$	mn azioni	593,870	222,787	
	NAZTOT	numero totale azioni post aumento	mn azioni	1.140,290	510,658	
	NAZPROP	numero di azioni proprie dopo conversione	mn azioni	36,301	-	
	NAZTOTNOPROP	numero totale azioni post senza azioni proprie	mn azioni	1.103,990	510,658	
	incidenza% AZPROP	NAZPROP/NAZTOT		0,032	-	
	Bonus AZPROP	$E_p \times incidenza\% AZPROP$		0,281	-	0,151
	variazione CET1	PCONVSAT1	prezzo conv, val contab SAT1 per 1 azione	€/azione	11,907	23,815
PCONVSAT1NOFRESH		prezzo conv, val contab SAT1 senza Fresh per 1az	€/azione	11,533	23,067	
PCONVET2		prezzo conv, val contab ET2 x 1 azione	€/azione	8,650	17,300	
SCSAT1		$(PCONVSAT1 - PNAZMEF) / PCONVSAT1$	€/1€VC	0,455	0,274	
SCSAT1NOFRESH		$(PCONVSAT1NOFRESH - PNAZMEF) / PCONVSAT1NOFRESH$	€/1€VC	0,437	0,250	
SCET2		$(PCONVET2 - PNAZMEF) / PCONVET2$	€/1€VC	0,250	0	
AUMCAPTOTVS		+aumento capitale azionario a valore sottoscritto	md€	8,327		
SOPRAVVCONV		+sopravvenienza attiva da conversione a prezzo < 100	md€	0,186		
DEDAZPROP		-ded.azioni proprie a val. sottosc. NAZPROP x PAZN / 1000	md€	-0,314	-	
AUMCET1		=stima aumento CET1 dopo effetti economici e deduzioni	md€	8,199	8,513	
ristoro T2	CASHRIS	apporto di cassa da MEF per ristoro	md€	1,500		0
	VCET2RIS	CASHRIS/PET2	md€	1,500		0
	NAZNRIS	$1000 * CASHRIS / PAZN$	mn azioni	173,410	86,705	0
	PAZNMEFCONRIS	media ponderata PAZNMEF e PAZN	€/azione	6,978	17,300	6,490

7. Riferimenti legislativi e bibliografici

Comunicato Piano 2017 MPS, 2017-2021 restructuring plan. Comunicato stampa⁸

DLgs 180 D.Lgs. 16 novembre 2015, n. 180 Attuazione della direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento⁹

DL 237 Decreto legge "Salva-risparmio n. 237 del 23 dicembre 2016"¹⁰

DM Burden Sharing Decreto MEF "Burden sharing" del 27 luglio 2017, Interventi di rafforzamento patrimoniale della Banca Monte dei Paschi di Siena, ai sensi dell'art. 18, comma 2, del decreto-legge 23 dicembre 2016, n. 237¹¹

DM Ricapitalizzazione Decreto MEF "Ricapitalizzazione" del 27 luglio 2017, Interventi di rafforzamento patrimoniale della Banca Monte dei Paschi di Siena, ai sensi dell'art. 18, comma 3, del decreto-legge 23 dicembre 2016, n. 237¹²

Paper Prima Parte Luca Erzegovesi, La valutazione delle azioni bancarie nell'era del bail-in: Prima parte - Requisiti prudenziali e modelli per i casi di ricapitalizzazione sul mercato¹³

Presentazione Piano 2016 MPS, Presentazione piano industriale 2016-2019¹⁴, 25 ottobre 2016

Presentazione Piano 2017 MPS, 2017-2021 restructuring plan. Presentazione¹⁵, 5 luglio 2017

Presentazione Semestrale MPS, Dati bilancio 1° semestre 2017. Presentazione¹⁶, 11 agosto 2017

QA Bancaditalia Banca d'Italia, La ricapitalizzazione precauzionale di MPS: domande e risposte¹⁷ 31 agosto 2017

⁸ https://www.mps.it/investors/investor-relations/risultati_di_gruppo_e_presentazioni/Conference%20call%20Mercoledì%205%20luglio%202017%20alle%20ore%208/CS%20Restructuring%20Plan%20ITA%20RQ%20CLEAN_04_07_v19.pdf

⁹ <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2015/11/16/15G00195/sg>

¹⁰ <http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:2016;237>

¹¹ http://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario;jsessionid=qU2ixdC+BJLdCBX6fARXpg_.ntc-as3-guri2a?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2017-07-28&atto.codiceRedazionale=17A05397&elenco30giorni=true

¹² http://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2017-07-28&atto.codiceRedazionale=17A05398&elenco30giorni=true

¹³ http://pane-e-finanza.it/html/azioni1/Azioni0_master.html

¹⁴ https://www.mps.it/investors/investor-relations/risultati_di_gruppo_e_presentazioni/Conference%20call%205%20ottobre%202016/Business_Plan_presentation_errata_corrige_affinamenti.pdf

¹⁵ https://www.mps.it/investors/investor-relations/risultati_di_gruppo_e_presentazioni/Conference%20call%20Mercoledì%205%20luglio%202017%20alle%20ore%208/Restructuring%20Plan%202017-2021_Final.pdf

¹⁶ https://www.mps.it/investors/investor-relations/risultati_di_gruppo_e_presentazioni/Dati%20di%20Bilancio%20%20presentazioni/Semestre%202017/MPS%201H17%20Results%20v11.pdf

¹⁷ http://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2017/ricapitalizzazione-precauzionale-mps/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=102&pk_campaign=EmailAlertBdi&pk_kwd=it

Relazione Semestrale MPS, Relazione finanziaria semestrale 2017¹⁸

¹⁸ https://www.mps.it/investors/investor-relations/bilanci-relazioni/BilanciOK/2017/Relazione_Semestrale_2017.pdf