



Le Operazioni di Sistema sono Aiuti di Stato?

0 1 / 0 8 L 2 0 Z I 1 6 N G A L E S

Il mio articolo si basava sulle informazioni presenti sulla stampa sabato 30 luglio. Nella notte era uscito un comunicato di MPS non accessibile a persone residenti negli Stati Uniti. Il comunicato chiarisce alcuni punti, di qui l'aggiornamento e le parziali modifiche che trovate alla fine dell'articolo stesso.

Il Governo Renzi sembra aver messo insieme una complessa operazione di sistema per prevenire (o rimandare) il bail-in di Monte Paschi, gravato dalle sofferenze e "bocciato" agli stress test della European Bank Authority. Stando a notizie di stampa, il governo avrebbe trovato dei capitani coraggiosi disponibili ad investire fino a 3 miliardi di euro in un nuovo fondo: Atlante 2. Questo fondo prenderebbe a prestito altri 7 miliardi per comprare i 27 miliardi di sofferenze lorde di MPS ad un prezzo pari a circa un terzo del valore nominale (si parla del 32%), quando Bankitalia per simili sofferenze di Banca Etruria ha utilizzato il 17.6%, poi rivisto al 22.4%. Anche con la valutazione più generosa di Bankitalia si tratterebbe di un regalo a MPS di 2.6 miliardi, ovvero $(0.32-0.224)*27$. Incassato questo vantaggio, MPS sarebbe in grado di raccogliere 5 miliardi di capitale tramite l'emissione di nuove azioni. Il consorzio di collocamento sarebbe già pronto, anche se la data rimane incerta come incerta è la garanzia a fermo.

L'operazione è stata celebrata come "di mercato" e in quanto tale si pensa non incapperà nelle restrizioni agli "aiuti di stato" proibiti dalle regole europee. Ma cosa significa operazione di mercato? Perché mai dovrebbe essere organizzata da un governo? Può un'operazione "di sistema", come dichiaratamente è Atlante 2, esser anche "di mercato"?

Il sito della Commissione definisce come aiuto di stato "qualsiasi vantaggio conferito in modo selettivo a delle imprese da un'autorità pubblica nazionale." Specifica poi le condizioni perché un'operazione sia considerata aiuto di stato: **ci deve essere l'intervento dello Stato, deve esserci un vantaggio conferito in modo selettivo e questo vantaggio deve avere il potenziale di distorcere la competizione e di influenzare l'interscambio tra stati membri.**

In questo caso non c'è dubbio che ci sia stato l'intervento dello Stato, e non tanto per la partecipazione della Cassa Depositi e Prestiti, ma per gli incontri diretti che il Presidente del Consiglio ha avuto con i principali investitori, da Oliveti (Presidente dell'Associazione casse di Previdenza) a Donnet, AD di Generali, per finire a Jamie Dimon, AD di JP Morgan.

Ci sono pochi dubbi che in queste riunioni siano stati concessi dei favori in modo selettivo. Oliveti ha snocciolato le condizioni richieste a Renzi sulle pagine del Sole, forse per placare la rabbia degli associati. Non è dato sapere quali favori siano stati promessi a Donnet e Dimon, ma se non avessero ricevuto alcun favore in cambio dell'impegno ad acquistare intorno a 32 quello che la Banca d'Italia aveva valutato a 22.4, dovrebbero essere licenziati immediatamente dai rispettivi consigli.

Non sussiste dubbio neppure sul fatto che quest'operazione alteri la competizione. Le stesse condizioni non sono state offerte alla Banca Popolare di Vicenza o a - a suo tempo - a Banca Etruria. Alterando in modo selettivo la capacità delle banche di sopravvivere, è probabile che l'intervento alteri lo scambio di servizi bancari tra stati.

Il problema non è specifico di Atlante 2, ma vale per tutte le operazioni cosiddette “di sistema”. La definizione stessa implica una violazione dei principi del mercato, dove gli agenti operano in modo autonomo e in competizione tra loro.

Le operazioni di sistema sono di gran lunga peggiori di un intervento diretto dello stato. Quando un governo interviene direttamente, almeno deve spiegare agli elettori gli obiettivi, i costi, e i potenziali benefici, pagandone il costo politico. Nelle operazioni di sistema, invece, né gli obiettivi né i costi sono trasparenti, con il rischio che i costi siano superiori ai benefici e che gli obiettivi invece che sociali (rimettere in moto l'economia), siano personali (la sopravvivenza di un governo).

Il rischio maggiore è che gli obiettivi politici prevalgano su quelli economici. Che senso ha rimandare l'aumento di capitale di MPS? Esiste il rischio concreto che le condizioni di mercato girino o che si scopra che anche i crediti dubbi (altri 19,5 miliardi) valgono meno del 71% del valore facciale a cui sono stati iscritti a bilancio. Ma soprattutto in questi mesi MPS sarà paralizzata e non farà nuovi prestiti, rallentando l'economia.

Nel 2008 io ho criticato l'intervento statale disegnato dal Ministro del Tesoro Paulson come il peggiore possibile. Devo ricredermi. In Italia noi riusciamo a fare peggio.

Aggiornamento di Lunedì 1 Agosto 2016

Il comunicato MPS chiarisce alcuni punti:

1. Il prezzo pagato da Atlante per le sofferenze è il 27%. Nella cartolarizzazione dei crediti, gli azionisti di MPS ricevono una tranche junior, valutata il 6%. Così facendo si può dire che le sofferenze sono valutate al 33%. Questo escamotage sembra essere disegnato per creare per le sofferenze bancarie un benchmark fittiziamente alto, per evitare che a questi prezzi delle sofferenze altre banche risultino insufficientemente capitalizzate.
2. MPS ipotizza che una tranche senior di queste sofferenze per un valore fino a 6 miliardi sarà collocata sul mercato. Atlante acquisterà per 1.6 miliardi la tranche successiva, che riceverà un pagamento solo se la quota senior sarà totalmente rimborsata. Di fatto è come se il fondo Atlante comprasse a leva, ma prendendo a prestito 6 e non 7 miliardi.
3. La tranche senior, una volta che ha ricevuto un investment grade rating, sarà garantita dallo stato.
4. Il fondo Atlante riceve un warrant per il 7% dell'equity dopo l'aumento di capitale.

Senza il valore del warrant — le cui condizioni sono ancora da determinare — il regalo a MPS è di 1.2 miliardi, invece dei 2.6 miliardi calcolati nel mio articolo. Rimangono valide tutte le altre considerazioni.

Share this:

