





# La questione bancaria

IL DOSSIER MONTEPASCHI

## L'operazione di mercato

Il piano da 5 miliardi non è andato in porto nonostante i 2,4 miliardi offerti dagli obbligazionisti

## Lo stop alle contrattazioni

Consob ha sospeso per oggi la negoziazione di tutti i titoli emessi o garantiti dal Monte

# Mps, aumento fallito: dal cda Sos al Governo

Il board constata l'esito dell'operazione e attiva la procedura per la ricapitalizzazione pubblica

Il Monte dei Paschi passa la mano. Dal mercato non sono arrivati i cinque miliardi che servivano, l'liquidità in calo (e la Vigilanza della Bce) non consentono di prendersi altro tempo e dunque da oggi tocca ufficialmente allo Stato occuparsi della banca più antica del mondo. Epilogo doloroso ma scontato quello del cda di ieri sera, che dopo aver constatato il fallimento dell'operazione di mercato ha atteso che il Consiglio dei ministri approvasse il decreto-banche e quindi ha attivato l'iter per la ricapitalizzazione pre-cazionale a carico dello Stato.

### L'aumento fallito

«L'operazione di aumento di capitale, lanciata lunedì 19 dicembre, non si è chiusa con successo», ha dichiarato il Monte in una nota diffusa intorno alle 21, tre ore dopo l'avvio della riunione del cda e al termine di una giornata che in Borsa aveva visto il titolo crollare di un altro 7,48% a 15,08 euro. Per oggi, invece, Consob ha sospeso la negoziazione di tutti i titoli emessi o garantiti dal Monte.

«Non sono stati raccolti ordini di investimento sufficienti a raggiungere la somma di Euro 5 miliardi», ha spiegato la banca, e in particolare «non si sono concretizzate manifestazioni di interesse da parte di anchor investor disponibili a effettuare un investimento rilevante nella Banca, circostanza che ha influito negativamente sulle decisioni di investimento degli investitori istituzionali limitando significativamente gli ordini di sottoscrizione».

Niente aumento, dunque, no-

nostante l'esercizio di *liability management* avesse registrato la conversione volontaria di obbligazioni subordinate per 2,4 miliardi, quasi la metà dei 5 miliardi che servivano: ora i titoli saranno restituiti ai proprietari (in attesa della probabile conversione obbligatoria disposta dal decreto), mentre è ufficialmente saltata la cartolarizzazione di 28 miliardi di Npl lordi, con il coinvolgimento di Atlante. Cadono anche, consolazione neanche tanto magra, le commissioni: l'ultima stima, decurtata dei costi della garanzia

### SALTANO LE COMMISSIONI

Senza l'operazione il Monte non dovrà pagare il conto da 558 milioni alle banche d'affari. Oggi un'altra riunione del board

sull'aumento saltata strada facendo, ammontava a 558 milioni.

### La transizione

Nella nota emessa ieri sera il cda ha voluto ringraziare espressamente «tutti i dipendenti per il grande sforzo profuso al servizio della banca e dei clienti in questo delicato momento della vita dell'Istituto». Ma guarda già oltre: per il vertice, assistito da Lazard e da Vitale&Co (consulente per i consiglieri indipendenti), si apre una delicata fase di passaggio, in cui si dovrà per la prima volta in assoluto aprire le porte ai capitali pubblici secondo quanto previsto dall'articolo 32 della direttiva Brrd, e al tempo stesso innescare una forma di *burden sha-*

*ring* - cioè condivisione del rischio, con azionisti e obbligazionisti - nelle modalità disciplinate dal decreto approvato ieri a Palazzo Chigi e pochi minuti dopo attivato da Mps.

### Le prossime tappe

E ora? Priorità assoluta all'utilizzo degli strumenti a beneficio della liquidità, che consentiranno alla banca di continuare a operare nelle prossime settimane. In attesa, cioè, dell'arrivo del denaro pubblico: tempi, modalità e ammontare saranno probabilmente definiti a partire dalla settimana prossima in una trattativa destinata sicuramente a sfociare nel 2017, e che vedrà intorno al tavolo non solo la banca e lo Stato ma anche Bce e la Dg competitività della Commissione europea, cui tocca vigilare sugli aiuti di Stato. L'agenda sarà affinata stamattina in una nuova riunione del cda del Monte, per lo più dedicata però a questioni ordinarie.

La guida di questo periodo ponte sarà affidata ancora al ceo Marco Morelli, approdato a Siena a settembre quando il cantiere avviato da Fabrizio Viola era già avviato da un paio di mesi, cioè da fine luglio. Da allora la situazione non ha fatto che peggiorare - tra il clima sui mercati e la vittoria del «no» al referendum - ma si è comunque tentato di portare a casa l'operazione. Considerati i due miliardi e mezzo raccolti dai bondholder, non si è neanche andati tanto lontani: resta troppo, evidentemente, chiedere al mercato di scommettere altrettanto su una banca reduce da anni terribili.

Ma.Fe.

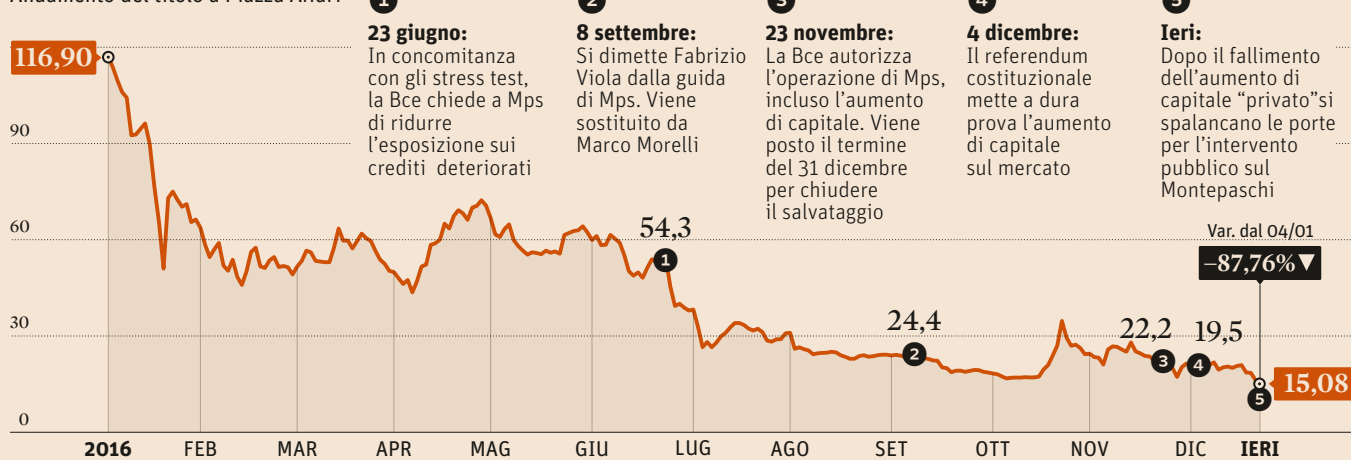
© RIPRODUZIONE RISERVATA



Il salvataggio di Mps. La sede della storica banca toscana

## Il Montepaschi in Borsa

Andamento del titolo a Piazza Affari



© RIPRODUZIONE RISERVATA

**Lo scenario.** Con lo Stato nel capitale stesso cda e un piano sulla falsariga di quello attuale

# Gli Npl, i costi e un partner: la road map non cambierà

di **Marco Ferrando**

► Continua da pagina 1

### Il cda resta, stipendi più bassi

Anzitutto, la squadra. È assai probabile che il timone resti al consiglio di oggi. Che, tra l'altro, vede un consigliere delegato, Marco Morelli, fortemente voluto dal Tesoro a settembre e un presidente, Alessandro Falciai, che senza altro a Via XX Settembre non dispiace, come ha confermato il voto favorevole espresso nell'assemblea del 24 novembre. Se la squadra non si tocca, ci sarà piuttosto da rivedere gli ingaggi, che già sono sotto media ma andranno in qualche modo avvicinati ai livelli previsti per i manager delle aziende di Stato.

Ripreso faticato - complice sempre l'intervento dello Stato - sulla liquidità, ci sarà da lavorare sulla raccolta. La rete, da un paio di mesi affidata alle cure di Antonio Nucci, si è mostrata tonica nelle ultime quattro settimane quando c'è stato prima da rastrellare le deleghe dei piccoli soci per l'assemblea e poi da contattare i bondholder per

la conversione: ora potrà tornare al suo lavoro, e senz'altro la presenza dello Stato alle spalle del Monte aiuterà a rilanciare una raccolta che negli ultimi mesi aveva sofferto delle recenti traversie, di cui la reputazione ovviamente non era stata immune. L'emorragia dunque c'è stata.

### IL DOPPIO GIRO DI VITE

Verso una riduzione dei compensi per il vertice e un approfondimento sul piano di riduzione di filiali e dipendenti

ta, ma ora si tratta di tornare ai target contenuti nel piano presentato il 25 ottobre da Marco Morelli, che vedeva una potenzialità per la banca di 95,7 miliardi di raccolta totale, il 13,9% in più di oggi.

### La gestione degli Npl

Capitolo più urgente, le sofferenze. Caduta la cartolarizzazione con Atlante e la necessità di effettuarla contestualmente all'aumento richiesta da Jp Morgan, lo Stato

azionista consentirà di spostarla avanti di qualche settimana e di rivederne in parte le modalità: obiettivo della banca e del nuovo socio di controllo, infatti, sarebbe quello di effettuarla entro il primo trimestre. Come? La via più facile da percorrere è una nuova cartolarizzazione, di nuovo con Atlante (che ha manifestato la disponibilità a rimanere in partita, a patto che si riveda la ripartizione del sottostante e quindi del rischio tra le tre tranches) o senza, con lo Stato che si troverebbe nel doppio ruolo di titolare di buona parte dei titoli junior e di garante di quelli senior coperti da Gacs. A quel punto, si ragiona da più parti, si potrebbe anche optare per una soluzione integralmente *in house*: niente cartolarizzazione ma gestione in proprio del processo di dismissione e recupero. Una via, questa, che potrebbe riservare soddisfazioni maggiori in termini di prezzi ma anche tempi più lunghi, forse incompatibili con l'ex del Tesoro in un orizzonte di 12-18 mesi. Un dato è certo: per avere appeal sul mercato e un

bilancio sostenibile, il Monte deve approdare al più presto ai 55 punti base di costo del rischio attesi per il 2019 nel piano Morelli, che prevedeva però l'immediata uscita di 28,5 miliardi di Npl e l'innalzamento delle coperture sugli incagli al 40%.

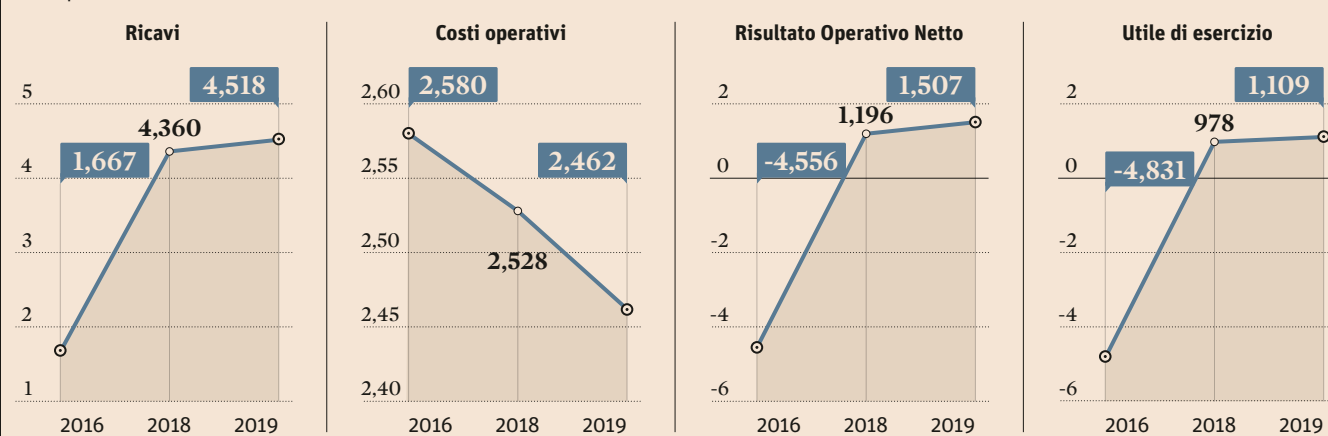
### Il piano, i costi e l'M&A

Le cifre saranno contenute in un piano industriale che, formalmente, potrebbe essere nuovo e rispedito in Bce per l'approvazione. Difficile però immaginare che, per obiettivi e ratio possa essere molto diverso da quello di ottobre. Con un'eccezione, forse: il capitolo costi. Il target 2019, al momento, è un cost/income del 55%, in linea cioè con quello registrato al 30 giugno di quest'anno. L'asticella qui potrebbe alzarsi, con un giro di vite ulteriore sulle 500 filiali in chiusura e sulle 2.600 uscite anticipate, che potrebbero salire magari pescando anche dal Fondo esuberanti in parte rifinanziato con risorse del sistema. Un passaggio chiave, quest'ultimo, anche in vista delle future, inevitabili, nozze: ciò che finora aveva tenuto lontano ogni possibile pretendente da Siena erano stati i costi, legati alle sofferenze ma anche a una struttura ritenuta sovradimensionata.

@marcoferrando77  
© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Il piano Montepaschi

Principali indicatori finanziari. Stime in miliardi di euro



Fonte: dati societari

TO BREAK THE RULES, YOU MUST FIRST MASTER THEM.

LA VALLÉE DE JOUX. PER MILLENNI UNA TERRA RIGIDA E OSTILE. DAL 1875, OSPITA LA SEDE DI AUDEMARS PIGUET, NEL VILLAGGIO DI LE BRASSUS. I PRIMI OROLOGIAI SI SONO FORMATI QUI, AL COSPETTO DELLA FORZA DELLA NATURA, E HANNO IMPARATO A DOMINARNE I MISTERI ATTRAVERSO I COMPLESSI MECCANISMI DELLA LORO ARTE. ANCORA OGGI, È QUELLO SPIRITO INNOVATORE CHE CI ISPIRA AD ANDARE SEMPRE OLTRE E SFIDARE LE CONVENZIONI DELL'ALTA OROLOGERIA.

**AUDEMARS PIGUET**  
*Le Brassus*

PROUD PARTNER OF **Art Basel**

ROYAL OAK CALENDARIO PERPETUO IN ORO ROSA

AUDEMARS PIGUET BOUTIQUE  
MILANO | FIRENZE | ROMA | VENEZIA



# La questione bancaria

LE DECISIONI DEL GOVERNO

## Via libera del Cdm

Garanzie sulla liquidità e poi il piano per la ricapitalizzazione precauzionale

## Burden sharing

Sui bond subordinati (convertiti in azioni) indennizzo integrale con obbligazioni ordinarie

# Lo Stato salva Mps, ristoro «pieno» per il retail

Nella notte sì al decreto salva-banche - Gentiloni: obiettivo la tutela più ampia possibile del risparmio, in accordo con la Ue

Gianni Trovati  
ROMA

Il fondo da 20 miliardi di indebitamento aggiuntivo autorizzato mercoledì dal Parlamento sarà utilizzato per le ricapitalizzazioni precauzionali e per le garanzie sulla liquidità per le banche che lo chiederanno. La prima richiesta arriva ovviamente da Monte dei Paschi, che dopo aver alzato bandiera bianca sull'aumento di capitale di mercato andrà incontro alla conversione forzata dei titoli subordinati. I piccoli investitori, in particolare i 40mila circa che hanno acquistato l'Upper Tier II del 2008, si vedranno però indirizzare un rimborso pari al valore in cui hanno in carico il titolo.

Sono questi i contenuti chiave del decreto salva-banche approvato dal consiglio dei ministri convocato ieri sera, dopo che alle 21 della sera il Monte ha comunicato che il tentativo privato si era chiuso senza successo.

Negli stessi minuti, al ministero dell'Economia si stava lavorando al testo del decreto da varare a

## IL PROVVEDIMENTO

L'iter parte con la garanzia sulla liquidità e assegna allo Stato il compito di gestire il piano industriale volto a far tornare il Monte sul mercato

stretto giro, in una riunione che però è iniziata solo alle soglie di Mezzanotte.

A dare benzina al decreto salva-banche bis, che attiva meccanismi «concordati con le autorità europee» come spiegato dal premier Paolo Gentiloni nella conferenza stampa dopo la riunione del consiglio dei ministri, sono i 20 miliardi di indebitamento aggiuntivo una tantum autorizzati mercoledì dal Parlamento. Per il Monte ne sarà utilizzata solo una quota, che servirà a permettere al Tesoro di fare quel che non ha fatto il mercato: la cessione dei crediti deteriorati del Monte e il conseguente aumento di capitale per risalire sopra la soglia chiesta dalla vigilanza della Bce. Questo, però, arriverà in una fase successiva, dopo la riscrittura del piano industriale di Rocca Salimbeni.

Il tentativo di mercato viene azzerato, e i bond subordinati sono restituiti ai titolari che avevano aderito all'offerta per la conversione volontaria. Il loro destino diventa quello della conversione forzata, e scatta quindi il burden sharing a carico degli obbligazionisti, che nel caso di Siena sono divisi quasi equamente in due famiglie. Quella degli investitori istituzionali, titolare di poco più di 2 miliardi di questi bond senesi, dovranno subire integralmente la perdita; per i circa 40mila piccoli investitori, che hanno in portafoglio un'altra fetta di titoli più o meno equivalente al-

la prima, lo Stato metterà in campo invece un meccanismo di rimborsi che dopo la conversione in azioni darà ai piccoli investitori «un'obbligazione ordinaria del medesimo valore» rispetto a quello degli attuali bond subordinati, come spiegato in conferenza stampa dal ministro dell'Economia Pier Carlo Padoan. La prospettiva del rimborso pieno, che è stata al centro di un lungo confronto con l'Unione europea, si basa sul presupposto che in tutti questi casi la vendita sia stata caratterizzata dal misselling, cioè sia stata portata avanti senza considerare il profilo di rischio del risparmiatore e senza dargli un'informazione adeguata. È questo, del resto, la condizione posta come indispensabile dalla direttiva Ue sul sistema bancario per attivare i rimborsi.

Questo tipo di burden sharing è comunque il prezzo pagato alle regole Ue fissate dalla direttiva Ue, che in alternativa avrebbe portato alla risoluzione della banca più antica del mondo presentando il conto anche ai titolari di depositi sopra i 100mila euro e ai possessori di bond senior, che invece restano al sicuro.

La rete pubblica rappresenta la premessa per la ricapitalizzazione precauzionale del Monte, che arriverà successivamente. Per far partire il meccanismo, come spiega l'articolo 32 della direttiva, l'intervento statale deve «prevenire» il rischio di «grave perturbazione» che arriverebbe all'economia in caso di risoluzione di una banca come il Monte e deve essere «temporaneo» (si veda Il Sole 24 Ore del 14 dicembre). Il Tesoro, quindi, prenderà le redini di Rocca Salimbeni per un periodo limitato, durante il quale via XX Settembre dovrà gestire la cessione delle sofferenze e il piano industriale chiamato a far tornare sul mercato un Monte reso solido dalla ristrutturazione. Per accompagnare questo percorso, il provvedimento varato ieri a Palazzo Chigi mette in campo le garanzie pubbliche sulle emissioni per sostenere la liquidità, che a Siena finirebbe presto secondo l'allarme lanciato dall'Unione europea. L'Italia può attivare entro l'anno garanzie fino a 150 miliardi, ma in questo caso il costo a carico del bilancio pubblico sarebbe limitato ai casi in cui la garanzia andasse poi effettivamente esercitata. L'altro strumento, già autorizzato dalla commissione Ue, è quello delle Gacs, le garanzie sulle emissioni di bond senior per gestire la cartolarizzazione degli Npl.

Il fondo da 20 miliardi appostato dal provvedimento servirà poi ad aiutare altri istituti in difficoltà, a partire da Veneto Banca e Popolare di Vicenza gestite dal fondo Atlante, ma saranno appunto provvedimenti successivi a stanziare le risorse.

gianni.trovati@ilssole24ore.com  
© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Il decreto «salva risparmio»

### L'ACCORDO CON LA UE

**La prima mossa per Siena è garantire la liquidità necessaria**

La prima mossa che va messa in campo per garantire un «ponte» al Monte dei Paschi è l'attivazione delle garanzie sulle emissioni di liquidità, perché anche questo aspetto è diventato un problema per il Monte anche alla luce della perdita di depositi in queste settimane di incertezza. Il governo ha già ottenuto a luglio la possibilità di predisporre garanzie fino a 150 miliardi: il provvedimento permetterà di attivare una quota, che si trasformerà in costo effettivo solo se la garanzia dovrà essere esercitata.

### PIANO INDUSTRIALE

**Al vaglio i risparmi che arrivano da esuberanti e chiusura sportelli**

In quanto nuovo azionista di riferimento, sarà il Tesoro a stendere il nuovo piano industriale chiamato a riportare in sicurezza strutturale il Monte dei Paschi. Il nuovo piano dovrà ricalibrare tutti gli ingredienti principali di quello messo in campo dal tentativo di mercato, adattandoli alla nuova situazione: da rivedere saranno quindi i calcoli su esuberanti, sportelli da chiudere, tempi e strumenti di smaltimento dei Non Performing Loans. La sua definizione arriverà all'inizio del nuovo anno.

**Non solo Mps.** Nel testo di entrata anche Dta, rateizzazione degli apporti al fondo risoluzione e popolari

# Restano in bilico le altre norme per il settore

In forse fino all'ultimo le misure sulle imposte differite (Dta), Bcc comprese, e sulla tanto attesa ipotesi di allungare i termini per la trasformazione in Spa delle banche popolari che ancora non hanno proceduto con l'assemblea. E in forse anche la norma per consentire ratei quinquennali alle banche che dovranno rimpinguare il Fondo di risoluzione.

Nel testo entrato ieri in Consiglio dei ministri, una riunione iniziata poco prima della mezzanotte, erano previste anche queste misure, attese peraltro dal mondo bancario già in fase di

### RICAPITALIZZAZIONE

**Tesoro azionista di riferimento «temporaneo»**

Il pilastro dell'intervento pubblico per salvare Mps è la ricapitalizzazione «precauzionale» e «temporanea», come previsto dall'articolo 32 della direttiva europea sul sistema bancario «Brrd». La ricapitalizzazione pubblica azzererà le conversioni volontarie per la quota di investitori che hanno aderito in questi giorni. Il Tesoro, quindi, diventerà l'azionista di riferimento per poi rimettere sul mercato le quote del Monte risanato: per questa ragione il debito acceso per l'operazione è una tantum e non strutturale.

### GACS E FUTURO NPL

**Rimodulato il piano di smaltimento delle sofferenze**

Le Gacs sono le garanzie sulle cartolarizzazioni delle sofferenze, che si possono applicare alle tranche senior, vale a dire alle più sicure. La pulizia dei bilanci da 27,7 miliardi di sofferenze chiesta dalla Banca centrale europea è la causa dell'intera operazione sul Monte, che comporta l'aumento del capitale per riportarlo ai livelli chiesti dalla stessa vigilanza di Francoforte. Con l'intervento del Tesoro e il successivo piano industriale viene rimodulato anche questo meccanismo.

### BURDEN SHARING/1

**Grandi investitori, condivisione dei costi in linea con regole Ue**

Il nuovo intervento pubblico sul Monte dei Paschi porta con sé la «condivisione dei costi» (burden sharing) a carico degli obbligazionisti subordinati, che subiranno la conversione forzata a prezzi molto più bassi rispetto a quelli ipotizzati dal meccanismo volontario. Per gli investitori non retail coinvolti nella conversione forzata non sarà prevista alcuna misura di rimborso. Per loro vale quindi l'effetto pieno del burden sharing, come previsto dalle regole europee.

### LE RISPOSTE UE

**Dai rimborsi al piano industriale, gli snodi sotto il giudizio Ue**

Tutti gli snodi principali del piano di salvataggio pubblico devono essere sottoposti al giudizio della commissione Ue o della Bce. La commissione deve prima di tutto dare il via libera al prezzo di conversione dei bond subordinati, che è già stato oggetto di un'intensa trattativa tecnica con l'Europa. Il giudizio europeo deve riguardare anche le modalità di rimborso per i piccoli investitori, anche questo già al centro della trattativa tecnica, oltre ai tempi e alle modalità di cartolarizzazioni e piano industriale.

### BURDEN SHARING/2

**Per i piccoli investitori un meccanismo di rimborso pieno**

Per i circa 40mila piccoli investitori, che hanno in portafoglio una fetta di titoli più o meno equivalente a quella degli istituzionali lo Stato metterà in campo un meccanismo di rimborsi per «minimizzare o rendere inesistenti» le perdite. In particolare, come è stato spiegato dal ministro Padoan, lo Stato metterà in campo un meccanismo di rimborsi che dopo la conversione in azioni darà ai piccoli investitori «un'obbligazione ordinaria del medesimo valore» rispetto a quello degli attuali bond subordinati.

### FONDO DA 20 MILIARDI

**Una dote finanziaria che peserà sul debito del 2017**

Con il via libera di Camera e Senato alla richiesta del Governo di autorizzare nuove emissioni di titoli di debito pubblico fino a 20 miliardi, si è tracciata la cornice finanziaria entro cui si iscriverà il decreto bancario. L'operazione di salvataggio con burden sharing concordata con Bruxelles ha una duplice finalità: ficalpizzazioni di banche in crisi e garanzie pubbliche sui interventi di liquidità. Si tratta di un aiuto di Stato autorizzato che impatta sul debito e non sul deficit, secondo le regole di contabilità Eurostat.

## L'ANALISI

Isabella Bufacchi

## Il nodo Npl e la svolta sul burden sharing

► Continua da pagina 1

La fiducia nel sistema bancario e i requisiti patrimoniali sempre più stringenti imposti dalla vigilanza prudenziale sono interconnessi. Il circolo virtuoso è presto detto: tanto maggiore il capitale accantonato a copertura dei rischi e tanto più solidi i ratios patrimoniali, tanto più forte è la fiducia riposta in una banca. Ma esiste anche un circolo vizioso: quando una banca non riesce a rafforzarsi patrimonialmente e a cedere o svalutare o deconsolidare le sofferenze, entro tempi e modalità imposti dagli organi di vigilanza, la fiducia si sgretola. E quando il burden sharing è imposto, le perdite inflitte sui risparmiatori su vasta scala aumentano la sfiducia. Per risolvere questo corto circuito, per esaltare le virtù delle regole e soffocarne i vizi, entra ora in scena lo Stato con un inedito plafond fino a 20 miliardi di sostegno al sistema bancario, utilizzato per primo dal Montepaschi per la ricapitalizzazione precauzionale e con un meccanismo di tutela dedicato per i risparmiatori detentori di obbligazioni subordinate.

Il Tesoro deve muoversi all'interno dei rigidi steccati del nuovo quadro normativo europeo, in equilibrio tra la direttiva Brrd su risanamento e risoluzione delle banche e la Comunicazione della Commissione europea sugli aiuti di Stato per le banche. L'intervento finanziario pubblico in Europa può essere solo «straordinario» e con «burden sharing» in circostanze eccezionali e per banche in bonis. Come per l'appunto il Monte, alle prese con una carenza di capitale post-stress test e mercato chiuso.

Il banco di prova del Mps, e di quella che ieri è emersa nella forma della ricapitalizzazione precauzionale, ha messo sul piatto dello Stato, del Governo, in particolare del Tesoro e della Banca d'Italia, due nodi da sciogliere, anch'essi interconnessi: 1) il burden sharing, cioè, la definizione dei termini della conversione forzata dei sottoscrittori di obbligazioni subordinate del Monte; 2) la cessione o svalutazione delle sofferenze, cioè, a che prezzo e in quale modalità verrà gestito il portafoglio dei Npls.

Il burden sharing sui 4,7 miliardi di obbligazioni subordinate del Monte è

previsto venga attuato dallo Stato con conversione forzata, a condizioni che potrebbero rivelarsi peggiorative per gli investitori istituzionali rispetto alla conversione volontaria (l'offerta nell'operazione di mercato era alla pari per i retail, istituzionali molto vicino alla pari - sopra la pari tenuto conto delle cedole incassate - e subordinati più rischiosi attorno a quota 23). Per evitare il marchio dell'aiuto di Stato, e ottenere il disco verde della DG Comp guidata da Commissario europeo per la concorrenza Vestager, ma al tempo stesso per rafforzare la fiducia dei risparmiatori nelle banche, il Governo ha ideato un meccanismo di tutela del retail per una conversione alla pari, al 100%. Questa modalità risolve anche il problema del contenzioso per la banca, che rischiava di aprirsi su decine di migliaia di cause (fino a 40mila i risparmiatori coinvolti) facendo lievitare i costi legali. Scagionato il rischio della perdita di fiducia dei risparmiatori nei bond bancari, resta da vedere se resterà aperto ora il pericolo di cannibalizzare il mercato dei prestiti subordinati venduti agli investitori istituzionali (in

## GLI ISTITUZIONALI

**Resta da capire quale sarà il prezzo di conversione dei bond subordinati per gli investitori istituzionali**

Portogallo il mercato all'ingrosso si è chiuso dopo il rimborso integrale e indiscriminato dei retail). Il nodo del burden sharing resta nella misura in cui le perdite ricadranno sugli istituzionali: tutto dipenderà, in ultima analisi, dall'entità dell'aumento di capitale di cui lo Stato sarà disposto a farsi carico.

Il secondo nodo è relativo alle sofferenze: lo Stato deciderà come smaltirle, con l'ok della Bce. Diverse le opzioni: la cartolarizzazione - che piace a Francoforte - potrebbe rimanere lo strumento principe di un'eventuale cessione, con una serie di emissioni e non un'operazione gigante; i Npls potrebbero essere impacchettati in un'unica tranche di senior bond senza tranche mezzanine al Fondo Atlante (che ha già altro da fare e i cordoni della borsa tirati) e con senior mezzanine ed equity piece che resterebbero alla banca e non più agli azionisti, con deconsolidamento successivo. Il prezzo di vendita dei Npls potrebbe essere più basso di quello dato nell'operazione di mercato per facilitare la cartolarizzazione, in virtù del fatto che l'incasso in eccesso dal recupero dei crediti confluirebbe comunque nelle casse della banca.

isa@isa.bufacchi  
isabella.bufacchi@ilssole24ore.com  
© RIPRODUZIONE RISERVATA



**Eni Station**  
Un mondo che si muove con te



**più servito**

Un gestore affidabile al tuo servizio,  
un rifornimento veloce e comodo,  
un momento in cui pensiamo a tutto noi.

**Noi lo chiamiamo Più Servito.**

enistation.com



## La questione bancaria

LA BUSSOLA DEL RISPARMIATORE

### L'impatto per i «piccoli»

I detentori dei subordinati sono obbligati a convertire i loro bond: ma avranno un rimborso pari al valore di carico

### Il «misselling»

Il nodo della vendita dei titoli non in linea con il profilo di rischio dell'acquirente

# Mps, guida pratica per gli obbligazionisti

Chi aveva aderito alla conversione torna (per poco) in possesso dei bond: poi scatterà il burden sharing ma con ristoro integrale



di Vito Lops

**M**onte Paschi di Siena o Monte Paschi di Stato? La banca più antica del mondo, nonché terza banca d'Italia, ha fatto di tutto per evitare la nazionalizzazione. Ma non c'è riuscita. Ha raccolto 2,5 miliardi di euro dagli obbligazionisti subordinati che hanno aderito al piano di conversione volontaria dei bond subordinati nelle nuove azioni dell'istituto, al prezzo risultate dall'aumento di capitale che l'istituto dovrà effettuare (come imposto dalla Banca centrale europea) entro fine dicembre. Di questi 2,5 miliardi, 1 miliardo è arrivato dai piccoli obbligazionisti, quelli che per intercedi hanno in portafoglio il bond subordinato emesso nel 2008, in scadenza nel 2018 (codice Isin IT0004352586). Un miliardo non è cosa da poco, considerando che corrisponde al 50% del valore nominale dell'emissione. In pratica circa un piccolo obbligazionista su 2 coinvolti nell'operazione (su un bacino complessivo di 40mila) ha aderito al piano di conversione volontaria. Un piano che prevede (anzi è più corretto dire prevedeva, l'imperfetto è d'obbligo visto che questo piano è difatti saltato come illustreremo tra breve) il vantaggio iniziale

di ricevere un premio sul valore dell'obbligazione. Nei giorni scorsi - quando i piccoli obbligazionisti hanno aderito alla conversione - oscillava tra 50 e 52. Ma il rimborso era previsto a 100. Quindi chi ha un'obbligazione subordinata scadenza 2018 - stando ai termini del piano - recuperava la perdita potenziale sul valore nominale incamerata in questi anni (quando il titolo è sceso da 100 a 50) ritrovandosi una maggiorazione a 100. Questi 100 però non sarebbero stati utilizzabili per lo shopping natalizio perché erano indirizzati all'acquisto delle nuove azioni Mps, al prezzo fissato al termine dell'aumento di capitale.

#### Il piano A è saltato

Questo piano (aumento di capitale per via privata anche grazie alla liquidità incamerata dalla conversione volontaria dei piccoli obbligazionisti subordinati) è però saltato. Perché, molto semplicemente, a Mps occorrono 5 miliardi e invece, come detto, ne ha raccolti per via privata 2,5. Ciò che è mancato non è stato tanto l'apporto dei piccoli obbligazionisti (in tre giorni gli sportelli Mps hanno raccolto da questa categoria 1 miliardo su 2 potenziali e non è poco) quanto quello degli investitori anchor, i grandi nomi che circolavano nei giorni scorsi, come quello del fondo del Qatar, di un fondo cinese e persino del magnate degli investimenti finanziari George Soros. Lo ha confermato la stessa Mps in una nota diffusa ieri in tarda serata indicando che non si sono palesati gli anchor investor, circostanza «che ha influito negativamente sulle decisioni

di investimento degli investitori istituzionali limitando significativamente gli ordini di sottoscrizione».

Il «piano A» è quindi saltato. Ciò comporta che chi aveva aderito alla conversione dei bond in azioni torna dunque alla situazione di partenza, ma solo per poco tempo. L'ormai imminente intervento governativo farà scattare il «burden sharing», cioè la condivisione degli oneri che prevede la conversione forzata delle obbligazioni in azioni con perdite a carico degli obbligazionisti. Il Monte dei Paschi nella nota ricorda che i bond subordinati della banca che erano stati conferiti per l'offerta volontaria «saranno restituiti ai rispettivi portatori». La banca giudica «positivo» l'esito dell'offerta con titoli per 2.451.224.000 euro portati in conversione. La banca aggiunge che le banche d'affari coinvolte a vario titolo nel consorzio di collocamento, e nell'operazione di cartolarizzazione, ivi comprese Jp Morgan e Mediobanca, non riceveranno alcuna commissione. Il cda della banca presieduto da Alessandro Falciai ringrazia tutti i dipendenti «per il grande sforzo profuso al servizio della banca e dei clienti in questo delicato momento della vita dell'istituto». La parola quindi passa al governo per la necessaria nazionalizzazione della banca.

#### Governo e obbligazionisti

Il decreto varato a tarda notte prevede, nelle sue linee generali, una garanzia statale su tutti gli obbligazionisti subordinati retail: in sostanza, è previsto un ristoro integrale a tutti i bondholder, pari all'investimento iniziale. I piccoli investitori, in particolare i 40mila circa che hanno ac-



quistato l'Upper Tier II del 2008, si vedranno indirizzare un rimborso pari al valore in cui hanno in carico il titolo. Rispetto alla conversione volontaria, quindi, non subiranno alcuna perdita.

#### Il flop degli anchor

I grandi investitori hanno avuto cinque mesi di tempo per intervenire (è dalla scorsa estate che la Bce ha indicato a Mps di varare l'aumento di capitale) ma non

lo hanno fatto. A conti fatti sono stati questi investitori il tassello mancante della vicenda. Considerato che dagli obbligazionisti sono arrivati 2,5 miliardi e che lo Stato avrebbe potuto intervenire fino a 1 miliardo nei panni di investitore privato (senza far scattare il «burden sharing») difatti sarebbero bastati 1,5 miliardi da parte dei grandi investitori. Ma non sono arrivati. In questo senso la vittoria del fronte del «No» al referendum sulla riforma costituzionale dello scorso 4

dicembre, per quanto formalmente scollegato all'operazione Mps, potrebbe aver avuto la sua influenza. Molti investitori (da Jp Morgan al fondo del Qatar) potrebbero essersi defilati anche a causa della mancata riforma costituzionale che invece sarebbe stata vista dagli investitori stranieri di buon grado in quanto propedeutica all'approvazione di nuove riforme in stile «libero mercato», conformi alla visione dell'economia della «grande finanza». Non resta quindi che il

«piano B», la nazionalizzazione. Lo Stato interviene attraverso la formula del «burden sharing». Vediamo come funziona.

#### Piano B, interviene lo Stato

«Burden sharing», che vuol dire molto semplicemente «condivisione delle perdite». In questo caso gli obbligazionisti subordinati sono obbligati a convertire i loro bond in azioni. Ma salta il premio da 50 a 100 offerto dalla banca nel piano di conversione volontaria. La conversione verrà effettuata partendo dal valore di mercato delle obbligazioni. Valore che ieri è sceso a quota 45 e che con ogni probabilità è destinato a scendere ulteriormente (intanto la Consob ha sospeso per oggi la negoziazione nei mercati regolamentati, nei sistemi multilaterali di negoziazione e nei sistemi di internalizzazione sistemica italiani relativamente ai titoli emessi o garantiti da Banca Monte dei Paschi). Per questo motivo il «burden sharing», perlomeno nell'impianto iniziale, è più penalizzato per gli obbligazionisti subordinati rispetto al «piano A». Ma, come già accennato, i piccoli investitori potranno contare sul rimborso pari al valore in cui hanno in carico il titolo.

Da verificare se il rimborso dovrà essere legato al «misselling», cioè alla vendita non in linea con il profilo di rischio dell'acquirente e non accompagnata da un'informazione adeguata sul punto, che le regole europee pongono come condizione per i rimborsi. Va detto che se lo Stato intervenisse ricapitalizzando l'istituto per 5 miliardi arriverebbe ad avere una quota di azioni della banca del 50%. Difatti quindi l'istituto sareb-

be nazionalizzato. L'operazione potrebbe essere pro-tempore (e non a lungo periodo) per quanto sarebbe necessario rimettere i conti in sesto e a riaprire poi la porta agli investitori privati. A titolo di esempio negli Usa, dopo la crisi dei derivati subprime scoppiata nel 2008, più di una banca è stata nazionalizzata. Dopo averla rimessa in sesto lo Stato si è via via defilato.

#### Piano C, bail-in

Menzioniamo in questa sede anche un «piano C», ovvero quello del bail-in. Si tratta di un'ipotesi non prezzata oggi dai mercati (proprio perché ritenuta altamente improbabile) e pertanto, in questa sede, prettamente scolastica. Il bail-in - secondo la normativa europea entrata in vigore proprio nel 2016 - prevede che in caso di risoluzione della banca, ne rispondono prima gli azionisti, poi gli obbligazionisti (non solo quelli subordinati ma anche i senior) e poi in terza istanza anche i correntisti per somme eccedenti i 100mila euro (o 200mila euro se il conto corrente è cointestato). È lo scenario peggiore perché implicherebbe il default di Mps (in realtà l'istituto non è in tali condizioni ma fabbisogna di un rafforzamento patrimoniale) e l'estensione del coinvolgimento nel piano per ripara le perdite anche degli obbligazionisti senior e dei correntisti. La riprova che tale ipotesi è oggi esclusa dagli investitori la si ha osservando il prezzo dei bond senior di Mps. Prendendo il titolo in scadenza a settembre 2017, ieri prezzava 96,5, non troppo lontano dal prezzo a cui è previsto il rimborso (100).

© RIPRODUZIONE RISERVATA

TRENTODOC

*Metodo Classico.  
Emozione Contemporanea.*

Let's **ROTARI**

Solo uve raccolte a mano nelle zone collinari più vocate del Trentino e oltre 24 mesi di affinamento in bottiglia con l'antica tecnica del remuage: questo è il grande segreto di Rotari Brut e Rotari Rosé, un'emozione da gustare, oggi.

www.rotari.it #LetsRotari

f t i



# La questione bancaria

IL NUOVO PIANO MPS

## L'impegno dello Stato

L'entità dell'aumento di capitale dipenderà anche dalla conversione forzata dei subordinati

## Rafforzamento patrimoniale

Un altro fattore è la riduzione del peso delle sofferenze per centrare il ratio CET 1

# Test liquidità, poi il piano: esame Bce

Con l'insuccesso dell'operazione di mercato decade la scadenza del 31 dicembre per la ricapitalizzazione

Isabella Bufacchi

Il mercato ha passato ieri il testimone allo Stato sul Monte dei Paschi di Siena. Dopo il fallimento dell'aumento di capitale, le cancellazioni della cartolarizzazione dei NPLs e della conversione volontaria dei subordinati, è decaduto quindi il termine del 31 dicembre imposto dalla Bce per questa operazione, sarà ora un intervento finanziario pubblico e straordinario, a far scendere il Monte dallo stallo. Come? Nella forma della ricapitalizzazione volontaria, strumento di intervento pubblico previsto dalla direttiva BRRD sul risanamento e risoluzione delle banche in bonis.

Tre gli obiettivi del sostegno dello Stato su MPS: risolvere con garanzie immediate il problema della liquidità, relativamente al flusso e deflusso della raccolta e al rimborso dei bond in scadenza ravvicinata; colmare il deficit di capitale con l'aumento di capitale necessario per centrare l'obiettivo indicato dalla Bce, ovvero il rapporto tra capitale di migliore qualità e le attività ponderate per i rischi (CET1 ratio) pari al 10,75% con conversione forzata dei prestiti subordinati; ridurre, cedere, svalutare dove sopravvalutato il portafoglio delle sofferenze.

La Bce ha preso atto del fallimento della complessa e ambiziosa operazione di mercato, autorizzata da Francoforte con tempi di realizzazione inderogabili, entro il 31 dicembre. Ora l'annosa vicenda del Monte, i cui problemi erano stati identificati dal braccio della vigilanza della Bce da fine 2014 e nell'asset quality review e negli stress test 2015, passa allo Stato. La

Bce concederà a questo punto il tempo necessario per la tesura di un nuovo piano industriale dal Monte, che dovrà essere approvato dal supervisory board del Meccanismo unico di vigilanza: la scadenza puntuale è saltata ma la corsa contro il tempo resta perché l'intervento del Tesoro deve al più presto risollevarla la fiducia del mercato e dei clienti della banca nel Monte. La tempistica delle operazioni a sostegno del Monte, infatti, è prevedibile che verrà segnata dall'andamento dei deflussi (particolarmente forti nelle ulti-

## LA CARTOLARIZZAZIONE

Lo smaltimento di Npl poteva essere spalmato su un piano triennale 2016-2018 in base alle indicazioni del Meccanismo unico di vigilanza

me settimanale) e dal calendario dei rimborsi dei bond del Monte in scadenza. La banca senese ha accesso agli strumenti di liquidità standard, come il rifinanziamento principale presso la Bce, ma per ottenere questa liquidità occorre sufficiente collaterale. Per questo, già da ieri sera era ipotizzata l'apertura di un canale di garanzie dello Stato utilizzabile su prestiti, linee di credito, bond del Monte. Anche in questo caso, è prevedibile che la Bce vigilerà sulle condizioni applicate alla banca per la sua raccolta sul mercato.

Il nuovo piano industriale del Monte, a seguito dell'ingresso dello Stato come azionista principale (ingresso "temporaneo" co-

me indicato dalla direttiva BRRD all'articolo 32 ma si prevede senza un termine prestabilito pubblicamente che potrebbe avere effetti controproducenti e dannosi per il buon esito dell'intervento) sarà elaborato per rafforzare patrimonialmente la banca e riportarla al tempo stesso su un sentiero di redditività sostenibile (all'interno dei vincoli dell'azionista pubblico che è meno aggressivo dell'azionista privato).

L'intervento pubblico si articola in un aumento di capitale sottoscritto dallo Stato per la parte residuale post conversione dei bond subordinati, con importo legato alla riduzione delle sofferenze, tramite svalutazione interna, o deconsolidamento dei NPLs con cartolarizzazione o cessione, per migliorare il CET1. Lo smaltimento delle sofferenze era stato indicato in una lettera Bce spalmato in un piano triennale 2016-2018, e questo impianto potrebbe essere risolpato. Un'unica cartolarizzazione maxi di un portafoglio da 27,6 miliardi di valore lordo, perno dell'operazione di mercato, era ambiziosa. Molto lavoro comunque è stato già fatto, in vista delle ABS su NPLs con garanzie GACS; il 70% del valore nozionale del portafoglio (equivalente al 35% del numero delle posizioni) è stato analizzato. Ora dalla fase per campione si dovrà passare alla raccolta di informazioni granulari. La cartolarizzazione trasferisce la gestione del recupero dei crediti, che non è il core business di banche o Stato, a società specializzate.

© isa\_bufacchi  
© RIPRODUZIONE RISERVATA



Via XX Settembre. Dopo il fallimento dell'operazione di mercato, il Tesoro si avvia ad entrare nel capitale di Mps

## Le tappe

1 LA RICHIESTA DI AIUTO	2 IL PIANO INDUSTRIALE	3 LA TRATTATIVA CON BRUXELLES
<b>Fallito aumento di capitale</b> Dopo il fallimento dell'operazione di aumento di capitale lanciata lunedì 19 dicembre che non ha raccolto ordini di investimento sufficienti a raggiungere la quota di 5 miliardi di euro (somma necessaria a consentire il deconsolidamento dei non performing loan e il raggiungimento degli altri obiettivi di rafforzamento patrimoniale) il board di Mps può deliberare la richiesta di "avalers" dell'intervento di Stato previsto dal decreto	<b>Dal Tesoro il rilancio di Mps</b> Il Tesoro prenderà le redini di Rocca Salimbeni per un periodo limitato, durante il quale via XX Settembre dovrà gestire la cessione delle sofferenze e il piano industriale chiamato a far tornare sul mercato un Monte reso solido dalla ristrutturazione. Per accompagnare questo percorso, ci saranno le garanzie pubbliche sulle emissioni per sostenere la liquidità.	<b>Necessario l'ok della Ue</b> La Commissione europea sarà chiamata a dare il suo benestare all'attesa ricapitalizzazione precauzionale della banca Monte dei Paschi da parte del governo italiano. Per questo i contatti Roma-Bruxelles sono continui. L'eventuale aiuto pubblico prevede una serie di passaggi, tra cui la messa a punto di un piano di ristrutturazione credibile, oltre che una condivisione dei costi da parte degli investitori nell'istituto di credito.

Commissione Ue. Contatti continui con Roma

# Bruxelles potrà concedere l'ok solo con un piano di ristrutturazione credibile

Beda Romano

BRUXELLES. Dal nostro corrispondente

È una vigilia natalizia segnata da continui contatti tra Roma e Bruxelles sul futuro del Monte dei Paschi di Siena. La Commissione europea sarà infatti chiamata a dare il suo benestare all'attesa ricapitalizzazione precauzionale della banca da parte del governo italiano. L'eventuale aiuto pubblico prevede una serie di passaggi, tra cui la messa a punto di un piano di ristrutturazione credibile, oltre che una condivisione dei costi da parte degli investitori nell'istituto di credito.

«Abbiamo già fatto capire

## I PALETTI

Il benessere comunitario richiede tempo: l'aiuto statale non deve provocare distorsioni di concorrenza sul mercato unico

che le condizioni per una ricapitalizzazione precauzionale di MPS sono presenti, a cominciare da un buco di bilancio nello scenario avverso di uno stress test - spiegava ieri sera un esponente comunitario, mentre a Bruxelles si aspettava il previsto annuncio del governo di un sostegno pubblico alla banca toscana. Un nostro pieno benestare all'intervento pubblico richiede tuttavia anche un piano di ristrutturazione che sia credibile».

Nel caso di ricapitalizzazione precauzionale, le regole europee prevedono che gli investitori - azionisti e obbligazionisti subordinati - condividano i costi dell'operazione. È il cosiddetto burden sharing, pur di limitare l'esborso pubblico. La Commissione europea ha già spiegato per bocca della commissaria alla Concorrenza Margrethe Vestager

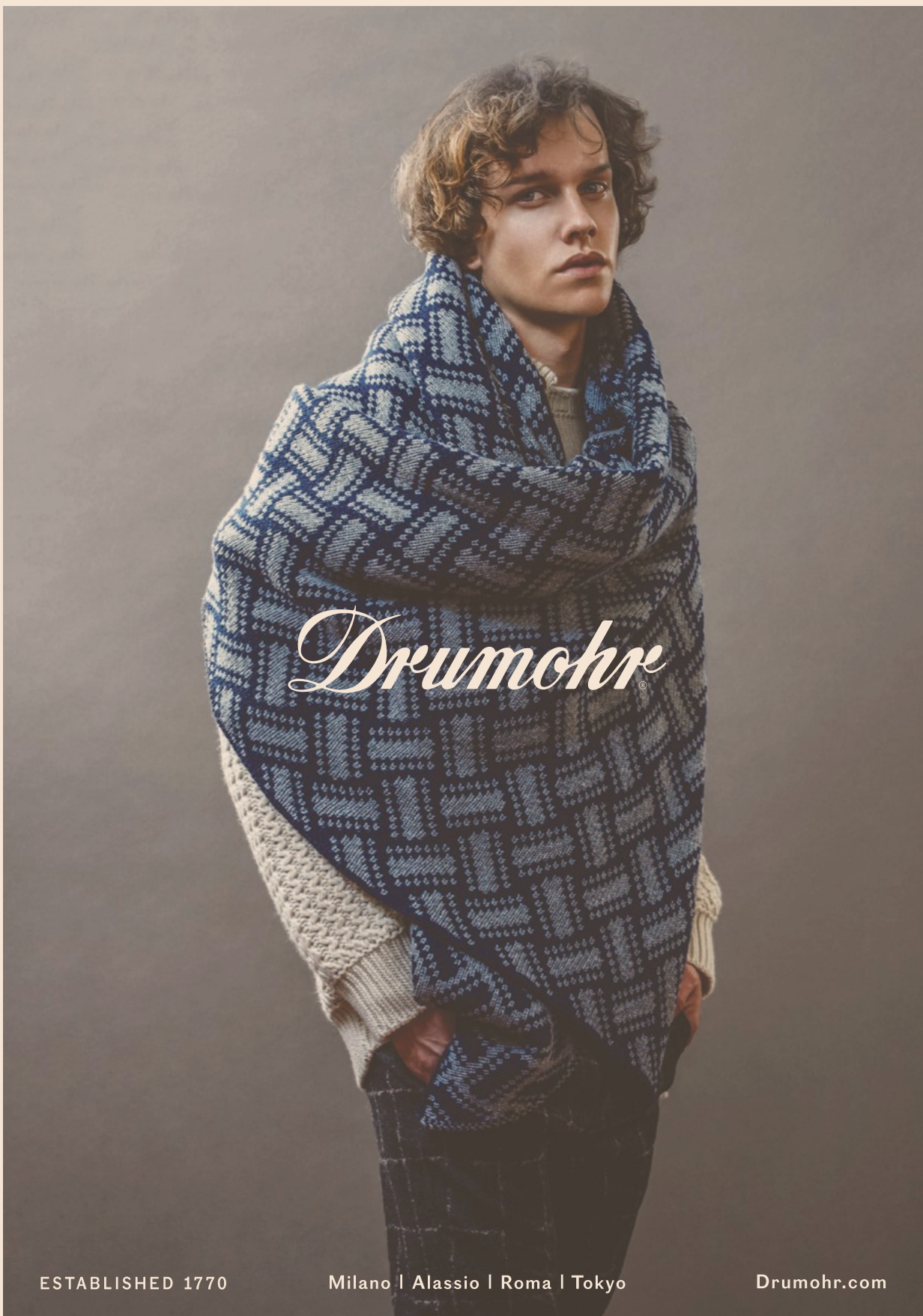
che i risparmiatori privati potranno chiedere un rimborso dell'investimento, dimostrando una vendita fraudolenta (si veda Il Sole/24 Ore dell'11 dicembre).

Bruxelles potrà autorizzare la ricapitalizzazione precauzionale da parte del governo italiano solo sulla base di un piano di ristrutturazione che sia credibile e che possa garantire «la viabilità di lungo termine dell'istituto senza ulteriore sostegno pubblico». Peraltro, l'aiuto statale non deve provocare distorsioni di concorrenza sul mercato unico. Il benessere comunitario richiede tempo, e non si può immaginare che possa giungere da un giorno all'altro.

A dire il vero la ricapitalizzazione precauzionale non è l'unica soluzione di aiuto pubblico a MPS. Il governo italiano potrebbe decidere di partecipare all'operazione di ricapitalizzazione privata, acquistando l'ipotizzato. In questo caso, la Commissione sarebbe chiamata a valutare il prezzo di acquisto. Se questo è simile a quello pagato dagli investitori privati, Bruxelles non dovrebbe opporre dubbi. Altrimenti, l'esecutivo comunitario dovrà decidere se e come l'aiuto di Stato vada compensato.

Sul fronte dei conti pubblici, una lettera del 2013 scritta ai ministri delle Finanze dall'allora commissario agli affari monetari Olli Rehn stabilisce che l'aiuto pubblico a un istituto in difficoltà viene considerato una operazione a tantum agli occhi del Patto di Stabilità se la stessa stabilità del sistema finanziario fosse un fattore rilevante (si veda Il Sole/24 Ore di mercoledì). A Bruxelles, si precisa che la missiva del 2013 sarà un utile strumento interpretativo, ma non si vuole per ora pregiudicare la situazione italiana.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



ESTABLISHED 1770

Milano | Alassio | Roma | Tokyo

Drumohr.com

## L'ANALISI

Rossella Bocciarelli

# Intervento pubblico dove il mercato ha fallito

«L'esperienza internazionale mostra che, a fronte di un fallimento del mercato, un intervento pubblico tempestivo può evitare una distruzione di ricchezza, senza necessariamente generare perdite per lo Stato, anzi spesso producendo guadagni». Era la fine dello scorso mese di maggio e il Governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco, nelle sue Considerazioni finali spiegava che ci sono casi in cui l'intervento dello Stato non solo non costituisce scandalo ma può perfino, in seguito, rivelarsi un buon affare per la collettività. E quanto è avvenuto negli Stati Uniti, dove l'intervento pubblico in banche e imprese entrate in crisi in seguito al fallimento Lehman Brothers fu rapido e deciso.

Adesso, preso atto del fallimento di mercato nel quale è incappato il Monte dei Paschi di Siena, il governo ha avviato un intervento precauzionale nei confronti della banca, consentito dalla normativa europea: si sa che l'Ue ha dato ieri il suo ok, ma una nuova consapevolezza sulla necessità di accordare sufficiente attenzione al tema della stabilità era già maturata da qualche tempo a Bruxelles, dove era riconosciuta anche la necessità di offrire un ristoro agli obbligazionisti. L'azione del governo, che prevede tra l'altro la creazione di un fondo per le ricapitalizzazioni precauzionali e l'attivazione di garanzie sulla liquidità, oltre a ritocchi al quadro normativo per facilitare altre operazioni in campo creditizio, avrà un carattere temporaneo ed esclusivamente cautelativo. In altre parole, tutte le aziende di credito coinvolte sono solvibili e resilienti, in grado cioè di reg-

gersi sul mercato: gli interventi servono solo a evitare possibili turbolenze economiche, preservando la stabilità finanziaria. C'è chi ha obiettato che quest'azione si sarebbe potuta fare prima, avanzando il sospetto che la ricerca a tutti i costi di una soluzione di mercato per la ricapitalizzazione di Mps sia da collegarsi alla necessità di non perdere i consensi elettorali degli obbligazionisti retail (sui quali sarebbe potuto comunque ricadere il burden sharing) prima del referendum costituzionale.

Più semplicemente, però, si potrebbe osservare che in un paese nel quale è esistita l'Iri, una soluzione statale "transitoria" per la crisi di banche e imprese che è durata settant'anni, è certamente sensato esperire tutte, ma proprio tutte le possibilità che il mercato offre, prima di passare alla temporanea nazionalizzazione. E tuttavia, una volta compreso appieno che in alcune situazioni il mercato non basta, l'operazione di ripristino della fiducia non è procrastinabile. Perché le banche sono imprese un po' speciali: l'intermediazione del risparmio infatti si basa sulla fiducia e se questa viene a mancare anche solo per un'azienda di credito, vi può essere il rischio che il contagio del pessimismo si estenda anche alle banche in salute. Che erano e rimangono la maggior parte del sistema creditizio italiano. Per questo, il governo ha chiesto e ottenuto dal Parlamento l'autorizzazione per un intervento fino a venti miliardi, che farà aumentare di un pari ammontare fabbisogno e debito nel 2017 ma non l'indebitamento netto, perché sarà coperto dall'emissione di titoli di Stato. Per questo si è definito un pacchetto di misure in linea con l'attuale disciplina sugli aiuti di Stato, limitato alle iniezioni necessarie per far fronte alle carenze di capitale stabilite attraverso gli stress test. Non si tratterà quindi in nessun modo di usare questi fondi per compensare le perdite che le banche coinvolte abbiano accusato o rischino di accusare nel prossimo futuro: siamo nel 2016, a valle della grande crisi. Nessuno ha voglia di favorire azzardi morali.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Linee guida 2017. La vita media dei titoli è di 6,7 anni

# Debito, nel 2016 il costo cala allo 0,55%

Davide Colombo

ROMA

Cala il costo delle emissioni di titoli del debito pubblico la cui "vita media" resta attorno ai 6,7 anni. Proprio ieri, nel giorno del varo del decreto banche che prevede misure capaci di incrementare il debito pubblico di ulteriori 20 miliardi nel 2017, grazie alla risoluzione approvata dalla Camera, il ministro dell'Economia ha pubblicato le linee guida per la gestione del debito pubblico nell'anno che verrà. Il 2017 sarà diverso dall'anno che sta per chiudersi anche perché le esigenze di finanziamento saranno superiori. Le scadenze del prossimo anno sono pari, infatti, a poco meno di 216 miliardi di euro (escludendo i BOT), ossia oltre 30 miliardi in più del 2016, di cui circa 3,3 miliardi derivanti dal programma estero.

Quest'anno, come si diceva, è invece ulteriormente diminuito il costo del debito, visto che la media annua s'è attestata allo 0,55%, da confrontare con lo 0,70% del 2015. L'Italia come gli altri paesi dell'Eurozona, continua a beneficiare degli effetti del Qe della Bce, che prevede acquisti mensili per 80 miliardi fino al marzo prossimo per poi scendere a 60 miliardi dall'aprile in avanti. Nel 2016, in particolare, sono stati emessi complessivamente, al netto delle operazioni di scambio, titoli per 399,9 miliardi di euro. Il 61,8% delle emissioni è costituito da titoli a medio-lungo termine e il 38,2% da BOT.

Il Tesoro punta a mantenere a 6,7 anni la vita residua del debito pubblico anche l'anno prossimo, anno in cui le esigenze di finanziamento saranno come detto supe-

riori di oltre 30 miliardi. «Ai fini della gestione del rischio di rifinanziamento - si legge nel documento pubblicato ieri - verrà attuata un'accurata calibrazione delle nuove scadenze in modo che la vita media del debito rappresentato dai titoli di Stato, che nel 2016 ha raggiunto i 6,76 anni - in ulteriore crescita quindi rispetto al livello del 2015 - rimanga sui medesimi livelli».

Nel 2017 scadranno BOT oggi in circolazione per poco oltre 107 miliardi, un importo inferiore a quello analogo del 2016 (115 mi-

## L'ANNO NUOVO

Nel 2017 esigenze di finanziamento superiori di oltre 30 miliardi. Scadenze per 216 miliardi escludendo i Bot. Btp Italia: possibili riacquisti

liardi). Di conseguenza, scrive il Tesoro «sarà fisiologico ipotizzare emissioni nette positive di BOT». Per i due Btp Italia (circa 39 miliardi) in scadenza il prossimo anno il Tesoro non esclude poi possibili concambi o riacquisti: «Nel 2017 - si legge ancora in nota - oltre ai due collocamenti canonici, con titoli che potranno avere scadenza tra i 6 e gli 8 anni, il Tesoro in corso d'anno si riserva di approfondire la possibilità di gestire tali rilevanti scadenze anche mediante operazioni di scambio o riacquisto; ove l'analisi di fattibilità di tali operazioni dia esito positivo, saranno accuratamente studiate le modalità di esecuzione più efficienti».

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Conegliano Valdobbiadene è un piccolo territorio collinare disteso tra Venezia e le Dolomiti. Un paesaggio storico, ritratto dai maggiori paesaggisti veneti. Un luogo disegnato da alture impervie, punteggiate di borghi medievali e ricamate a mano dall'opera tenace di vignaioli sapienti.

Grazie a questa simbiosi perfetta tra uomo e natura, Conegliano Valdobbiadene è diventata la terra del

Prosecco Superiore, oggi proposta per la candidatura a Patrimonio dell'Umanità UNESCO. Il connubio tra le popolazioni e il territorio ha creato qui un luogo unico al mondo, dando vita a un modello di sviluppo rurale e culturale dove bellezza, storia ed ecosostenibilità convivono in armonia, da secoli.

È Conegliano Valdobbiadene. È il patrimonio della nostra umanità.

#### IO SOSTENGO

LA PROPOSTA DI CANDIDATURA  
A PATRIMONIO UNESCO  
DI CONEGLIANO VALDOBBIADENE  
PAESAGGIO DEL  
PROSECCO SUPERIORE

“la bellezza  
va sostenuta  
e condivisa”

[www.collineconeglianovaldobbiadene.it](http://www.collineconeglianovaldobbiadene.it)

### *Proposta di candidatura UNESCO*

# CONEGLIANO VALDOBBIADENE. UN PATRIMONIO DI UMANITÀ.





## La questione bancaria

GLI ALTRI ISTITUTI INTERESSATI DAL PIANO

### Il nodo del rating

Dbrs potrebbe tagliare il voto del Paese: il mercato valuta l'impatto per gli istituti

### I bond

I titoli subordinati delle banche deboli quotano a livelli da «burden sharing»

# I nodi da sciogliere post salva-banche

L'eventuale declassamento dell'Italia, i bond subordinati: ecco i temi ancora caldi

Morya Longo

Più il "profumo" dei 20 miliardi messi a disposizione dal Governo per le banche in difficoltà si avvicina, più in Borsa si iniziano a soppesare i pro e i contro del piano di salvataggio. Se per le banche sane il pacchetto del Governo è senza dubbio positivo (perché elimina il rischio sistemico e toglie loro l'onere di dover salvare quelle in difficoltà), per gli istituti che potrebbero aver bisogno di aiuti pubblici non è facile soppesare i due piatti della bilancia. Cosa succederebbe agli oltre 2 miliardi di bond subordinati delle sole Veneto Banca, Carige e Popolare di Vicenza qualora fosse necessario un intervento pubblico? Cosa accadrebbe alla capacità delle banche di ottenere finanziamenti in Bce, qualora la Repubblica italiana venisse declassata di rating da Dbrs? Cerchiamo di dare qualche risposta.

#### Il nodo liquidità

Una delle possibili conseguenze indesiderate del piano salva-ban-

che del Governo, è che l'agenzia di rating Dbrs potrebbe (il condizionale è d'obbligo) decidere di declassare l'Italia per l'aumento del debito. L'opinione dell'agenzia canadese è importante per le banche italiane, perché è l'unica che ancora mantiene per la Repubblica una valutazione nel campo delle "A": questo permette alle banche italiane di ottenere più facilmente finanziamenti in Bce. La Banca centrale presta infatti liquidità agli istituti, purché questi portino titoli obbligazionari in garanzia. Ebbene: la quantità di denaro erogato, a parità di titoli offerti in garanzia, dipende dal rating di quei titoli. Dato che le banche italiane portano principalmente BTp alla Bce, se il miglior rating attuale dei BTp (cioè quello di Dbrs) scende, le loro possibilità di ottenere liquidità in Bce si riducono.

Lo scorso agosto Dbrs ha messo il rating dell'Italia sotto osservazione, con implicazioni negative, in vista del referendum costituzionale. E il prossimo 13 genna-

io deciderà se declassare o meno l'Italia. La domanda è: se questo accadesse, cosa succederebbe alle banche italiane? Secondo gli analisti interpellati dal Sole 24 Ore, per la stragrande maggioranza di loro non ci sarebbero particolari problemi. Per alcuni istituti più in difficoltà, invece, questa decisione potrebbe creare qualche difficoltà a reperire risorse. Ma è anche vero che il decreto del Governo prevede specifiche misure per far fronte a eventuali crisi di liquidità. E che concede anche alle banche la possibilità di emettere nuovi titoli obbligazionari garantiti dallo Stato, da portare in Bce per avere finanziamenti. Morale: il problema Dbrs, di fatto, potrebbe essere in gran parte arginato.

#### Bond subordinati

Non è invece arginato quello dei bond subordinati. Per i bond di Mps il «burden sharing», cioè la penalizzazione prevista in caso di intervento statale, è ormai scon-

#### Le banche a Piazza Affari

Performance da inizio anno

	%
BMPs	-87,76
Banco Popolare	-73,57
Carige	-73,32
BPM	-57,11
UBI	-55,00
UniCredit	-44,46
Intesa Sanpaolo	-21,31

tata. Ma il mercato teme che questo destino amaro possa toccare ai bond anche di altre banche: quotano infatti intorno al 40-45% del loro valore di emissione i titoli subordinati di Veneto Banca, Carige e Popolare di Vicenza. Si tratta di 27 titoli, dei quali 12 (per circa 700 milioni) con le caratteristiche per essere collocati ai risparmiatori.

Eppure, nonostante queste quotazioni da «armageddon», non è affatto scontato che lo Stato debba intervenire davvero. Carige, per cui il mercato ipotizza una necessità di capitale pari a 300-500 milioni, ha infatti azionisti privati che potrebbero dare una mano consistente. Il fondo Atlante ha già assicurato alle due vene un miliardo di aumento di capitale nuovo. Sul mercato si calcola però che ne servano almeno 2. Ma non è detto che Atlante non trovi l'ulteriore miliardo. O che non arrivi da altri investitori. La partita, insomma, è aperta.

m.longo@ilssole24ore.com  
© RIPRODUZIONE RISERVATA

FOCUS/1. PULIZIA DEI BILANCI E LA VENDITA DEI DETERIORATI

## Per Bpvi e per Veneto Banca una boccata d'ossigeno



di Katy Mandurino

Il decreto salva-banche del Governo - 20 miliardi di euro a sostegno delle ricapitalizzazioni degli istituti più in difficoltà - sarà provvisoria anche per la Popolare di Vicenza e per Veneto Banca.

Le quali non possono dirsi in solida sicurezza, nonostante entro il prossimo 5 gennaio Atlante, il fondo proprietario di entrambe, verserà in un'unica soluzione rispettivamente 628 milioni in Veneto Banca e 310 in BpVi, come "anticipo" di aumento di capitale, per rafforzare i coefficienti patrimoniali e per soddisfare, in fretta e furia, le richieste di Bce sui livelli di liquidità (Lcr), in particolare di Veneto Banca. E nonostante lo stesso fondo, proprio con questa mossa, dimostra di avere interesse a rimanere nella partita mantenendo la guida degli istituti veneti. Sulle risorse fresche garantite dallo Stato ci contano i due istituti, visti i requisiti patrimoniali "a rischio" in vista delle svalutazioni che arriveranno con l'approvazione del bilancio 2016, che potrebbero a fine anno impedire il rispetto dei parametri, e delle svalutazioni che seguiranno alla

vendita degli Npl.

Tutte cose che succederanno in tempi imminenti: da qui alla primavera, infatti, per le due banche venete saranno scelte definitive. La Banca centrale europea ha chiesto che il piano di fusione - che sta mettendo a punto Fabrizio Viola, ad della Vicenza e presidente del Comitato strategico nell'Istituto di Montebelluna - sia presentato entro il prossimo 31 gennaio. Sarà sottoposto ad approvazione da parte dei rispettivi cda nel mese di febbraio e portato poi entro la primavera nelle assemblee dei soci. Contemporaneamente, le due banche devono portare avanti la pulizia dei bilanci, con la vendita dei crediti deteriorati, anch'essa espressamente chiesta dalla Bce: una maxi cartolarizzazione di circa 6 miliardi di non performing loans. Resta apertissima la partita delle conciliazioni e dei storici ai soci che si sono visti azzerare il valore delle loro azioni: le due banche si preparano ad avviare i tavoli con i risparmiatori nella settimana dal 9 al 15 gennaio. L'ipotesi di transazione con i vecchi soci è di un risarcimento che varia dal 10 al 15% del prezzo pagato per i titoli (passa-

to da 62,3 a 0,10 euro nel caso di Vicenza e da 40,75 a 0,10 euro per Veneto Banca). Gli azionisti - 88 mila in Veneto Banca e 15 mila in Popolare di Vicenza - dovrebbero in cambio rinunciare ad agire verso gli stessi istituti. L'esborso totale per risolvere le transazioni dovrebbe aggirarsi attorno ai 600 milioni di euro. L'altro fronte caldo è quello degli esuberanti. In un incontro con i sindacati di Veneto Banca, Viola ha chiarito che il piano di fusione con Vicenza sarà alla pari e che, però, le due banche hanno bisogno di essere efficientate, «l'aggregazione da sola, non è la medicina risolutiva». Attualmente si è trovato un accordo a Vicenza per l'uscita volontaria di 234 dipendenti e la proroga del contratto integrativo, ma i numeri ipotizzati nei mesi scorsi parlano di 500 persone in eccedenza per la Vicenza e circa mille per Veneto Banca.

Nel prossimi mesi dovranno essere affrontate anche le questioni legate al futuro delle controllate, come Banca Nuova e Banca Apulia (che fanno capo alla BpVi), su cui si è parlato di possibile fusione, o Bim (Veneto Banca).

© RIPRODUZIONE RISERVATA

FOCUS/2. LA SCADENZA DI FINE FEBBRAIO

## Carige, dopo il nuovo piano decisioni con Bce sul capitale



di Raoul de Forcade

Trascinato anche dalla situazione di Mps, ieri il titolo di Carige ha chiuso a piazza Affari segnando -5,13% e arrivando a 0,33 euro. Mai vertici della banca genovese, Guido Bastianini (ad) e Giuseppe Tesoro (presidente), che ieri si sono riuniti in un cda, convocato per deliberare su questioni tecniche e fare il punto sull'anno che si sta chiudendo, sembrano guardare con distacco a quanto sta avvenendo in Montepaschi. Si concentrano, invece, sugli obiettivi che la Bce ha chiesto loro di raggiungere. A partire dalla consegna, all'organismo di vigilanza, del piano industriale entro il 28 febbraio (data posticipata rispetto a quella inizialmente chiesta da Francoforte: il 31 gennaio).

Solo dopo la redazione di quel documento potrà essere più chiaro se l'istituto genovese andrà verso un nuovo aumento di capitale e, nel caso fosse quella strada scelta, in quali tempi. I contenuti del piano, peraltro, dipenderanno anche dalla maggiore o minore riuscita della

cessione dei non performing loans. La due diligence sugli Npl, fa sapere la banca, va avanti. L'obiettivo è di cederne la massima quantità possibile mettendo a disposizione un prima tranche che potrà arrivare anche a 1,4 miliardi (Carige nel precedente piano industriale aveva previsto di cedere 1,8 miliardi entro il 2017).

Nel corso del cda di si è parlato, a quanto risulta, anche del decreto legge per l'intervento pubblico sulle banche. Ma l'atteggiamento dell'istituto ligure, su questo argomento, è di attesa. «Guardiamo la cosa con serenità e prendiamo atto di quel che dice lo Stato» è il leitmotiv che sembra guidare Bastianini. Anche perché la Bce, al momento, ha chiesto a Carige di rafforzarsi ma non ha imposto alcun aumento di capitale. E non lo farà almeno fino alla presentazione del piano, a febbraio.

Nel frattempo, e questo è quanto si augurano i vertici dell'istituto, potrebbero essere arrivati sviluppi positivi per gli Npl. Anche in base ai risultati delle cessioni, d'altro canto, si

potrà calibrare il piano industriale e si vedrà non solo se sarà necessario un aumento di capitale, ma anche quale entità dovrà eventualmente avere, e in quale tempo potrà essere fatto.

Al momento, il cda ritiene che la banca abbia parametri in linea con quelli richiesti da Francoforte, registrando, al 30 settembre 2016, «un livello di Ceti ratio del 12,3%» (a fronte dell'11,25% minimo richiesto) e un «total capital ratio pari al 14,2%», (a fronte del 12,5% minimo richiesto). Inoltre il coefficiente minimo di copertura della liquidità richiesto da Bce è pari al 90% e Carige «ha conseguito un ratio del 137%».

In tema di liquidità, spiegano alla banca, nel corso del 2016 Carige ha rimborsato 2 miliardi di obbligazioni (420 milioni di subordinati; 1,2 miliardi di covered bond e 400 milioni della clientela retail). Durante il cda si è preso atto, infine, della chiusura dell'operazione di fusione di Carige Italia in Carige e si è parlato del rilancio della rete commerciale, con una riorganizzazione delle filiali e del marketing.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



PER LUI, GRAND ARCHIVE 1940. CRONOGRAFO. WR 30 MT. SWISS MADE.

PER LEI, LADY. QUADRANTE CON DIAMANTI, VETRO ZAFFIRO ANTIRIFLESSO, WR 50 MT. SWISS MADE.



PHILIP WATCH

SWISS MADE SINCE 1858



## Mercati globali

LA GIORNATA

### I dati Usa

Il Pil del terzo trimestre è cresciuto del 3,5%, una performance rivista al rialzo dal +3,2%

### I cambi

Il dollaro resta intorno a 1,04 euro, sui livelli record degli ultimi 14 anni

# Il caso Mps «zavorra» Piazza Affari

Gli sviluppi del salvataggio bancario e la battaglia su Mediaset appesantiscono il Ftse Mib (-0,49%)

Eleonora Micheli

MILANO

Chiusura contrastata per le Borse europee, con l'attività ridotta ai minimi termini in vista delle festività natalizie. Piazza Affari che ha registrato la performance peggiore, trascinata in basso da Mediaset e Banca Mps, ancora una volta le protagoniste assolute della seduta. Il Ftse Mib ha lasciato sul parterre lo 0,49%, Madrid lo 0,41% e Francoforte lo 0,11%. Parigi è invece rimasta sulla parità e Londra è salita dello 0,32%.

I listini del Vecchio Continente sono peggiorati nel pomeriggio, dopo la batteria di dati statunitensi che hanno lasciato perplessi gli investitori, mettendo in ombra l'annuncio della revisione al rialzo del pil americano del terzo trimestre, da +3,2 a +3,5%. Si tratta, per l'economia a stelle e strisce, della variazione più consistente degli ultimi due anni, in forte accelerazione rispetto alla performance del

redditi personali sono rimasti fermi. In Europa, la Banca centrale europea, nel suo Bollettino mensile, ha indicato che prosegue l'espansione economica, ma a ritmo moderato. L'inflazione sta risalendo la china (+0,6% a novembre), anche se più che altro per effetto dell'andamento del greggio, mentre «non ci sono ancora segnali convincenti di una tendenza al rialzo dell'inflazione di fondo».

A Piazza Affari Mediaset (-12,4%) e Banca Mps (-7,48%) hanno ancora una volta tenuto banco. I titoli del Biscione si sono repentinamente sgonfiati, dopo avere messo a segno una volata del 70% in una decina di giorni, dal 12 dicembre, giorno in cui Vivendi per la prima volta ha manifestato le proprie mire su Mediaset. In serata il gruppo di Oltralpe ha fatto sapere di avere già il 28,8% del capitale dell'azienda televisiva e il 29,94% dei diritti voto. La vicenda è sotto la lente di Consob e Agcom, con quest'ultima che ha avviato un'inchiesta per accertare se Vivendi possa detenere partecipazioni rilevanti sia in Telecom Italia, che ha una quota superiore al 40% del settore delle tlc, che in Mediaset, che detiene una quota superiore al 10% sistema integrato delle comunicazioni.

I realzi hanno travolto anche le azioni della compagnia telefonica (-2,2%), gettonate nelle scorse settimane. Quanto ai titoli della banca senese, dopo essere andati sulle montagne russe, hanno accusato un ribasso che ha portato la capitalizzazione a soli 4,42 milioni di euro, nell'ultimo giorno dell'aumento di capitale. Sullo sfondo rimane la ciambella pubblica per mettere in sicurezza la banca più antica al mondo. Tra le azioni bancarie, sono state gettonate le Bpm (+2,6%) e le Banco Popolare (+2,45%), oltre che le Bper (+2,2%), mentre il mercato si interroga sul futuro del gruppo emiliano, dopo la mossa di Unipol (+2,4%) di rilevare il 5% del capitale. «Riteniamo probabile che un investimento del genere (pari a circa 125 milioni), sia propedeutico ad una eventuale trattativa che includa Unipol Banca», hanno commentato gli analisti di Equita. In più potrebbe essere sempre più vicina l'acquisizione delle 4 banche nate dalla risoluzione di Banca Marche, Banca Etruria, CariChieti e CariFerrara, soprattutto dopo che il presidente, Roberto Nicasio, ha annunciato il taglio di 400 dipendenti di Carife, la nuova Cassa di Ferrara. Sono inoltre salite anche le Unicredit (+0,6%), nonostante la banca guidata da Jean Pierre Mustier a inizio 2017 dovrà confrontarsi con un'operazione sul capitale da 13 miliardi di euro. E ancora, hanno corso le Saipem (+2,69%), dopo che la società ha comunicato di avere completato con successo le prove in mare dei suoi nuovi robot utilizzati nei campi petroliferi, anche ad alta profondità nel mare.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

### La fotografia dei listini

LE BORSE Variazioni % di ieri e da inizio anno

Londra Ftse 100	Zurigo Swiss Mkt	Parigi Cac 40	Tokyo Nikkei	Francoforte Dax	Europa Eurostoxx	Madrid Ibex 35	Milano Ftse Mib	Hong Kong Hang Seng	Atene Ase
+0,32%	+0,06%	+0,02%	-0,09%	-0,11%	-0,21%	-0,41%	-0,49%	-0,80%	-1,12%
DA INIZIO ANNO +13,16%	DA INIZIO ANNO -6,58%	DA INIZIO ANNO +4,26%	DA INIZIO ANNO +2,07%	DA INIZIO ANNO +6,64%	DA INIZIO ANNO -1,64%	DA INIZIO ANNO -2,21%	DA INIZIO ANNO -10,72%	DA INIZIO ANNO -1,27%	DA INIZIO ANNO +0,08%

### LE ALTRE BANCHE

Acquisti su Bpm e Banco Popolare, mentre il mercato si interroga sul futuro di Bper dopo la mossa di Unipol di rilevare il 5% del capitale

secondo (+1,4%) e del primo trimestre (+0,8%). D'altra parte gli ordini di beni durevoli a novembre sono calati (-4,6%), anche se meno del previsto (-5%), mentre le nuove richieste di sussidi di disoccupazione sono salite ai massimi da sei mesi. In più l'inflazione calcolata sulle spese personali, l'indice preferito dalla Fed per le valutazioni di politica monetaria, lo scorso novembre è rimasta al palo su base mensile ed è salita dell'1,4% su base annua, andando peggio delle attese. Come se non bastasse a novembre i consumi negli Stati Uniti sono cresciuti per il terzo mese di fila, ma meno di quanto sperasse il mercato (+0,2% mensile), mentre i

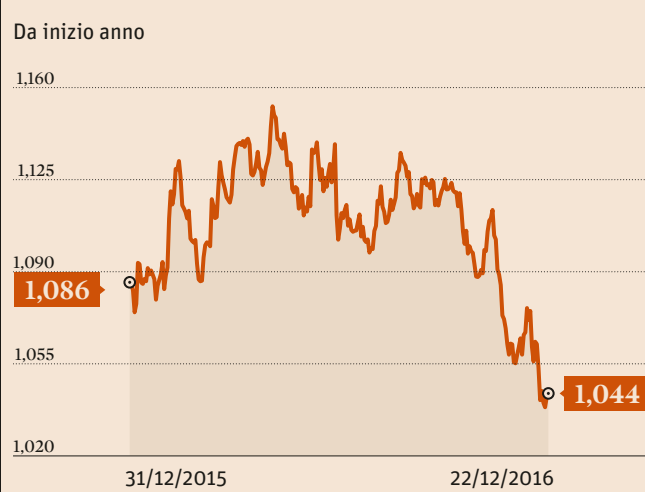


LA PAROLA CHIAVE

### Politica monetaria

La politica monetaria è l'insieme delle decisioni, prese dalle banche centrali, per regolare l'offerta di moneta (dunque la sua quantità in circolazione) e il costo della moneta stessa (cioè il suo tasso d'interesse). La banca centrale può controllare offerta e costo in vari modi (a partire dai tassi d'interesse). Negli ultimi anni le banche centrali hanno varato molte politiche non convenzionali, per cercare di stimolare economia e inflazione. Lo scorso 14 dicembre la Fed ha alzato i tassi di interesse in una forchetta fra lo 0,50% e lo 0,75%, nel primo aumento del 2016 e il secondo in dieci anni.

### Il cambio euro - dollaro



*Cartier*

*Ballon Bleu de Cartier*  
Acier

PISA  
1940

Scoprite il corner Cartier

Milano - Via Pietro Verri, 7 - +39 02 76 20 81 - [www.pisaorologeria.com](http://www.pisaorologeria.com)

© RIPRODUZIONE RISERVATA