



*Dipartimento di **Impresa & Management** Cattedra **Finanza Aziendale Avanzato***

**Valutazione finanziaria: *Monte dei Paschi di Siena* e i
crediti deteriorati**

Relatore

Prof. Luigi Gubitosi

Candidato

Sergio Rozza

Matricola 673681

Correlatore

Prof. Domenico Curcio

ANNO ACCADEMICO 2016/2017

INDICE

<i>Introduzione</i>	3
 <i>CAPITOLO I</i>	
<i>Valutazione finanziaria bancaria</i>	6
1.1 Metodi di valutazione	6
1.1.1 Discounted Cash Flow	8
1.1.2 Free Cash Flow to Equity	12
1.1.3 Metodo dei Multipli	14
1.1.4 Dividend Discount Model	16
1.1.5 Accenni al Risk Management	19
1.2 Criticità e riflessioni	23
1.2.1 IFRS 9 e nuovi scenari	24
 <i>CAPITOLO II</i>	
<i>Analisi finanziaria e regolamentazione</i>	29
2.1 Analisi di Sensitività e Simulazioni	29
2.1.1 Analisi e pianificazione finanziaria	31
2.2 Regolamentazione bancaria	35
2.2.1 Crediti deteriorati	39
2.3 Analisi del Settore Bancario	42
2.3.1 Il caso del Giappone	45
 <i>CAPITOLO III</i>	
<i>Il caso Monte dei Paschi di Siena</i>	52
3.1 Monte dei Paschi di Siena	52
3.1.1 Aumento di capitale e cartolarizzazione	59
3.2 Analisi finanziaria	64
3.2.1 Monte dei Paschi in cifre	68
3.2.2 Valutazione finanziaria	81
 <i>Conclusioni</i>	90
 <i>Bibliografia e sitografia</i>	92
 <i>Ringraziamenti</i>	94

INTRODUZIONE

Le recenti regolamentazioni europee in tema bancario prevedono misure di controllo e monitoraggio creditizio più approfondite. Pertanto, sulla base delle normative europee, gli istituti bancari devono effettuare ulteriori trasformazioni della loro struttura economico-finanziaria.

La tesi propone:

- un'analisi delle metodologie di valutazione finanziaria ed introdurre le regolamentazioni bancarie riguardanti specialmente i crediti deteriorati;
- un'analisi del caso pratico di *Monte dei Paschi di Siena* e l'aumento di capitale pianificato per raggiungere i requisiti patrimoniali richiesti dagli Organi di Vigilanza;
- di individuare, infine, le variabili che hanno influenzato il valore complessivo d'impresa.

L'obiettivo è quello di descrivere, nello specifico, le peculiarità della valutazione finanziaria di un'operazione di aumento di capitale, e di analizzare i *value drivers* da cui partire per poi effettuare una stima del valore complessivo dell'operazione.

In sintesi, un'operazione di aumento di capitale è basata su un processo composto da diverse fasi:

- una fase preparativa di *strategy*, che ha l'obiettivo di sviluppare il piano complessivo dell'operazione;
- una fase di *screening*, in cui vengono individuati una serie di mercati finanziari potenziali, a cui indirizzare l'emissione, selezionando poi quello ritenuto più idoneo per il raggiungimento degli obiettivi prefissati;
- una fase valutativa di *financial review*, il cui obiettivo è quello di scegliere, dal punto di vista finanziario, il tipo di titolo da offrire (azioni ordinarie, azioni di risparmio, obbligazioni convertibili, obbligazioni con *warrant*) ed il relativo valore monetario;
- una fase di *timing* dell'operazione, che comprende diverse attività relative ad aspetti legali, operativi, commerciali, finanziari e di valutazione del management, che si occupa della riservatezza delle informazioni aziendali;
- una fase di *pricing* dell'emissione, cioè un processo di negoziazione, che coinvolge tutte le decisioni riguardanti il prezzo della transazione e le modalità di

pagamento, al quale sono interessati la società emittente, gli azionisti di minoranza, gli azionisti di controllo e il consorzio di garanzia.

Nel primo capitolo viene effettuata un'analisi delle diverse tipologie di valutazione finanziaria e si propongono riflessioni e critiche riguardo l'adattamento di tali metodologie al contesto bancario.

Si prendono successivamente in rassegna i principali metodi tecnici di valutazione come l'analisi tramite *Discounted Cash Flow* (con la variante del *Free Cash Flow to Equity*) o il metodo dei Multipli, per poi considerare quelli innovativi come il *Dividend Discount Model*, con accenni connessi al risk management, per poi valutare un possibile adattamento al contesto preso in esame.

In ultimo, si considerano gli effetti contabili delle normative civilistiche italiane, relative al D.lgs. 139/2015, e dell'IFRS 9, che cambieranno radicalmente gli schemi, i contenuti dei bilanci, i principi di redazione e i criteri di valutazione.

In particolare, cambiano significativamente le classificazioni di molte poste di bilancio, le politiche creditizie delle banche e di riflesso il rapporto banca-impresa. Le novità introdotte da tale principio, in sintesi, avranno un impatto significativo sui processi interni bancari di *origination*, concessione e monitoraggio del credito, con l'obiettivo di minimizzare il costo per il rischio di credito per le banche e massimizzare nel medio-lungo termine il valore economico delle imprese.

Nel secondo capitolo vengono approfondite, invece, le tematiche relative alle regolamentazioni europee in materia bancaria ed i possibili scenari micro e macro-economici. La trattazione riguarda un'analisi dettagliata delle normative regolamentari europee in tema bancario. È pertanto affrontato dal punto di vista teorico il tema dei *Non Performing Loans* e la struttura patrimoniale che, gli istituti bancari e gli enti che rispondono alle normative appena citate, devono rispettare nel momento in cui entreranno in vigore i cosiddetti accordi bancari di *Basilea 3*.

Per introdurre meglio la problematica creditizia delle banche, viene perciò trattato l'aspetto di analisi finanziaria, iniziale e di monitoraggio, che gli istituti di credito effettuano, autonomamente e non, sugli operatori economici del mercato con i quali intendono concludere accordi bancari. Vengono descritti, quindi, in primo luogo, gli *score* di tipo *andamentale*, *economico-finanziario* e *qualitativo*, effettuati, in fase pre-

valutativa e di monitoraggio, per fornire un rating di impresa relativo al suo rischio creditizio, ed in secondo luogo simulazioni e scenari infra-annuali e prospettici.

Al termine del capitolo, inoltre, viene proposta una comparazione dello scenario politico-bancario italiano attuale con quello giapponese del decennio passato con annesse riflessioni e possibili conseguenze macro-economiche.

Nel terzo ed ultimo capitolo, è oggetto di trattazione il caso pratico di aumento di capitale di *Monte dei Paschi di Siena* e della sua situazione economico-patrimoniale, che permette, di dare un riscontro pratico ai concetti teorici affrontati nei primi due capitoli. Nel dettaglio è analizzato il ruolo delle *authority europee* (tra cui il *Meccanismo di Vigilanza Unico* che svolge il compito di vigilanza esercitato attraverso le Autorità nazionali), che ha richiesto, agli istituti bancari, di presentare dei piani industriali in materia di fabbisogno patrimoniale.

Tra questi ultimi sono previste rivisitazioni in merito ai crediti cartolarizzati, nel caso di *Mps*, e l'aumento di capitale messo in cantiere dal *fondo Atlante 2* - fondo d'investimento privato nato per opera del governo italiano per intervenire nelle crisi bancarie nei processi di ristrutturazione. L'importo della ricapitalizzazione potrebbe raggiungere la cifra di quasi nove miliardi di euro ed il fabbisogno patrimoniale dovrà dimostrare sia solvibilità che capacità di raggiungere i requisiti richiesti dagli stress test.

I contenuti sono stati implementati nel corso dello svolgimento della tesi, in base ai nuovi aggiornamenti registrati al 30.05.2017 di pari passo alle notizie di mercato.

Viene, infine, rappresentata una calendarizzazione delle fasi successive al processo di aumento di capitale sulla base degli eventi politico-economici previsti dall'istituto senese per il 2017 insieme ad alcune conclusioni e riflessioni sull'iter della tesi e sui risultati ottenuti.

CAPITOLO I

VALUTAZIONE FINANZIARIA

1.1 Metodi di valutazione

La scelta del metodo di valutazione è una fase importante della redazione di una valutazione d'azienda, pertanto è necessario condurre un'analisi rigorosa basata su razionalità, obiettività e neutralità.

Essendo impossibile assicurare una metodologia migliore in tutti i requisiti, è perciò necessario individuare un metodo che sia in coerenza con le informazioni disponibili o acquisibili. Per quanto riguarda il punto di vista tecnico, occorre premettere che le valutazioni aziendali possono essere effettuate sia in un'ottica *equity-side* che *asset-side*. Nel secondo caso, perciò, dovrà essere detratto al valore finale quello attuale dell'indebitamento finanziario netto sostenuto dall'impresa al momento della valutazione.

Inoltre, i criteri di valutazione si distinguono in diretti (o empirici, basati su valori di mercato) e indiretti (fondati su stime e grandezze stock e di flusso).

I metodi diretti possono ulteriormente essere divisi in:

- metodi diretti in senso stretto, applicabili in caso di azienda quotata in borsa, che fanno riferimento per la valutazione del capitale economico alla capitalizzazione di mercato;
- metodi diretti basati sui multipli di mercato, indicatori che esprimono il rapporto tra prezzi di mercato e specifiche grandezze di bilancio prese da un campione significativo di aziende.

I metodi indiretti possono basarsi, al contrario, su grandezze *stock* o di *flusso*.

I metodi indiretti fondati su grandezze stock, sono tipicamente i metodi patrimoniali, che basano cioè la stima del capitale economico dell'impresa su di un'analisi a valori correnti dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che formano il patrimonio detto netto rettificato.

I metodi patrimoniali permettono di identificare una stima di mercato oggettiva dell'azienda grazie alle rettifiche di valore. Essi, però, non offrono una valutazione attendibile dei beni immateriali e danno scarso rilievo alla componente dinamica reddituale, preferendone una statica.

I metodi indiretti fondati su grandezze di flusso sono i *metodi reddituali* - che basano la determinazione del capitale economico dell'impresa, per l'appunto, sul flusso dei redditi netti attesi, sulla loro distribuzione temporale e sul grado di rischio connesso alla loro realizzazione - ed i *metodi finanziari* che basano tale determinazione sui flussi di cassa generati, o generabili in futuro dall'impresa.

I metodi reddituali si fondano sulla stima di un valore medio del reddito contabile normalizzato (rettificato dalle distorsioni dei dati di bilancio) e sull'ipotesi di poter generarli per archi temporali protratti.

I metodi finanziari, invece, fondano il valore dell'azienda sulla sua capacità di generare flussi di cassa futuri monetari. L'utilizzo di tali metodologie presuppone l'esistenza di piani d'impresa futuri basati su ipotesi di business e la verifica che le proiezioni di flussi attesi siano tradotti in bilanci annuali pro forma comprensivi del conto economico e dello stato patrimoniale. Chiaramente la scelta di suddetti assunti, l'orizzonte temporale in cui scontare i flussi futuri e le condizioni di prevedibilità del mercato caratterizzano l'efficacia e l'attendibilità del metodo. Tali metodi possiedono massima razionalità nell'espressione del valore d'impresa e il miglior orientamento al futuro; tuttavia componenti critiche quali: instabilità dei flussi finanziari all'interno dell'orizzonte temporale di riferimento, incertezza delle condizioni di mercato, difficoltà di quantificare i flussi futuri e di utilizzare un tasso di attualizzazione, coerente con il periodo relativo, possono ridurne l'efficacia matematica.

In conclusione, è possibile affermare che non esiste un metodo di valutazione del capitale economico migliore a priori, poiché ci sono condizioni e contesti applicativi che influiscono diversamente su ogni caso pratico e fattori interni aziendali (come ad esempio l'avviamento) che sono difficilmente e soggettivamente valutabili.

Inoltre, nella valutazione del capitale economico delle banche, nel tempo hanno assunto rilievo i metodi finanziari di derivazione anglosassone, in contrapposizione agli approcci tradizionali che valorizzano su basi empiriche le componenti strutturali e patrimoniali precedentemente descritti¹. La peculiarità dei processi produttivi e finanziari della banca si riflette, pertanto nei modelli di valutazione del capitale economico. Naturalmente, quanto appena descritto, è conseguenza delle differenze immediate tra l'impresa

¹ Franceschi L. Comi L. Caltroni A. *La valutazione delle banche. Analisi e prassi operative* Hoepli 2010.

industriale/commerciale e bancaria in cui, in sintesi, le passività finanziarie non possono essere considerate estranee alla gestione caratteristica. Dunque, potrebbe risultare incoerente una metodologia che stimi l'*enterprise value* (la stima complessiva degli asset aziendali dai quali sottrarre il debito per la stima del valore *equity*). Piuttosto che stimare, quindi, i flussi di cassa nella versione *FCFF* (*Free Cash Flow to Firm* che in seguito verrà analizzata), dovrebbe essere preferita una metodologia *FCFE* (*Free Cash Flow to Equity*) come flussi di cassa disponibili per gli azionisti.

In generale, le principali metodologie di valutazione aziendale utilizzate sono:

- metodo *Discounted Cash Flow*;
- metodo dei *multipli* di mercato;
- metodo *Dividend Discount*;
- modello *Risk Management*.

1.1.1 Discounted Cash Flow

Il metodo di analisi valutativa dei flussi di cassa scontati, è il più utilizzato nella valutazione di imprese. La ratio alla base di tale criterio valutativo consiste nel fatto che sono i flussi di cassa attesi futuri a calcolare il valore di un'attività. In generale la formula del *DCF* è data da:

$$\text{Valore attività} = \frac{E(CF_1)}{(1+r)} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF_3)}{(1+r)^3} + \dots + \frac{E(CF_n)}{(1+r)^n} \quad ^2.$$

L'estrema razionalità della formula generale, permette di individuare nella quantità e qualità dei flussi di cassa attesi, nella distribuzione temporale degli stessi e nella loro rischiosità, le determinanti del valore di una qualsiasi attività finanziaria. Un vantaggio risulta essere che, rispetto ai metodi reddituali, il *DCF* (che è un metodo finanziario) elimina dalla valutazione i cosiddetti costi e ricavi non monetari, il più delle volte soggetti a manipolazioni e a discrezionalità contabili, stimando i flussi di cassa, finanziariamente rendicontati, ovvero quanto effettivamente in termini monetari entra o esce dall'azienda in un arco temporale definito. Nonostante la praticità di tale metodo, esistono problemi relativi alla grandezza dell'orizzonte temporale di previsione, al tasso di attualizzazione

² $E(CF_t)$ = flusso di cassa atteso al tempo t ; r = tasso di attualizzazione che riflette il rischio insito nei flussi di cassa attesi; n = numero di periodi dell'attività.

più appropriato o al calcolo del valore terminale³. La questione dell'arco temporale dipende particolarmente da fattori quali la stabilità del settore e dell'operatività, ma in parte anche dalla capacità di prevedere fattori macro-economici come l'inflazione, il tasso di interesse⁴ e l'aliquota fiscale. Solitamente, viene scelto come lunghezza del periodo di previsione un arco temporale che va da tre a cinque anni, scelti in base al tipo di azienda preso in esame ed al relativo settore merceologico. La scelta della lunghezza dell'orizzonte previsionale è vista come un *trade-off* tra l'effetto che questo comporta sulle due componenti del valore operativo dell'impresa, per cui, più ampio sarà l'orizzonte di previsione, minore sarà l'effetto del valore terminale sul valore. Pertanto la grandezza dell'orizzonte temporale è calcolata considerando l'incertezza dei relativi flussi di cassa e dei fattori sopra citati⁵.

In merito al metodo di stima più idoneo per il calcolo dei flussi di cassa, la misura più corretta da impiegare nella valutazione di un'impresa è quella dei *cash flow* generati internamente, destinati a ripagare gli azionisti e i creditori, al netto degli investimenti necessari affinché l'impresa possa continuare ad operare in maniera efficiente. I flussi di cassa destinati all'impresa possono essere calcolati partendo dai *CFFO* (*Cash Flow from Operations*), cioè il flusso di cassa prodotto dalla gestione operativa⁶:

$$FCFF = CFFO + \text{interessi} \cdot (1 - t) - \text{Capex}^7.$$

Ulteriori modifiche permettono di calcolare i flussi di cassa reali per l'impresa. Ad esempio i dividendi, non vengono tenuti in conto nel calcolo dell'utile, mentre invece, gli interessi sul debito, al netto del beneficio fiscale e le spese per investimenti di capitale, che rappresentano rispettivamente il pagamento dei fornitori di capitale di debito e quelle

³ Pettit B. Ferris K. *Valuation for Merger & Acquisition* Pearson 2013, cap.3 "Traditional evaluation methods".

⁴ Si fa riferimento al tasso d'interesse della Bce, a cui un istituto finanziario può accendere un prestito presso la Banca Centrale.

⁵ Per quanto riguarda l'incertezza circa i flussi di cassa futuri, si veda il paragrafo finale del capitolo corrente.

⁶ Considerato che, per un'impresa commerciale/industriale, Utile netto = Margine lordo – spese commerciali, generali ed amministrative – R&S – ammortamenti ± altri proventi/oneri ± proventi/oneri finanziari – imposte, i CFFO possono essere calcolati quindi dall'utile netto: CFFO = Utile netto + ammortamenti + altri costi non monetari (che non rappresentano un'uscita di cassa) – ΔCCN (Capitale Circolante Netto) cioè la differenza tra le Attività Correnti (Rimanenze + Liquidità Immediate + Crediti a Breve Termine) meno le Passività Correnti (Debiti Finanziari + Debiti a Breve Termine).

⁷ *Capital Expenditure*, spese in conto capitale e fondi che l'impresa dedica all'acquisto di asset utili per la produzione; t = aliquota fiscale effettiva, definita dal rapporto delle imposte complessive pagate dalle imprese e il suo imponibile.

per la sostituzione di asset obsoleti, sono sottratti per calcolare l'utile societario, e devono, perciò, essere addizionate ai *CFFO*.

Nella stima dei flussi di cassa, la riclassificazione delle voci di bilancio di un istituto di credito o un ente finanziario relative alle gestioni operative, caratteristiche e straordinarie, presenta una modalità differente influenzata esclusivamente dalla natura finanziaria del *core business* d'impresa⁸.

Per quanto riguarda, invece, la scelta del tasso di sconto appropriato, è preso in considerazione quello richiesto dagli investitori per sopportare il rischio insito nell'investimento stesso, cioè un tasso che compensi il rischio non diversificabile che sia pari, al minimo, al costo opportunità che gli investitori perdono non investendo in attività simili all'investimento in questione, in termini di rischio. Il tasso di sconto ritenuto adeguato è il WACC, definito come:

$$WACC = k_e \frac{E}{E+D} + k_d * \frac{D}{E+D} * (1 - t) \text{ }^9.$$

Il Prof. *Damodaran* suggerisce, riguardo l'aspetto debitorio, di adottare una soluzione più congrua alle imprese non mature con tassi di interesse e differenziali per il rischio di insolvenza volatili. Il suo sistema per il debito o la parte di quest'ultimo che non ha un riferimento di mercato è quello di considerare il debito tramite il suo valore contabile

⁸ Margine d'interesse e margine d'intermediazione primario rappresentano l'ammontare dei ricavi, che al netto di costi operativi, delle rettifiche di valore inerenti al deterioramento di crediti o altre attività finanziarie e dell'accantonamento per rischi ed oneri connessi alla gestione creditizia, compongono l'utile d'esercizio ante imposte.

⁹ Il WACC è il Weighted Average Cost of Capital, il costo medio ponderato del capitale, inteso come il costo che l'azienda deve sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso soci e terzi finanziatori. Si tratta di una media ponderata tra il costo del capitale proprio ed il costo del debito, con "pesi" rappresentati dai mezzi propri e dai debiti finanziari complessivi.

Nella formula si ha E = Equity (misurato tramite la sua capitalizzazione di mercato, cioè prezzo di mercato per azioni in circolazione o tramite i suoi multipli di capitale di rischio); D = Valore di mercato del Debito (misurato dal valore di mercato del prezzo delle varie obbligazioni per il numero di obbligazioni in circolazione per ogni categoria e dal valore contabile per quella parte di debito rappresentata da titoli non quotati); t = aliquota fiscale effettiva (rapporto delle tasse sugli e gli utili prima delle tasse); k_d = costo del debito (calcolato come Yield to Maturity, il tasso di interesse implicito qualora maturity e holding period dei titoli di debito coincidessero, per le imprese il cui debito è costituito da obbligazioni, oppure attraverso una proxy, come lo yield to maturity sulle obbligazioni di società comparabili con identico credit rating, nel caso in cui il debito non sia rappresentato da obbligazioni, altrimenti ancora utilizzando il tasso di interesse sul debito della target quando sia possibile identificare le diverse componenti del debito nella struttura di capitale della società); k_e = costo dell'equity. Quest'ultimo è misura del rendimento atteso del capitale proprio ottenuto tramite il CAPM (Capital Asset Pricing Model), un modello matematico della teoria di portafoglio di H. Markowitz, che determina una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio, detto *beta* (valore proporzionale alla covarianza tra il rendimento del titolo e l'andamento di mercato) che misura quanto il valore del titolo si muova col mercato.

come un'unica obbligazione con coupon, costituito dagli interessi passivi pagati, e come scadenza a cui riferirsi, viene considerata, invece, la media ponderata della scadenza dei vari debiti, i cui pesi sono pari al loro valore nominale¹⁰.

Naturalmente, in caso di trattazione di un'impresa finanziaria o di un istituto di credito, l'aspetto debitorio, ovvero il capitale di terzi, utilizzato da un'impresa commerciale, in misura relativa alle necessità operative, e trasformato in attività, assume un ruolo diverso, poiché, esso, è influenzato dalle operazioni interbancarie e dai tassi d'interesse delle Banche centrali. In sintesi, essendo la concessione di credito l'attività principale di un istituto creditizio, la necessità di capitale esterno, cioè il capitale di terzi, o il capitale interbancario, è sinonimo di necessità di mantenimento della liquidità interna e delle riserve di valore, differentemente dalla necessità, delle aziende commerciali o industriali, di prosieguo delle operazioni economiche.

In merito alla formula, il WACC è calcolato dopo le tasse (cosiddetto *after-tax basis*), pertanto, il costo del debito va moltiplicato per il complemento all'unità dell'aliquota fiscale in modo da riportare lo scudo degli interessi sul debito. Dalla formula, si nota che un presupposto di base è che la struttura di capitale rimanga relativamente costante durante il periodo, cosicché nel caso in cui ci dovessero essere cambiamenti in quest'ultima, il WACC andrebbe ricalcolato ad ogni modifica. Proprio per questo, nel caso di cambiamenti della struttura del capitale considerati trascurabili, spesso gli analisti assumono la semplificazione che il costo medio ponderato del capitale resti costante.

Per quanto riguarda, infine, il calcolo del valore terminale o valore all'orizzonte, sono due i metodi più utilizzati: il *metodo dei multipli di uscita* (cosiddetto *exit multiple method*) e il *metodo della crescita perpetua* (cosiddetto *the perpetuity growth method*).

Il metodo della crescita perpetua assume il presupposto che l'impresa si stabilizzi e i suoi flussi crescano costantemente ad un tasso, indicato con "g". Nella pratica si tendono a fornire tassi bassi, smorzati verso il tasso di inflazione atteso di lungo periodo, a seconda della stima di probabilità di ottenere una certa crescita reale nel lungo periodo. Il valore terminale è, perciò, identico a quello di una rendita perpetua:

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{FCFF}_n \cdot (1+g)}{\text{WACC} - g}.$$

¹⁰ Damodaran A. *Valutazione delle Aziende* Apogeo 2010

Entrambi i metodi assumono, in modo non del tutto realistico, che la rischiosità e la sostenibilità degli utili e dei flussi di cassa siano costanti lungo tutto il periodo. Per questo motivo, le stime del valore terminale risultano spesso molto conservative e si effettuano analisi di sensibilità o simulazioni *Monte Carlo* per verificare l'incisione del valore terminale così determinato, sul valore complessivo dell'impresa.

La fase successiva è la stima dell'Enterprise Value, corrispondente al valore dell'attivo senza il peso del debito al netto della posizione finanziaria:

$$\text{Enterprise Value} = \text{valore Equity} + \text{valore debito} - \text{cassa ed equivalenti}.$$

1.1.2 Free Cash Flow to Equity

Una tipologia di valutazione differente, invece, dal metodo *Free Cash Flow to the Firm* appena descritto, si ha con l'approccio *Discounted Cash Flow* tramite *FCFE* (*Free Cash Flow to Equity*). Diversamente dai precedenti, è un metodo, infatti, di tipo *equity side*, cioè calcola in maniera di retta il valore *equity* dell'impresa. La differenza principale con l'altro approccio *DCF* del metodo *FCFF* si riscontra nei diversi flussi di cassa ottenuti e nel differente tasso di sconto con cui attualizzarli.

L'ammontare di tali flussi corrisponde alla cassa disponibile per gli azionisti per operazioni di distribuzione dividendi oppure di riacquisto di azioni proprie (*share buy back*) che sono, però, soggette alla discrezionalità delle politiche aziendali¹¹. Per quanto riguarda il tasso di sconto da applicare ai flussi, si utilizza quello che rappresenta il rischio degli azionisti e, di conseguenza, il *costo dell'equity*¹².

Questa configurazione del *FCFE*, dovrebbe essere sottoposta al vincolo (in assenza di aumenti di capitale programmati):

$$FCFE \leq \text{utile netto} - \text{accantonamenti a riserva desiderati}^{13}.$$

Tale vincolo ha il fine di non considerare distribuibili agli azionisti le eventuali eccedenze di tesoreria che derivano da operazioni di indebitamento non accompagnate da i relativi investimenti ed incrementi di mezzi propri (fini ad accompagnare la crescita aziendale), eliminando così l'ipotesi, implicita nel *FCFE*, che la leva finanziaria (D/E) aumenti indefinitamente. Pertanto, una parte dei flussi di cassa, calcolati con il metodo di cui

¹¹ Berk J. De Marzo P. *Finanza Aziendale I* Pearson 2011, cap. 17 "La politica dei dividendi".

¹² Berk J. De Marzo P. *Finanza Aziendale I* Pearson 2011, cap.12 "La stima del costo del capitale".

¹³ Gli accantonamenti a riserva, conseguenze di politiche aziendali in tema di capitalizzazione, influenzano la variazione attesa dell'indebitamento.

sopra, alimenterà la liquidità aziendale per investimenti o operazioni di finanza straordinaria come ad esempio aumenti di capitale.

Quando oggetto di stima è l'*equity value* di una banca, si deve considerare il modello *FCFE* per tener conto che, essendo la banca un soggetto vigilato che deve rispettare livelli minimi patrimoniali di capital ratio, i flussi distribuibili ai soci/azionisti dovranno riflettere i surplus/deficit di capitale regolamentare. Il flusso di cassa distribuibile potrà essere del tipo *steady state*, quindi un flusso costante nel tempo, oppure *growth state*, sulla base di determinate ipotesi di crescita dell'attività o casi di discontinuità strategica e *stress* operativo in cui sarà invece necessario effettuare previsioni più analitiche.

Il modello *FCFE* viene descritto in forma sintetica dal seguente algoritmo:

$$\text{Equity Value} = \text{Excess Capitalo} + \sum_{t=1}^n \frac{FTt}{(1+Ke)^t} + \frac{TV}{(1+Ke)^n}^{14}.$$

L'*Excess Capital* rappresenta, perciò, una riserva di valore, ovvero la quantità di risorse patrimoniali assimilabili a *equity* che la banca potrebbe teoricamente distribuire subito agli azionisti, da non attualizzare in quanto già «disponibile» al momento della valutazione. I nuovi requisiti prudenziali patrimoniali¹⁵, che saranno progressivamente introdotti dagli Organi normativi comunitari, sono noti come regole di Basilea 3¹⁶.

¹⁴ Dove *Excess Capital* è il surplus (deficit) patrimoniale al momento della valutazione nel rispetto dei requisiti delle politiche comunitarie in materia bancaria in termini di *Core Tier1* (Patrimonio Netto Tangibile della Banca). Quest'ultimo è il patrimonio di base, al netto degli strumenti innovativi di capitale come le *preference shares*, strumenti di capitale che associano a forme di remunerazione ancorate ai tassi di mercato caratteristiche di subordinazione particolarmente accentuate, per esempio il mancato recupero negli esercizi successivi degli interessi non corrisposti dalla banca e la partecipazione alle perdite della banca stessa, nel caso in cui esse determinino una rilevante riduzione dei requisiti patrimoniali; *FTt* è il saldo dei flussi finanziari in entrata e in uscita al netto della variazione dei requisiti patrimoniali; *Ke* è il costo dell'*equity*; *n* è il numero di anni di previsione e *TV* è il terminal value.

¹⁵ Tutino F. Birindelli G. Ferretti P. *Basilea 3. Gli impatti sulle banche* Egea 2011.

¹⁶ Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, denominato Basilea 3, è uno schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari. Lo schema Basilea 3 chiede alle banche garanzie su capitale e liquidità. In particolare sono imposte delle soglie minime di capitale alle banche per evitare che shock finanziari le mettano in ginocchio (comportando riflessi sistemici). Il *common equity*, ossia le azioni ordinarie più le riserve, dunque la componente di massima qualità del patrimonio di una banca, deve essere pari ad almeno il 4,5% degli attivi (prestiti) ponderati per il rischio (*RWA*). Un prestito a un'impresa è, infatti, in genere più rischioso di un prestito a uno Stato o a una famiglia. Lo scopo della regola è quello di fare in modo che, se alcuni prestiti della banca cadono in sofferenza o non vengono restituiti, l'istituto abbia del capitale sempre libero per far fronte alle perdite. A questa quota del 4,5% si aggiunge una quota del 2,5%, il cosiddetto cuscinetto di protezione (*conservation buffer*), che costituisce un'altra protezione e porta il *core tier 1 ratio* minimo al 7 per cento. Un altro cuscinetto dello 0-2,5% del capitale è previsto dal nuovo schema. Sono però stabiliti o programmati anche interventi in altri aspetti operativi.

La Banca d'Italia ha recentemente modificato tale requisito, pertanto le banche saranno tenute ad applicare un coefficiente minimo di riserva di conservazione del capitale, sia a livello individuale sia a livello consolidato, pari a:

In conclusione, si può affermare che il modello FCFE è un modello molto analitico che restituisce un risultato estimativo preciso dove i dati di input sono affidabili a differenza di altri modelli sintetici che si basano, come mostrato nei paragrafi successivi, su proiezioni di valori di stima.

1.1.3 Metodo dei multipli

I metodi di valutazione relativa si basano sull'utilizzo di multipli come rapporto tra due variabili, solitamente finanziarie.

In molti casi, il numeratore è il prezzo di mercato della singola azione della società (multipli del capitale di rischio) oppure il suo *Enterprise Value* (multipli del valore dell'impresa), mentre il denominatore è solitamente una variabile di tipo contabile, come gli utili, i ricavi, le vendite o il valore contabile a libro (*book value*)¹⁷. L'obiettivo è quello di standardizzare le variabili a nominatore, rendendo possibile la valutazione relativa di un'azienda sulla base di come sono prezzate sul mercato aziende simili.

Il metodo dei multipli segue le seguenti fasi:

- identificare il gruppo di imprese o transazioni comparabili, che fungeranno da *benchmark*;
- calcolare il relativo multiplo per ogni comparabile;
- stimarne la media;
- utilizzare i multipli ottenuti per calcolare la stima del prezzo.

Una volta definito il gruppo di comparabili, come le imprese affini alla target dal punto di vista del settore di appartenenza (stesso *business risk*), lo step successivo è la scelta del multiplo.

-
- 1,250% dal 1° gennaio 2017 al 31 dicembre 2017;
 - 1,875% dal 1° gennaio 2018 al 31 dicembre 2018;
 - 2,5% a partire dal 1° gennaio 2019.

Dal 2016, inoltre, è presente una riserva di capitale anticiclica specifica della banca nei periodi di eccessiva crescita del credito, pari all'esposizione al rischio ponderata complessiva (*RWA*) della banca moltiplicata per il coefficiente anticiclico (la media ponderata dei coefficienti anticiclici applicabili nei vari paesi in cui la Banca ha esposizioni creditizie rilevanti).

Un indice molto importante, inoltre, è quello della liquidità. Il nuovo quadro normativo prevede un *liquidity coverage ratio* (LCR) capace di coprire la liquidità della banca per 30 giorni, da applicare in maniera graduale fino al 2019. (Per una descrizione più dettagliata delle norme relative agli Schemi Basilea vedi il Capitolo 2 paragrafo 2.2).

¹⁷ Nel caso di un'impresa che opera nel settore relativo ai servizi finanziari, è più consono utilizzare il valore *a libro* c.d. tangibile, cioè al netto del valore dell'avviamento.

Il più diffuso è il rapporto prezzo/utile per azione, detto *Price to Earnings ratio*, formato, appunto, dal rapporto tra il prezzo per azione dell'impresa e il suo utile per azione. Questo multiplo può essere visto come un indicatore di quanto un investitore sarebbe disposto a spendere per ogni euro di utile odierno o futuro della società. Il principale limite dei multipli basati sugli utili, però, consiste nel fatto che l'assunzione di base considera la loro rischiosità come costante nel tempo, inoltre, implicita è anche la considerazione che tali utili siano sostenibili in maniera indefinita nel tempo e nella stessa misura. Allo stesso modo, però, il principale vantaggio dei multipli basati sugli utili è la loro facile applicabilità. Sia *P/E*, che *P/EBIT* e *P/EBITDA* richiedono, naturalmente, che gli utili siano positivi, perciò per le aziende in perdita, sarà necessario calcolare multipli che non facciano riferimento agli utili contabili o utilizzare il rapporto prezzo-ricavi per azione, il *P/Sales ratio*. Un altro multiplo del capitale di rischio è il rapporto prezzo-valore contabile, il *P/Book Value ratio*, cioè il rapporto tra prezzo di mercato per azione e valore contabile del capitale proprio per azione, ottenuto come differenza tra valore contabile di tutte le attività meno valore contabile di tutte le passività diviso per il numero di azioni. Può essere visto come il premio, rispetto al valore contabile dell'*equity*, che un investitore è disposto a pagare per acquisire un'azione dell'azienda in cui intende investire. Il valore di libro, però, è influenzato dalle regole contabili e dalle decisioni adottate dal management relative alla contabilità, cosa che lo rende non sempre valido e per questo poco utilizzato dagli analisti, tranne che per imprese del settore finanziario e le compagnie di assicurazione¹⁸.

L'ultimo multiplo del capitale di rischio, differente dai precedenti, è il rapporto *prezzo-cash flow*, *P/CF ratio*, utilizzato in sostituzione ai precedenti, in quanto i cash flow sono meno sensibili alle scelte contabili, e sono considerati i veri driver del valore.

Il multiplo del valore totale più famoso, invece, è l'*EV/EBITDA ratio*. Nonostante il suo ampio utilizzo e la sua capacità di catturare molto bene i diversi aspetti dell'impresa, il rapporto tra valore d'impresa e *EBITDA*, può, in qualche caso, sovrastimare il flusso di cassa operativo dell'impresa, se gli investimenti in asset durevoli e in capitale circolante sono considerevoli.

¹⁸ Queste tipologie di società, avendo in bilancio attività e passività molto liquide, si trovano con valori contabili molto prossimi ai relativi valori di mercato.

Dunque, potremmo dire che, se i multipli di mercato hanno il vantaggio di essere semplici e rapidi da applicare, specialmente per avere una prima stima in fase di analisi finanziaria, allo stesso tempo è molto facile incorrere in errore nel loro utilizzo. Essendo una misura in relazione ad altre imprese, per esempio, è possibile ottenere un valore dell'azienda coerente rispetto ai comparabili, ma non rispetto al resto del mercato, se ci sono errori valutativi a livello settoriale.

In conclusione, l'obiettivo principale della valutazione mediante il metodo dei multipli è evidenziare prezzi di mercato che appaiono sopra/sottovalutati.

1.1.4 Dividend Discount Model

Il *Dividend Discount Model (DDM)* è un metodo di valutazione finanziaria che si basa sull'assunto che il prezzo di una attività finanziaria è ottenuto come somma dei flussi dei dividendi futuri, attualizzati ad un tasso di sconto costante.

Il valore attuale del flusso dei dividendi attesi può essere espresso come:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{E(Dt)}{(1+r)^t} \quad 19$$

Questa equazione si basa sull'ipotesi irrealistica che l'investitore detenga il titolo per tutta la durata della vita dell'azienda. Il modello prevede, perciò, che il valore del titolo possa venir calcolato anche nel caso in cui il titolo sia detenuto per periodi inferiori.

Il *Dividend Discount Model* assume tre ipotesi di base:

- il flusso dei dividendi è perpetuo;
- i dividendi crescono sempre ad un tasso costante “g”;
- il tasso di sconto è maggiore del tasso di crescita ($r > g$).

Possiamo quindi dire, tramite il modello di *Gordon*, che D_1 è uguale a $D_0 * (1 + g)$ e, sebbene l'ipotesi di un tasso costante nel tempo è poco probabile, l'equazione è un ottimo strumento per analizzare le principali determinanti dei prezzi e dei rendimenti. L'equazione del rendimento complessivo può essere riscritta come:

$$\text{Rendimento complessivo} = \frac{D_1}{P_0} + g.$$

¹⁹ Dove P_0 è il prezzo corrente dell'azione, $E(Dt)$ è il valore atteso del dividendo D nell'anno t , n è il numero di anni di attività dell'impresa ed r è il tasso di attualizzazione aggiustato per il rischio come costo del capitale proprio determinato utilizzando per esempio il CAPM.

Si può quindi concludere che il rendimento complessivo può essere scomposto in due componenti, il tasso di dividendo D_1/P_0 e il tasso di crescita g . Per cui, se il tasso di capitalizzazione r è costante, la crescita del prezzo dell'azione sarà uguale al tasso di crescita dei dividendi²⁰.

In generale, nella valutazione classica delle imprese non finanziarie l'approccio volto a stimare il valore dell'*equity* richiede innanzitutto la stima dei flussi di cassa netti dopo le imposte che residuano tenuto conto del reinvestimento in capitale circolante operativo e in capitale fisso, al netto del servizio del debito²¹.

Nel caso delle banche, invece, i citati reinvestimenti sono poco significativi, sia in quanto il capitale circolante operativo riveste in termini relativi un ruolo marginale, sia in quanto gli investimenti effettivamente rilevanti sono spesso rappresentati da intangibili che non hanno sempre evidenza nell'attivo di bilancio quali *asset* cui associare assorbimenti di risorse finanziarie. Per tale ragione, il metodo valutativo basato sull'attualizzazione dei dividendi (*Dividend Discount Model*), sembra essere un metodo adatto a tale contesto.

Il valore dell'azione è pari, perciò, al valore attuale dei dividendi attesi²², scontati in base al costo dell'*equity*:

$$\text{Valore dell'azione} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DPSt}{(1+Ke)^t} \quad 23.$$

Sono, inoltre, ammessi casi in cui si considera:

- una crescita costante g dei dividendi:

$$\text{Valore dell'azione} = \frac{DPS_1}{Ke-g} \quad 24;$$

- una crescita elevata per n anni e successivamente una crescita stabile g all'infinito:

$$\text{Valore dell'azione} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DPSt}{(1+Ke;hg)^t} + \frac{DPS_{n+1}}{(Ke;st-gn)*(1+Ke;hg)^n} \quad 25.$$

²⁰ Berk J. De Marzo P. *Finanza Aziendale I* Pearson 2011, cap. 9 "La valutazione delle azioni".

²¹ Berk J. De Marzo P. *Finanza Aziendale II* Pearson 2011, cap. 7 "Gestione del capitale circolante".

²² Si considerano, quando ritenuto rilevante, anche le distribuzioni sotto forma di riacquisto di azioni (*stock buyback*).

²³ Dove $DPSt$ è il Dividend per Share dell'anno t .

²⁴ Dove DPS_1 è il Dividend per Share dell'anno 1, postulato, come stabilito dalla formula di Gordon circa il fattore di crescita, che $Ke > g$.

²⁵ Dove $Ke;hg$ è il costo del capitale nel periodo di crescita straordinaria elevata, $Ke;st$ è il costo del capitale in caso di crescita stabile, sulla base dell'ipotesi che nel periodo di elevata crescita il Beta assuma valori più elevati, rispetto al periodo di crescita stabile, e che nel lungo periodo la maturità dell'impresa e del business conduca il Beta (in tal caso chiamato *adjusted*) a convergere verso l'unità.

Quanto descritto analiticamente può essere facilmente rappresentato numericamente tramite un esempio basato sugli assunti di:

- una simulazione di un periodo di 10 anni;
- un patrimonio netto contabile (BV_0) pari a 1;
- un ROE pari al 10% (E_1 / BV_0);
- un tasso di crescita g , e di conseguenza E , DPS , RE (Retained Earnings, profitti trattenuti)²⁶, BV pari al 3%;
- un costo del capitale K_e pari all'8%;
- un utile netto atteso pari, quindi, a 0.1 (il 10% di 1).

Il *Dividend Payout ratio* (il tasso di distribuzione dei dividendi) è, dunque, costante ed è pari a:

$$\frac{DPS_1}{E_1} = \frac{E_1 - g * BV_0}{E_1} = 1 - \frac{g}{ROE} = 70\%$$

Anno	E	Crescita E	Dividend per share	Crescita DPS	RE	Crescita RE	Book Value	Crescita BV	Payout
1	0,100		0,070		0,030		0,103	3%	70%
2	0,103	3%	0,072	3%	0,031	3%	0,106	3%	70%
3	0,106	3%	0,074	3%	0,032	3%	0,109	3%	70%
4	0,109	3%	0,076	3%	0,033	3%	0,113	3%	70%
5	0,113	3%	0,079	3%	0,034	3%	0,116	3%	70%
6	0,116	3%	0,081	3%	0,035	3%	0,119	3%	70%
7	0,119	3%	0,084	3%	0,036	3%	0,123	3%	70%
8	0,123	3%	0,086	3%	0,037	3%	0,127	3%	70%
9	0,127	3%	0,089	3%	0,038	3%	0,130	3%	70%
10	0,130	3%	0,091	3%	0,039	3%	0,134	3%	70%

Tabella 1 – Esempio di calcolo del prezzo di un'azione

Nella tabella 1 sono espressi i valori di E , DPS , BV , RE e p , in base agli assunti sopra ipotizzati. Da ciò ne consegue che il valore dell'azione P può essere alternativamente così stimato:

$$P = \frac{DPS_1}{K_e - g} = \frac{0,70}{8\% - 3\%} = 1,40$$

$$P = BV \frac{ROE - g}{K_e - g} = 1 * \frac{10\% - 3\%}{8\% - 3\%} = 1,40$$

²⁶ Se $DPS_1 = E_1 - g * BV_0$ e $E_2 = E_1 * (1 + g)$, possiamo scrivere che $(DPS_2 + gBV_1) / (DPS_1 + gBV_0) = 1 + g$. Da qui discende che: $DPS_2 + gBV_1 = DPS_1 (1 + g) + gBV_0 (1 + g)$ e anche che: $BV_1 = BV_0 (1 + g)$. Si evince, quindi, che E , DPS , RE e BV crescono secondo lo stesso fattore g .

L'eventuale diversa condizione secondo cui $ROE < K_e$ non altera il prezzo finale dell'azione. Il *DDM* valuta, quindi, le azioni sulla base della previsione dei futuri dividendi distribuiti agli azionisti. Tuttavia, a differenza dei titoli di stato (in cui la valutazione è simile) che hanno flussi di cassa cedolari certi, per le previsioni sui dividendi aziendali esiste un elevato grado di incertezza.

Possiamo notare come per fare una previsione sui futuri dividendi è necessario prevedere gli utili aziendali ed il loro tasso di distribuzione (*Dividend Payout ratio*). Gli utili futuri disponibili, dipendono però, da diversi fattori economico-finanziario-erariali e dalle politiche aziendali²⁷.

Per applicare il *DDM* coerentemente alle dinamiche societarie di un'impresa che opera in un contesto finanziario, in cui le politiche aziendali, specialmente inerenti alla distribuzione di dividendi, sono dipendenti dalle logiche di reperimento di capitali, è usuale utilizzare il *gordon model* in cui per calcolare il valore del prezzo dell'azione si parte dal *ROTE* (*Return on tangible Equity*), che esclude dal calcolo del capitale sociale il valore dell'avviamento.

Moltiplicando, successivamente, il valore ottenuto tramite il rapporto di *gordon* per l'*average tangible equity per share*, che calcola il valore tangibile dell'equity per azione, si può calcolare il target price, completando la valutazione finanziaria.

1.1.5 Accenni al Risk Management

Con il termine Risk management (gestione del rischio) ci si riferisce all'insieme di processi attraverso cui un'impresa identifica, analizza, quantifica, elimina e monitora i rischi legati ad un determinato processo aziendale²⁸.

L'obiettivo principale del Risk management, quindi, è quello di minimizzare le perdite e massimizzare l'efficacia e l'efficienza dei processi produttivi. In realtà si tratta, più che di un singolo processo, di un insieme articolato di processi attraverso cui le aziende valutano, dapprima, la probabilità che si verifichi una determinata situazione ed in seguito il modo di evitarla, ridurre gli effetti, trasferirla a terzi o in molti casi accettarne le conseguenze minimizzando gli impatti sull'attività di impresa²⁹.

²⁷ Rutigliano M. *Analisi del bilancio delle banche, rischi, misure di performance, adeguatezza patrimoniale* Egea 2012.

²⁸ Definizione tratta da "Borsa Italiana, Glossario, dizionario online".

²⁹ Berk J. De Marzo P. *Finanza Aziendale II* Pearson 2011, cap. 11 "Gestione del rischio".

La prima fase del processo di gestione del rischio è quella dedicata alla valutazione.

In generale possono essere individuate le seguenti fasi:

- definizione del contesto;
- identificazione dei rischi;
- analisi del rischio;
- valutazione dei rischi;
- controllo dei rischi - fase che a sua volta viene divisa nello step dedicato alla preparazione ed approvazione del Piano di azione dei rischi (*Risk Action Plan*) e nello step di esecuzione - controllo e modifica del piano.

Dal punto di vista normativo, il Risk Management, disciplinato dapprima a livello comunitario con la Direttiva dell'Unione Europea 2004/39/CE, nota anche come *Mifid* del 2004 (*Markets in Financial Instruments Directive*)³⁰ e con le Direttive nn. 48 e 49 del 2006³¹, è stato introdotto nell'ordinamento nazionale tra il 2005 ed il 2007. Con questi provvedimenti il legislatore ha strutturato il processo interno di Risk Management, che impone all'intermediario, prima di assumere una qualsiasi decisione, di individuare tutti

³⁰ La direttiva risponde all'esigenza di creare un terreno competitivo uniforme tra gli intermediari finanziari dell'Unione europea, senza pregiudicare la protezione degli investitori e la libertà di svolgimento dei servizi di investimento. Gli obiettivi di fondo sono:

- la tutela degli investitori;
- l'integrità dei mercati;
- il rafforzamento dei meccanismi concorrenziali;
- l'efficienza dei mercati, finalizzata anche a ridurre il costo dei servizi offerti;
- il miglioramento dei sistemi di *governance* delle imprese di investimento ed una migliore gestione dei conflitti di interesse.

³¹ Il provvedimento apporta ai Testi unici bancario e della finanza le modifiche e le integrazioni necessarie a estendere le competenze delle autorità.

La nuova normativa si basa su tre pilastri:

- I requisiti patrimoniali, che impongono alle banche e i gruppi bancari di avere una dotazione patrimoniale minima per fronteggiare i rischi tipici dell'attività bancaria e finanziaria (di credito, di mercato e operativi).

I requisiti minimi patrimoniali devono coprire le perdite inattese dovute a tre rischi:

- 1) Rischio di credito;
- 2) Rischio di mercato;
- 3) Rischio operativo.

La formula per la determinazione del patrimonio di vigilanza viene così ampliata e rivista:

Patrimonio regolamentare $\geq 8\%$ di [(RWA Rischio Credito) + (RWA Rischio Mercato) + (RWA Rischio Operativo)]; dove RWA è il rischio medio ponderato degli asset.

- Il Controllo dell'Autorità di Vigilanza che disciplina il processo di controllo dell'adeguatezza patrimoniale e della funzionalità complessiva dell'intermediario;
- La Disciplina di mercato e Trasparenza che introduce obblighi di informativa pubblica che le banche devono fornire in ordine alla propria adeguatezza patrimoniale, alla rischiosità e all'organizzazione per favorire il controllo da parte del mercato.

i rischi connessi a tale decisione, di valutarne, e se possibile misurarne, sia la frequenza di accadimento che il relativo impatto economico sul bilancio. Il processo interno di Risk Management si conclude con la fase di c.d. *Risk Response*, in cui si enunciano le diverse possibilità di scelta e decisione nel caso concreto, specificandone le conseguenze.

Per quanto riguarda l'applicazione dei modelli del Risk Management nel contesto bancario, la natura dell'attività bancaria rende quest'ultima da sempre strettamente connessa all'assunzione e alla gestione del rischio, tanto che il risk management può considerarsi a tutti gli effetti la componente centrale dell'attività della banca. Le principali tipologie di rischio affrontate in qualsiasi contesto aziendale sono:

- il rischio di mercato;
- il rischio di credito;
- il rischio di liquidità;
- il rischio operativo.

Il *rischio di mercato* si riferisce al rischio di variazioni del valore di mercato di uno strumento o di un portafoglio di strumenti finanziari collegate a variazioni inattese delle condizioni di mercato, ossia, ad esempio, dei tassi di interesse e di cambio, dei prezzi azionari e delle merci, nonché della relativa volatilità.

La misurazione del rischio di mercato avviene tramite il calcolo della massima perdita potenziale (VaR^{32}) che una posizione o un portafoglio di attività può subire, dato un certo livello di confidenza, nel corso di un determinato intervallo temporale, identificato tramite una distribuzione dei valori di mercato. La differenza tra il valore di mercato atteso della posizione e il valore di mercato nel *worst case* scenario, identifica quindi il *value at risk*.

Il Var è calcolato come:

³² Il VaR di una posizione o di un portafoglio rappresenta una misura di tipo probabilistico, che assume valori diversi in corrispondenza di differenti livelli di confidenza. Non indica, quindi, una perdita massima potenziale in un sottoinsieme di scenari possibili, che considera una larga parte degli eventi estremi sfavorevoli per la banca ma non lo scenario catastrofico di perdita dell'intero importo investito:

$$\Pr (L > VaR) = 1 - c$$

dove L indica l'importo della perdita e c rappresenta l'intervallo di confidenza prescelto (ad esempio il 99 o il 95 per cento: quanto più ampio è il livello di confidenza prescelto, tanto maggiore sarà, a parità di altre condizioni, il valore a rischio di una singola posizione o del portafoglio e quindi il grado di protezione che si vuole ottenere, poiché risulterà minore la probabilità di realizzare una perdita superiore rispetto a quanto misurato.).

$$\text{VAR}_i = \text{VM}_i * \delta_i * \sigma_i * z^{33}.$$

Con il termine *rischio di credito* si intende, invece, la possibilità di subire perdite a causa dell'incapacità di ripagare, totalmente o parzialmente, i crediti. Al crescere del numero delle controparti creditizie, crescono fisiologicamente i casi di insolvenza.

Il prodotto tra la probabilità di insolvenza della controparte (*probability of default* - PD) e la perdita in caso di insolvenza (*loss given default* - LGD) consente di stimare la c.d. perdita attesa, poi aggregata a livello di portafoglio:

$$\text{EL} = \text{Ea} * \text{PD} * \text{LGD}\%^{34}.$$

Dagli effetti di tali perdite potenziali, che ci si attende emergano dal portafoglio, la banca si protegge attraverso la politica degli accantonamenti ai fondi rischi (trattata in modo più approfondito, con riferimento anche alle recenti normative comunitarie e in generale alle metodologie di calcolo del rating d'impresa e del merito creditizio, nel paragrafo successivo).

Il *rischio operativo*, è definito come il rischio di perdite dirette o indirette derivanti da inadeguatezze procedurali e da fattori endogeni o esogeni³⁵. Il punto di partenza per un adeguato processo di misurazione del rischio operativo è l'identificazione di tutti i possibili fattori di rischio ad esso riconducibili per le diverse unità di business della banca, e la definizione di un idoneo indicatore di esposizione al rischio³⁶. La perdita inattesa che rappresenta, invece, la variabilità media della perdita attesa, può essere ricavata sulla base di serie storiche interne, come deviazione standard delle perdite complessive storiche

³³ Dove VM_i è il valore di mercato della posizione, δ_i è la sensibilità del valore di mercato a variazioni del fattore di mercato a cui è esposta (ad esempio, per i titoli obbligazionari, esposti alla variazione dei tassi di interesse, tale coefficiente è pari alla *duration* modificata), dove σ_i è la potenziale variazione sfavorevole del fattore di mercato, a sua volta ottenuta moltiplicando la volatilità stimata dello stesso (espressa dalla deviazione standard) per un fattore scalare (z) che consente di ottenere una misura di rischio corrispondente al livello di confidenza desiderato.

³⁴ Dove EL (*expected loss*) è la perdita attesa, Ea (*esposizione attesa*) è l'esposizione assunta nei confronti della controparte la cui aleatorietà dipende dalla forma tecnica del finanziamento concesso (ad esempio, nel caso di un mutuo, l'esposizione è sostanzialmente fissa mentre nel caso di un'apertura di credito in conto corrente, dove l'affidatario ha piena discrezionalità in merito all'ammontare del fido da utilizzare effettivamente, essa diventa una variabile aleatoria), dove PD è la probabilità di insolvenza della controparte (*Probability of Default*) e LGD è il tasso di perdita atteso in caso di insolvenza che può essere espresso come il complemento a 1 del tasso di recupero (RR, *recovery rate*). Inoltre la perdita attesa a livello di portafoglio è calcolata come la media ponderata delle perdite attese degli impieghi che lo compongono.

³⁵ Il Comitato di Basilea 2, riunitosi nel 2007, tramite gli accordi omonimi, ha inserito il rischio operativo, insieme a quello di mercato e di credito, nei requisiti patrimoniali degli istituti di credito.

³⁶ Espresso ad esempio, dal totale dei ricavi, dal reddito operativo lordo, dal totale delle attività o dal margine di intermediazione.

connesse al rischio operativo, oppure, in assenza di tali dati, può essere ricavata ipotizzando una distribuzione binomiale delle perdite³⁷.

Il *rischio di liquidità*, infine, è legato all'eventualità che la banca non sia in grado di far fronte ai propri impegni di pagamento per l'incapacità di reperire fondi sul mercato (*funding liquidity risk*)³⁸ o di smobilizzare i propri attivi (*market liquidity risk*)³⁹.

Le due componenti del rischio di liquidità interagiscono fortemente anche con gli altri rischi dell'attività bancaria (ad esempio il deterioramento della qualità degli impieghi).

Per valutare il *funding liquidity risk* si usa:

- un approccio stock tramite indicatori basati su grandezze patrimoniali di tipo statico come *cash capital position* e *medium-long term funding ratio*⁴⁰;
- un approccio basato sui flussi di cassa futuri attesi in entrata e in uscita collegati agli stock della banca (depositi, titoli, impieghi);
- un approccio ibrido che integra i due metodi precedenti in modo da utilizzare le attività finanziarie liquidabili come *collateral* per operazioni di finanziamento interbancario a breve (c. d. *unencumbered eligible asset*⁴¹).

La misurazione del *market liquidity risk* si basa, invece, sulla valutazione del grado di liquidità del mercato su cui un dato prodotto finanziario è negoziabile.

1.2 Criticità e riflessioni

³⁷ Ipotizzare una distribuzione binomiale delle perdite significa basarsi sull'ipotesi che esistano solo due possibili eventi, cioè il verificarsi dell'evento rischioso o il suo mancato accadimento.

³⁸ Ovvero che la banca non riesca ad adempiere puntualmente ai deflussi di cassa attesi e inattesi dovuti al rimborso di passività o all'impegno nell'erogazione di fondi.

³⁹ Ovvero che la banca non sia in grado di convertire in denaro una posizione su una data attività o che riesca a liquidarla solamente subendo una decurtazione del prezzo, a causa della necessità di vendere rapidamente un elevato volume di attività finanziarie.

⁴⁰ La *cash capital position* è ottenuta sottraendo alle attività liquide o facilmente monetizzabili le passività a vista o a brevissimo termine, il cui rinnovo a scadenza non può considerarsi certo, e gli impegni irrevocabili a erogare fondi; i *medium-long term funding ratios* sono invece calcolati rapportando le passività con scadenza medio-lunga e le attività finanziarie con uguale durata, evidenziano quindi la misura in cui la banca è dipendente dalla capacità di rinnovare i depositi a breve termine al fine di finanziare le attività a medio-lungo termine (è normale che tali rapporti siano inferiori al 100 per cento, ma si ritiene che valori inferiori al 30 per cento siano sintomatici di squilibri nella struttura delle attività e passività).

⁴¹ Si consideri ad esempio un'obbligazione di Stato senza cedole e con scadenza contrattuale a 10 anni che sarebbe classificata, in base all'approccio dei flussi di cassa, nella fascia «10 anni»; ciò significherebbe che i flussi di cassa connessi a tale titolo non sarebbero disponibili prima di 10 anni. Tuttavia, in presenza di tensioni di liquidità, il titolo in esame può essere ceduto sul mercato secondario o essere utilizzato come garanzia per ottenere credito nel breve termine.

La valutazione finanziaria applicata al contesto bancario, è, dunque, fortemente influenzata dalle componenti di rischio, che offrono alternative valide alle metodologie classiche di stima del valore d'impresa. Infatti, la funzione principale di un'impresa finanziaria è l'assunzione di rischi, propri e della clientela. Per questo, la capacità di identificare, misurare e gestire i rischi è considerata di fondamentale importanza per le banche, che sono dotate di sistemi strutturati di misurazione, gestione e controllo della rischiosità.

Inoltre, la rilevanza sistemica di tali intermediari ha mutato le modalità di valutazione e gestione dei rischi, da sempre oggetto di una forte attenzione da parte delle autorità, nazionali e internazionali. Prima di concentrare l'attenzione su questi aspetti, viene analizzato il percorso evolutivo del risk management bancario, che si sta lentamente trasformando da una funzione di mero controllo quantitativo in una funzione con rilevanza strategica e decisionale.

Nel paragrafo seguente si illustra l'evoluzione del rapporto banca-impresa dal punto di vista del risk management e le conseguenze contabili che i nuovi principi internazionali apporteranno al contesto bancario e d'impresa.

1.2.1 IFRS 9 e nuovi scenari

Dal 1° gennaio 2018 entrerà in vigore il nuovo principio contabile internazionale *IFRS 9* in sostituzione dell'attuale *IAS 39*, che apporterà un significativo cambiamento nelle politiche creditizie delle banche e nel rapporto banca-impresa. La tradizionale documentazione contabile richiesta alle imprese (tipicamente bilanci e situazione contabili infra-annuali) sarà sempre più integrata da report previsionali di cassa e da piani economico-finanziari *cash flow oriented* costruiti su orizzonti multi-periodali. Tali documenti saranno essenziali per consentire una stima *life time* delle *expected credit loss* coerente ai nuovi postulati di *impairment test*.

Nell'attuale contesto normativo in materia finanziaria⁴², ed alla luce del nuovo *IFRS 9*, bisogna riconsiderare la comunicazione tra banca e impresa, e le metodologie di

⁴² In particolare si fa riferimento ai recenti notevoli cambiamenti intervenuti nella normativa in tema di supervisione e vigilanza prudenziale sull'attività bancaria a seguito in particolare dell'emanazione da parte dell'EBA (*European Banking Authority*) e delle linee guida della Bce con le quali viene richiesto alle prime 15 banche italiane di aumentare, in media, il requisito patrimoniale *CET1*, al 10,50%, a fronte dell'obiettivo del 7% previsto in precedenza dall'Accordo di Basilea 3.

valutazione del merito creditizio per ridurre le asimmetrie informative tra le parti contraenti e favorire una più efficiente ed efficace allocazione del credito. Si tratta di individuare un modello di creazione del valore che colleghi:

- l'obiettivo delle banche di minimizzare il costo per il rischio di credito, cioè di massimizzare il valore economico della specifica esposizione creditizia ponderata;
- l'obiettivo delle imprese di massimizzare nel medio-lungo termine il valore economico del capitale ponderato per il rischio d'impresa.

Per descrivere al meglio quanto detto, è importante definire il concetto di valore economico e di rischio economico-finanziario riconducibili ad un unico modello di stima del Capitale Economico.

Per *rischio di credito*⁴³, si intende (cfr. paragrafo precedente) la possibilità che una variazione negativa inattesa del merito creditizio di una controparte, generi una corrispondente variazione negativa del valore corrente del credito:

$$\text{Credit Loss} = \text{Expected Credit Loss} + \text{Unexpected Credit Loss}.$$

Il *rischio economico-finanziario* d'impresa è, invece, la possibilità che una variazione negativa inattesa dei flussi di cassa netti d'esercizio, stimati *ex ante*, generi una variazione negativa del capitale economico. Un aumento del rischio d'impresa determina una riduzione della capacità dell'impresa di raccogliere nuove risorse finanziarie - di capitale proprio o di debito - da destinare allo sviluppo aziendale:

$$\text{EV} = \text{Expected Enterprise Value Loss} + \text{Unexpected Enterprise Value Loss}.$$

Perciò le variabili che caratterizzano il rischio economico-finanziario d'impresa sono:

- la perdita media attesa EL;
- la perdita inattesa UL (variabilità attorno al valore medio);
- l'orizzonte temporale *t* di riferimento della stima.

La perdita attesa (riconducibile al costo per il rischio) è essenzialmente un valore statistico dei flussi di cassa d'esercizio (relativi alle gestioni operativa, extra-operativa, finanziaria ed erariale). Per la perdita inattesa, il concetto di rischio, è scomponibile in:

- il *rischio specifico aziendale*, riconducibile ai fattori endogeni alla gestione aziendale;

⁴³ Resti A. Sironi A. *Rischio e valore nelle banche* Egea 2008.

- il *rischio sistemico aziendale*, riconducibile a fattori esogeni alla gestione aziendale e non facilmente mitigabili attraverso le politiche interne.

Per l'orizzonte temporale t , invece, è opportuno far riferimento ad un ciclo di 5-7 anni per la stima delle probabilità associabili ad ogni flusso di cassa.

Un'ultima considerazione merita la correlazione tra valore economico del capitale aziendale ed il rischio economico-finanziario d'impresa. È evidente che ogni variazione positiva o negativa del rischio economico-finanziario produce una equivalente variazione sul capitale d'impresa. Analogamente alla valutazione del rischio di credito, è possibile stimare il rischio d'impresa tramite un modello *CaR (Capital at Risk)* con il quale viene misurata la riduzione dell'Enterprise Value. Di conseguenza il Valore Economico del Capitale aggiustato per il rischio coincide perfettamente con la definizione di merito creditizio (o anche capacità di credito)⁴⁴.

È possibile, ora, definire un modello a cui poter far riferimento conciliando in un'unica *funzione obiettivo* le determinanti sopracitate. Tale modello parte col definire la funzione obiettivo di valore per la banca, in cui si tiene in considerazione, tra i rischi, quello di credito:

$$L = EL + UL = \text{Min } \forall M^{45}.$$

Dal punto di vista dell'impresa la funzione obiettivo è, invece quella di massimizzare, nel medio-lungo termine, il valore economico del Capitale *Adjusted*:

$$\text{Equity Value} = \sum_{t=1}^k \frac{FCEt*(1-\overline{PD})}{(1+rf)} + \frac{FCE*(1-\overline{PD})}{rf} * (1+rf)^{-(k+1)}^{46}.$$

La variabile $\overline{PD}$, che può conciliare le due funzioni obiettivo sopra descritte, corrisponde nel modello *IFRS 9*, alla probabilità di inadempienza *life-time* (ovvero la probabilità che l'inadempienza si verifichi nel periodo preso in considerazione). Per presentare in modo esaustivo tale modello, è necessario definire i termini: *capacità di credito e di rimborso*.

⁴⁴ Per *merito creditizio* si intende il massimo credito che un'impresa, in un certo tempo, può ottenere da tutto il sistema creditizio in funzione:

- della sua capacità attesa di rispettare puntualmente e regolarmente tutti gli impegni derivanti dal servizio del debito contratto;
- del rischio d'impresa ad essa riconducibile.

⁴⁵ Dove L è la misura del costo totale del rischio di credito, EL e UL sono rispettivamente la perdita attesa ed inattesa, M è l'orizzonte temporale (*Maturity*), e $\forall M$ può essere misurata con l'equazione seguente: $EL = PD * LGD * EaD * M$ che con $M=1$ diventa: $EL = PD * LGD * EaD$.

⁴⁶ Nella formula FCE sono i flussi di cassa attesi nell'esercizio t , rf è il tasso risk free pivo di rischio (ad esempio il tasso di rifinanziamento marginale della Bce), $1-\overline{PD}$ è la probabilità media di sopravvivenza di un lungo periodo.

Per *capacità di credito* si intende il massimo credito ottenibile in un certo tempo t , in funzione della capacità di generare, nel medio-lungo termine degli adeguati flussi di cassa. Dal punto di vista delle imprese, rappresenta il valore economico del capitale di rischio investito ponderato per il costo del rischio, incrementato per la garanzia patrimoniale ed eventuali garanzie di terzi:

$$\text{Capacità di Credito} = \text{Enterprise Value} + \text{Garanzie di Terzi}$$

Alla funzione deve essere applicato il vincolo di breve periodo, rappresentato dalla capacità di rimborso così definito:

$$\text{Capacità di Rimborso} = \text{Flusso di cassa operativo netto atteso (al netto delle imposte e tasse, considerati come impegni finanziari improrogabili)} > \text{servizio del debito} = \text{capitale} + \text{interessi}.$$

Il modello di sostenibilità aziendale nel medio-lungo periodo, vincolato come sopra descritto al breve, può, quindi, essere così rappresentato:

$$\widetilde{CC} - \overline{PFN} > \Delta \overline{CIO} + \bar{d}^{47}.$$

Quindi, affinché un soggetto finanziario indebitato possa rispettare nel breve e nel medio-lungo periodo le sue prerogative di business, è necessario che i suoi flussi di cassa operativi previsionali, ponderati per i fattori di rischio, garantiscano la sopravvivenza aziendale ed un adeguato grado di crescita economica e remunerazione del capitale.

In conclusione, i cambiamenti normativi e regolamentari, in materia di attività bancaria e finanziaria impongono una rivisitazione dei modelli di comunicazione finanziaria, di monitoraggio e di valutazione dei processi di merito creditizio come presupposto della continuità aziendale. Le banche e le imprese, perciò, saranno collegate dalla stessa necessità di cambiamento, trasformando l'approccio statico ed esclusivamente rendicontale di analisi di bilancio in uno previsionale c.d. *cash flow-oriented*, in cui domineranno le analisi di scenario su base probabilistica.

La conseguenza diretta sarà la necessità di garantire, dal lato d'impresa, adeguati standard di qualità delle informazioni elaborate e, dal lato bancario, sistemi di allerta in grado di

⁴⁷ Dove $\widetilde{CC}$ è una variabile casuale che indica la Capacità di credito, $\Delta \overline{PFN}$ indica la posizione finanziaria netta media nel periodo considerato, $\overline{CIO}$ è pari a $\sum_{t=1}^n \frac{CAPEX}{(1+WACC)^t}$ e rappresenta il capitale fisso operativo relativo agli investimenti in programma e $\bar{d}$ è la remunerazione media attesa nel lungo periodo del capitale di rischio.

effettuare segnalazioni necessarie ad evitare la trasformazione di un prestito, o di qualsiasi altra tipologia di attività bancaria, in non performante.

Da settembre del 2017, saranno utilizzati dai grandi istituti bancari italiani, in conformità con quanto previsto dalle *linee guida della Bce*, dagli *standard internazionali contabili*, ed in rispetto dei requisiti tecnici previsti dagli *accordi bancari del Comitato di Basilea*, dei sistemi di allerta⁴⁸, che offrono la possibilità di segnalare, in modo analitico ed in tempi utili, i peggioramenti delle situazioni economico-finanziarie dei creditori. La razionalità valutativa di tali sistemi di allerta si sostituisce alla soggettività decisionale preesistente, in merito alle azioni di monitoraggio e ristrutturazione del prestito, e permette di anticipare i meccanismi di ristrutturazione del prestito, di fornire delle valutazioni oggettive circa le operazioni di recupero da effettuare⁴⁹, evitando il deterioramento del credito.

⁴⁸ Bernardi D. Talone M. *Sistemi di Allerta interna* ODCEC Milano, 2017.

⁴⁹ La banca valuta un piano di ristrutturazione del debito, in termini di scadenze e rimborso in quota capitale ed interessi, che analizzi la sostenibilità economica (*Valore attuale netto* del piano industriale proposto maggiore del *Valore attuale netto* derivante dall'escussione delle garanzie) e finanziaria (*Valore attuale netto* dei flussi di cassa, al netto degli impegni finanziari inderogabili, maggiore delle quote di rimborso).

CAPITOLO II

ANALISI FINANZIARIA E REGOLAMENTAZIONE

2.1 Analisi di Sensitività e Simulazioni

La simulazione aziendale ha il fine di rappresentare una realtà d'impresa che manifesti, nel tempo, un comportamento ed un'evoluzione simile a quanto accade nel sistema reale, e di costruire, di conseguenza, un contesto in cui poter verificare effetti micro e macro-economici.

Tecniche quantitative, metodologie decisionali ed interpretative, sono in grado di individuare gli input che impattano sui comportamenti e sul raggiungimento di livelli di performance obiettivo.

Pertanto, se il modello di simulazione viene sviluppato in modo corretto e se vengono formulate coerentemente le relazioni tra variabili, si possiede un insieme di alternative e possibili scenari da valutare grazie ad un set di informazioni che permette di monitorare al meglio la loro evoluzione dinamica nel tempo.

In casi in cui gli scenari ipotetici hanno una variabilità prevedibile, anche se limitata, tramite una simulazione economico-finanziaria deterministica, si possono effettuare analisi molto vicine a quelli che saranno i processi aziendali futuri. Quando, invece, tale variabilità non è più prevedibile, si deve costruire un modello in grado di rappresentarli al meglio.

Tramite la simulazione probabilistica ed il metodo c.d. di *Montecarlo*, ad esempio, si possono costruire una serie di esperimenti di simulazione, basati su un campione di variabili dipendenti e indipendenti, che stimano il comportamento delle prime in funzione dei valori assunti dalle seconde, rappresentate da variabili casuali. In tal modo, si possono produrre modelli, in cui a determinati valori di input corrispondono una serie di valori di output. Per cui, i dati di uno scenario aziendale sono valutati in relazione alla frequenza ed alla probabilità di accadimento.

L'efficacia di questo metodo dipende dall'individuazione delle variabili critiche del sistema, dal rigore logico con le quali sono definite relazioni di causa-effetto, e dalla vicinanza delle ipotesi base dell'algoritmo.

Quando come oggetto della simulazione ci sono i fenomeni aziendali, accanto alla sua rappresentazione formale, bisogna effettuare una serie di valutazioni qualitative. I fatti della gestione aziendale, devono essere analizzati dal loro punto di vista tecnico,

contabile, finanziario, normativo, fiscale e civilistico, in modo da individuare a priori le relazioni tra le differenti variabili.

In sintesi, l'implementazione di un modello con il *metodo di Montecarlo* è basato su:

- la selezione dei parametri e della distribuzione per ogni variabile presa in esame;
- il campionamento dei parametri e delle distribuzioni;
- la raccolta dei risultati per ogni elemento del campione;
- un'analisi di incertezza;
- un'analisi di sensitività.

È importante scegliere le distribuzioni delle variabili input in modo adeguato e selezionare un campione delle distribuzioni con una procedura coerente con le variabili scelte. Dopo aver raccolto i risultati, si effettuano le analisi di incertezza, con cui si calcolano il valore atteso, la varianza per singola variabile e la deviazione standard, e si effettuano le analisi di sensitività. Quest'ultima viene usata per rapportare la variazione dell'output con le diverse variazioni degli input, determinando così l'impatto che hanno le singole variabili sulle previsioni. Tali analisi possono essere effettuate tramite:

- i *diagrammi di dispersione*, che possono rivelare, in modo esclusivamente qualitativo, la tipologia di relazione, tra variabili input e output, espressa tramite il *coefficiente di correlazione*, analizzando però staticamente solo una variabile alla volta;
- il *coefficiente di regressione standard*, che tramite il metodo dei minimi quadrati⁵⁰, con cui viene calcolato il valore di correlazione β , può indicare, in maniera adeguata (ovvero quando il valore R^2 è significativo), l'importanza della singola variabile input rispetto all'incertezza della variabile output.

Per applicare la statistica descrittiva inferenziale al contesto aziendale dei processi aziendali, si può considerare il bilancio d'impresa come modello sopracitato, in quanto esso è in grado di quantificare e rappresentare la maggior parte delle variabili economiche.

⁵⁰ Il metodo dei minimi quadrati (in inglese *Ordinary Least Squares*) è una tecnica di regressione che permette di trovare una funzione, rappresentata da una curva ottima, che si avvicini il più possibile ad un insieme di dati che corrispondono a dei punti su un piano. La funzione trovata minimizza la somma dei quadrati delle distanze tra i dati osservati e quelli della curva che rappresenta la funzione stessa. Si possono, inoltre, distinguere due tipologie di funzioni: Parabola o Retta dei minimi quadrati.

I procedimenti di analisi che seguono, basati sui modelli statistici appena citati, sono una sintetica descrizione di quanto svolto dagli istituti di credito nei confronti degli operatori economici del mercato, con i quali intendono concludere accordi bancari, per lo più di finanziamento o prestito. Tali procedure, che hanno un impatto sul bilancio degli stessi istituti di credito per l'ammontare delle perdite attese ed inattese, sulla base delle direttive comunitarie in tema bancario, sono state integrate con dei sistemi di allerta che, nei prossimi mesi, permetteranno alle banche di implementare il processo di diagnosi del rischio in merito al deterioramento dei crediti.

2.1.1 Analisi e pianificazione finanziaria

Un processo di analisi economico-finanziaria, svolto da un ente creditizio allo scopo di individuare anomalie, potenziali rischi d'impresa, capacità di credito e capacità di rimborso, è la base di una operazione bancaria (ad esempio: una richiesta di finanziamento).

Le fasi di un procedimento di analisi si articolano in:

- *check-up informativo* al richiedente, in cui sono presenti le informazioni base;
- *diagnosi del rischio aziendale* in base alle analisi prospettiche dei suoi flussi di cassa;
- *simulazione economico-finanziaria* di possibili scenari futuri.

L'*analisi economico-finanziaria* è una delle tre determinanti analitiche del c.d. *rating d'impresa*, che permette di studiare l'aspetto contabile aziendale sotto il punto di vista sia storico che previsionale.

L'*analisi andamentale*, denominata extracontabile, fornisce, invece, sia i dati inerenti la struttura finanziaria interna dell'azienda che quelli finanziari esterni, procurati tramite un'analisi in *Centrale Rischi*⁵¹, riguardanti cioè le tipologie di accordi bancari e finanziari esistenti. I due aspetti, analizzati in modo biunivoco, sono in grado di descrivere la situazione finanziaria dal punto di vista endogeno ed esogeno, piuttosto che la struttura

⁵¹ Le *Centrali Rischi* sono dei sistemi informativi attraverso cui vengono forniti al sistema finanziario, informazioni circa la posizione creditizia dei clienti che ricorrono al credito e l'indebitamento della clientela verso le banche e gli intermediari finanziari. Le società finanziarie comunicano mensilmente alla Banca d'Italia il totale dei crediti verso i propri clienti, le sofferenze, i rischi auto liquidanti, i rischi a scadenza, i rischi a revoca, i finanziamenti, l'ammontare degli anticipi su fattura e tutte le tipologie di credito. L'obiettivo è quello di migliorare il processo di valutazione del merito creditizio della clientela e di rafforzare la stabilità di tutto il sistema di credito.

dei fidi concessi, le forme tecniche bancarie, il cash management aziendale e le tipologie di garanzie in atto.

La terza determinante, l'*analisi qualitativo-strategica*, comprendente le informazioni residuali relative alla *governance* d'impresa, ai piani d'investimento, alla struttura del management ed al *Business Plan*, permette di completare la visione generale dell'impresa e di fornire quanto necessario per calcolare lo *score economico-finanziario* finale ed il *rating*, col quale valutare l'ammontare di credito da elargire. Naturalmente i sistemi di calcolo del *rating d'impresa* variano in base al contesto macro-economico di riferimento, ed essendo, in tal caso, quello italiano, un ambiente economico composto per la maggior parte da *Pmi*, i modelli di rating strutturali, come quelli utilizzati, ad esempio, da *Moody's*, che prendono come variabili di riferimento i mercati internazionali, non sono coerenti con la realtà economica. La classificazione di rischio comunemente usata, dunque, individua una situazione di sicurezza, come massimo score raggiungibile, una di solvibilità, una di vulnerabilità prossima al rischio, una di rischio ed una di default⁵².

L'*analisi economico-finanziaria*, quindi, è quella che ha il maggior peso nel calcolo dello score finale, perché è quella che valuta quantitativamente gli scenari previsionali, e che, infatti, costituisce la base di partenza per il calcolo del rating finale. Gli *score andamentale e qualitativo*, possono modificare il risultato iniziale nel caso in cui esistano ragioni critiche di natura strategico-manageriale o bancaria. Naturalmente, nella maggior parte dei casi, risulta difficile avere situazioni di incompatibilità tra le tre analisi.

Ritornando alle fasi di analisi finanziaria degli enti creditizi, il *check-up informativo* aziendale è il primo documento di analisi richiesto per iniziare un procedimento di analisi finanziaria aziendale approfondita. In questa fase, c.d. di *pre-valutazione*, l'aspetto qualitativo e quantitativo, insieme, sono in grado di fornire un rating d'impresa indicativo dell'ammontare di credito e della sostenibilità finanziaria⁵³.

L'operatore economico richiedente un finanziamento, ad esempio, deve fornire un'adequata documentazione contabile ed extracontabile all'istituto bancario. Il check-

⁵² La classificazione è granulare e parte dai livelli S1 e S2 di sicurezza, S3 e S4 di solvibilità, passando per i livelli V1 e V2 di vulnerabilità e giungendo ai livelli finali, da R1 a R4, di rischio. I suddetti livelli fanno parte di un modello di rating relativo, nella maggioranza dei casi, al contesto economico nazionale delle piccole e medie imprese, che, coerentemente con la struttura del mercato, prende come riferimento dei *benchmark* nazionali, diversamente da quanto emerge dai rating e dalle analisi finanziarie delle più grandi imprese internazionali di valutazione.

⁵³ Beltrame F. Cappelletto R. *Valutazione finanziaria e rischio nelle piccole e medie imprese* Giappichelli 2013.

up informativo aziendale contiene, dunque, le informazioni qualitativo-operative dell'azienda relative alla sua struttura patrimoniale, economica e finanziaria, e la sua posizione in termini strategici rispetto al mercato. Il risultato finale di questa fase è avere uno score di rischio ed un rating di riferimento, riguardante il periodo retrospettivo dell'azienda. Inoltre, tramite analisi di natura retrospettiva del rischio operativo, finanziario, di liquidità, patrimoniale, della sostenibilità finanziaria e della capacità di credito e di rimborso⁵⁴, tramite le riclassificazioni del conto economico e dello stato patrimoniale, tramite le analisi degli indicatori patrimoniali e finanziari e tramite il rendiconto finanziario dei flussi di cassa, viene aumentata la mole di dati disponibili.

In merito alle riclassificazioni di Bilancio, per quanto riguarda il conto economico, le modifiche apportate dal D.lgs. 139/2015 prevedono una classificazione dei costi operativi in esterni ed interni al fine di ottenere gli aggregati intermedi del valore aggiunto e del margine operativo lordo.

La riclassificazione dello stato patrimoniale a liquidità ed esigibilità decrescenti consente, invece, di evincere a vista alcune peculiarità finanziarie di bilancio:

- il Margine di struttura, dato dalla differenza tra Mezzi propri e Attivo Fisso;
- il Capitale Circolante Netto, dato dalla differenza tra Attivo e Passivo Correnti;
- il Margine di tesoreria, dato dalla differenza tra liquidità totali e passività correnti.

In aggiunta, altri indicatori patrimoniali sono: il Capitale Circolante Netto, il Capitale Investito, Patrimonio Netto Tangibile Rettificato, la Posizione Finanziaria Netta, il Mol rettificato (Ebitda), il Cash Flow (Utile rettificato + ammortamenti), i Flussi di Cassa della Gestione Corrente, i Flussi Cassa al netto delle Attività d'investimento (*Capex*), il Rimborso Mutui (quota capitale) ed il Rimborso Mutui (rate complete)⁵⁵.

⁵⁴ Il *rischio operativo* è calcolato tramite il rapporto tra l'autofinanziamento lordo (dato dal margine operativo lordo al netto delle voci di raccordo non monetarie come ad esempio accantonamenti a fondo Tfr o costi capitalizzati di oneri pluriennali) e i ricavi netti e se è al di sotto del 5% può far scattare un'allerta operativa; il *rischio finanziario* è calcolato tramite il rapporto tra il saldo della gestione finanziaria e il margine operativo lordo e per avere un'analisi completa bisogna analizzare il rapporto di indebitamento, la posizione finanziaria netta e il patrimonio netto; il *rischio di liquidità* è calcolato tramite il rapporto tra il saldo netto della gestione al netto degli impegni inderogabili finanziari ed erariali ed il servizio del debito; il *rischio patrimoniale* è calcolato tramite il rapporto tra il patrimonio netto tangibile rettificato, cioè al netto delle partecipazioni, di rivalutazioni e di quelle voci che ne vanno ad aumentare, in maniera prettamente contabile e non reale, il valore; la *sostenibilità finanziaria* è analizzata tramite il saldo finanziario netto e le variazioni del debito nei confronti delle banche considerando oltre al rimborso di quote anche l'aumento del debito.

⁵⁵ Berk J. De Marzo P. *Finanza Aziendale* I Pearson 2011, cap. 2 "Introduzione all'analisi di bilancio".

La terza fase di un procedimento di analisi finanziaria riguarda la simulazione di ipotetici scenari. Per implementare un modello di simulazione di scenari previsionali di bilancio, si devono evidenziare le variabili economiche rilevanti (come ad esempio il reddito d'esercizio), scomporle in risultati parziali e considerare gli altri indicatori finanziari come variabili di supporto all'analisi strategica. Inoltre, sul modello, per verificare le conseguenze delle variabili esogene, sulle quali l'azienda presa in esame non ha controllo e le variabili endogene, sulle quali, al contrario, l'azienda ha potere decisionale, si possono effettuare esperimenti simulativi ed analisi di sensitività.

Per cui, tutte le componenti del conto economico e dello stato patrimoniale, o anche le politiche manageriali che emergono ad esempio dalla nota integrativa del bilancio e dal rendiconto finanziario, sono variabili endogene, che rappresentano tutte le operazioni economiche che l'azienda può influenzare. Le variabili esogene, invece, possono essere suddivise in contabili ed extracontabili, cioè poste a priori nel modello e rappresentanti delle ipotesi di scenario macro-economico in cui è inserita l'azienda.

Naturalmente la moltitudine di dati economico-finanziari aziendali, rappresentati sinteticamente tramite le variabili sopra descritte, mostra un'infinità di legami che spiegano le dinamiche aziendali.

Al termine dell'analisi finanziaria si effettuano le valutazioni strategico-gestionali coerenti con i dati risultanti dalle simulazioni. L'obiettivo principale della c.d. *pianificazione finanziaria*, quindi, è il reperimento di informazioni da utilizzare per ottimizzare la gestione aziendale e finanziaria⁵⁶.

È possibile suddividere la pianificazione finanziaria in pianificazione a breve e a medio-lungo termine e tenere conto, in entrambi i casi, dell'andamento della posizione finanziaria netta, dell'aumento del fatturato, dell'aumento dei piani di investimento, delle decisioni strategiche, del cambio di business aziendale. In casi di cambi di tendenza, l'abilità di previsione e di giustificazione coerente con i piani industriali, può essere decisiva nel rapporto banca impresa.

La variazione del fatturato, naturalmente analizzata sempre in un'ottica previsionale, fornisce informazioni sulla gestione dei rapporti con il sistema bancario:

⁵⁶ Masinelli F. *L'importanza della pianificazione finanziaria come strumento di conoscenza* Banca & Impresa 2011.

- in caso di *diminuzione del fatturato*, poiché la struttura delle linee di affidamento⁵⁷ non sarà più adeguata, è necessario richiedere linee finanziarie con tempi di rimborso e costi più alti;
- in caso di *aumento del fatturato* e dei *costi della produzione*, conseguenza di un investimento commerciale, ed in caso, quindi, di disallineamento tra il momento di investimento e di monetizzazione dello stesso, la pianificazione finanziaria suggerisce di aumentare le linee autoliquidanti, mantenendo un taglio di linee finanziarie che non sopprima la crescita;
- in caso di *cambio del tipo di fatturato*, dovuto al cambiamento di strategie o politiche commerciali mirate, è necessario creare linee sufficienti per sviluppare la strategia commerciale e per stare al passo con la nuova tendenza.

In molti casi, gli investimenti pianificati hanno come obiettivo delle controparti che chiedono garanzie a copertura degli impegni presi. La presenza di impegni di questo tipo, specie se a lungo termine, fornisce un'ulteriore importante informazione. Infine, la copertura dei rischi, descritta nel paragrafo 1.6 del capitolo precedente, è un tema che va ad ampliare le informazioni utili per una corretta e congrua pianificazione finanziaria. La pianificazione finanziaria, in conclusione, non è che una mera ricerca dell'obiettivo di migliorare gli indici economici dell'azienda, nell'ottica di generazione di cassa, facendo fronte alle esigenze aziendali.

2.2 Regolamentazione bancaria

I processi di analisi e pianificazione finanziaria vengono effettuati dagli istituti di credito in risposta alle prerogative di rischio e di controllo dettate da enti, nazionali e comunitari, che fungono da supervisori. Pertanto, per regolamentazione bancaria si definisce il processo attraverso cui vengono determinati i principi generali, le regole e gli standard che governano il sistema finanziario e le attività delle istituzioni finanziarie. La necessità di regolamentazione nasce dalla centralità del sistema finanziario, dai fattori di contagio delle strutture che ne fanno parte e dalla situazione sistemica di asimmetria informativa⁵⁸.

⁵⁷ La linea di affidamento o fido bancario, è l'impegno assunto da una banca a mettere una somma a disposizione del cliente, o di assumere per suo conto un'obbligazione nei confronti di un terzo.

⁵⁸ Resti A. Sironi A. *Rischio e valore nelle banche. Misura, regolamentazione, gestione* Egea, 2008.

La vigilanza finanziaria è, invece, un'attività di controllo che accerti la corretta applicazione delle regole, che valuti se gli obiettivi delle norme sono conseguiti o conseguibili, e che gestisca l'uscita di scena degli intermediari, non più in grado di stare sul mercato. Esistono tre tipologie di funzioni della Vigilanza⁵⁹:

- *Vigilanza macro-prudenziale*, che ha l'obiettivo di prevenire e attenuare il rischio sistemico per la stabilità finanziaria nell'Unione europea;
- *Vigilanza micro-prudenziale*, che ha l'obiettivo di proteggere i depositanti e i clienti delle singole istituzioni garantendo la solvibilità di queste ultime;
- *Norme di comportamento*, che hanno l'obiettivo di tutelare il consumatore dalle pratiche scorrette potenzialmente poste in essere dalle istituzioni.

Nei principali paesi industrializzati le funzioni di vigilanza finanziaria, che una volta erano attuate dalle banche centrali, sono state combinate in organizzazioni auto-regolate, al fine di formare un unico regolatore di servizi finanziari⁶⁰.

Le banche europee, quindi, hanno avuto un ruolo fondamentale nel controllo micro-prudenziale, motivo per cui, alla Bce sono stati attribuiti compiti di vigilanza sulle strutture più significative a livello sistemico. Tuttavia la micro-stabilità non garantiva la macro-stabilità, e con la crisi del 2008 si palesarono tutti i limiti del modello unico, con la conseguenza che le banche centrali⁶¹ tornarono ad occuparsi di entrambi gli ambiti.

Pertanto, nel 2010 è stato creato un *Sistema europeo di vigilanza finanziaria*, mediante l'istituzione, con appositi regolamenti, di nuove autorità di vigilanza - le *European Supervisory Authorities (ESAs)*, che intervengono nell'ambito bancario, mobiliare, assicurativo-pensionistico, incaricati della vigilanza micro-prudenziale - e di un Comitato europeo per il rischio sistemico, incaricato della vigilanza macro-prudenziale.

⁵⁹ “Nell’ultima decade, uno degli aspetti tradizionali delle banche centrali, la vigilanza finanziaria, è stato riorganizzato in modi che potrebbero essere descritti come rivoluzionari” Herring R.J. e Carmassi J. 2008.

⁶⁰ Campanella F. Zampanella A. *La regolamentazione, la vigilanza e la gestione del rischio del settore bancario* Maggioli 2014.

⁶¹ Un esempio di Banca Centrale che si occupa del complesso regolamentare, naturalmente in un contesto economico-politico differente, è la *Federal Reserve*, oggi costituito da una agenzia governativa centrale e da dodici *Federal Reserve Bank* regionali, una struttura privata e indipendente dal governo statunitense, considerata, difatti, una Banca Centrale indipendente, perché le sue decisioni di conduzione della politica monetaria, di vigilanza, di regolamentazione bancaria, di mantenimento della stabilità del sistema finanziario e di fornitura di servizi finanziari laddove sia necessario, non sono ratificate da nessun organo del potere esecutivo o legislativo.

Sono state, quindi, istituite l'*European Security Market Authority (ESMA)*, con sede a Parigi, che opera nel settore mobiliare e contribuisce a salvaguardare la stabilità del sistema finanziario dell'Unione europea, garantendo l'integrità, la trasparenza, l'efficienza e il regolare funzionamento dei mercati mobiliari, l'*European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)*, con sede a Francoforte, che vigila il settore assicurativo e pensionistico e l'*European Banking Authority (EBA)*, di cui si propone di seguito un approfondimento.

L'*EBA* è un'autorità, con sede a Londra, che opera per assicurare un livello di regolamentazione e di vigilanza prudenziale efficace e uniforme nel settore bancario europeo per gli enti creditizi, i conglomerati finanziari, gli istituti di pagamento e le imprese di investimento. Ha compiti di garantire un'azione di vigilanza e regolamentazione valida, efficace ed uniforme, di contribuire alla stabilità ed efficacia del sistema finanziario, di impedire l'arbitraggio regolamentare, di tutelare i depositanti, investitori e consumatori, di rafforzare il coordinamento internazionale in materia di vigilanza, di emanare orientamenti e raccomandazioni alle autorità nazionali di vigilanza e di stilare relazioni periodiche di valutazione dei rischi e prove di stress.

La vigilanza macro-prudenziale, effettuata tramite l'*European Systemic Risk Board (ESRB)*, deve, invece, mirare a ridurre il rischio sistemico e la tendenza del sistema finanziario, di amplificare le fluttuazioni cicliche. Tale tendenza è manifestata attraverso i comportamenti delle imprese finanziarie, che assumono rischi eccessivi in fasi congiunturali positive, allentando ad esempio i criteri per la concessione di prestiti, e che diventano estremamente avverse al rischio nel caso opposto di fasi di rallentamento ciclico, inducendo così una stretta creditizia.

Per quanto riguarda gli organi di vigilanza nazionali italiani, il *Ministero dell'Economia e della Finanza (MEF)*, *Banca d'Italia (BI)*, *Consob*, *Covip* e *Ivass*, nelle loro sfere di competenza, verificano che siano rispettate determinate regole per il corretto funzionamento del mercato mobiliare, nel rispetto di un vero e proprio obbligo di collaborazione e di divieto della reciproca opposizione del segreto d'ufficio.

In merito al contesto bancario di vigilanza⁶², *Banca d'Italia* è la banca centrale italiana che partecipa alla formulazione della politica monetaria⁶³ seguendo le direttive comunitarie della Bce e si occupa, rispettando, dunque, le regole dell'Eurosistema di:

- *operazioni di mercato* per l'immissione o il drenaggio di liquidità nei confronti delle banche nazionali;
- *operazioni di rifinanziamento* per l'immissione, a fronte di garanzie idonee, e il drenaggio, tramite la funzione di deposito, di liquidità nei confronti delle banche nazionali;
- imposizione della *riserva obbligatoria* per ogni banca;
- detenzione e gestione delle *riserve nazionali in valuta e oro*, sia del proprio Stato che quelle della Bce⁶⁴;
- svolgere funzioni di *tesoreria* per conto dello Stato.
- *emissione di moneta* dal 1° gennaio 2002⁶⁵;
- gestione delle aste dei *titoli di stato* per conto del *MEF*.

Inoltre, con il regolamento Ue nn. 806 del 2014 sono stati introdotti:

- il *Meccanismo di vigilanza unico* (*Single Supervisory Mechanism, SSM*), comprendente la Bce e le autorità nazionali competenti degli Stati membri partecipanti, che ha l'obiettivo di promuovere l'applicazione di un corpo unico di norme alla vigilanza prudenziale;
- il *Meccanismo di risoluzione unico delle banche e delle società di intermediazione mobiliare* (*Single Resolution Mechanism, SRM*), complementare al primo, che ha lo scopo di aumentare la fiducia verso le banche, prevenire il fenomeno della *bank-run*⁶⁶, rendere indipendente l'analisi del profilo di rischio di una banca dal

⁶² I poteri di vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia trovano fondamento nel *Testo unico bancario (TUB)* mentre per quanto riguarda le SIM, le SGR, le SICAV e le SICAF, il *Testo unico della finanza (TUF)* assegna alla Banca d'Italia compiti di vigilanza per il contenimento del rischio, la stabilità e la sana e prudente gestione. Infine la Consob è competente per la trasparenza e la correttezza dei loro comportamenti che concerne i prodotti di investimento.

⁶³ Borroni M. Oriani M. *Le operazioni bancarie* Il Mulino 2014.

⁶⁴ Le riserve auree hanno la funzione di rafforzare la fiducia nella stabilità del sistema finanziario italiano e della moneta unica. La Banca d'Italia è il quarto detentore di riserve auree al mondo, dopo la *Fed* statunitense, la *Bundesbank* tedesca ed il *Fondo monetario internazionale*.

⁶⁵ Sia la Banca Centrale Europea sia le Banche Centrali Nazionali dei paesi partecipanti all'area dell'euro hanno titolo legale a emettere banconote in euro, su tutto il territorio nazionale attraverso la rete delle filiali, ma solo le seconde provvedono materialmente all'emissione e al ritiro dei biglietti in euro estromettendo la Bce da qualsiasi operazione di cassa.

⁶⁶ Ossia evitare che il dissesto di un istituto abbia conseguenze negative sistemiche.

merito creditizio riconosciuto al paese in cui risiede ed eliminare la frammentazione del mercato comunitario in merito ai servizi finanziari;

- il *Fondo di risoluzione unico per il finanziamento dei programmi di risoluzione (Single Resolution Fund, SRF)* alimentato esclusivamente dai contributi degli intermediari dei paesi dell'area dell'euro, senza utilizzo di denaro pubblico.

La crisi finanziaria ha dimostrato, però, che non esiste un modello ottimale di vigilanza. La nuova architettura della vigilanza europea, che affida l'attività di vigilanza alla Bce riducendo drasticamente i poteri di vigilanza delle Banche Centrali, potrebbe creare conflitti tra i diversi obiettivi della Bce e di conseguenza tra le autorità. Avere una forte autorità centrale europea che si occupi di vigilanza e regolamentazione è essenziale per armonizzare le politiche di vigilanza, ma la complessità del modello è probabilmente troppo gravosa per i grandi gruppi transfrontalieri europei che sono obbligati a trattare con un alto numero di autorità di vigilanza nei vari Paesi dove operano.

In definitiva, l'integrazione monetaria e finanziaria riuscirà a trarre dei benefici se e solo se realizzata sulla base di un processo federativo europeo costruito correttamente, su di una vera unione politica, fiscale e di bilancio, oggi difficilmente raggiungibile se si pensa agli eventi politici che dominano la scena "*comunitaria*".

2.2.1 Crediti deteriorati

I *crediti deteriorati* sono mutui, finanziamenti o prestiti delle banche per i quali la riscossione, cioè il rispetto della scadenza delle rate e l'ammontare di capitale esposto⁶⁷, è incerta. Per cui, esistendo una probabilità di non riscossione regolare dell'ammontare del credito, gli enti creditizi, attraverso operazioni di accantonamento a riserva di perdite attese ed inattese, coprono integralmente tali esposizioni. Ma nei casi in cui i debitori non riescono più a ripagare il loro debito regolarmente o del tutto, e le perdite effettive superano quelle attese ed inattese, queste posizioni in perdita vengono risolte direttamente, con conseguente perdita di valore, oppure cedute tramite operazioni dette di cartolarizzazione⁶⁸, a prezzi scontati a società che studiano la composizione del

⁶⁷<https://www.borsaitaliana.it> - Glossario.

⁶⁸ Cfr. capitolo terzo in cui tale operazione è descritta nel caso pratico dell'istituto di credito *Monte dei Paschi di Siena*.

portafoglio e valutano le probabilità di riscossione, sulla base delle informazioni finanziarie dei soggetti debitori.

I crediti non preformanti⁶⁹ (come indica la traduzione inglese di *Non Performing Loans*) possono essere classificati in:

- *crediti in sofferenza*, la cui riscossione non è certa poiché i soggetti debitori si trovano in stato d'insolvenza (anche non accertato giudizialmente) o in situazioni sostanzialmente equiparabili;
- *esposizioni ristrutturate*, cioè crediti che hanno subito una ristrutturazione in seguito ad un deterioramento delle condizioni finanziarie del debitore, che, per la banca hanno comportato, in ogni caso, una perdita;
- *esposizioni scadute o sconfinanti* che risultano non onorate da oltre 180 giorni o da oltre 90 in base a quanto stabilito dalle disposizioni di Vigilanza per alcuni crediti di questo tipo;
- *crediti incagliati*, che rappresentano delle esposizioni nei confronti di soggetti in situazione temporanee di difficoltà obiettiva supposte recuperabili in un congruo periodo di tempo.

Per sorvegliare il rischio a livello nel sistema bancario la Banca d'Italia ha creato la *Centrale dei rischi*, un archivio informatico nel quale confluiscono le posizioni debitorie di ogni soggetto nei confronti di tutti gli intermediari con cui ha rapporti bancari. La centrale dei rischi, come descritto in precedenza, consente di calcolare per ogni debitore la posizione globale di rischio permettendo agli Organi di Vigilanza di monitorare la stabilità del sistema creditizio ed agli intermediari di controllare la solvibilità dei clienti. La *Banca centrale europea* ha pubblicato, il 20 marzo scorso, il testo definitivo delle sue *linee guida* in materia di crediti deteriorati, che definiscono le misure, i processi e le prassi più ideonee che andrebbero integrate da parte dalle banche.

La Bce non prescrive obiettivi quantitativi per la riduzione dei *Non Performing Loans*, ma richiede alle banche di elaborare una strategia che potrebbe includere una serie di opzioni, fra cui ad esempio politiche di recupero e vendita di portafogli.

Si segnala in particolare la raccomandazione affinché le banche costituiscano al loro interno delle unità dedicate al controllo dell'intero ciclo di vita dei crediti stessi, per

⁶⁹ Comana M. *Corporate investment banking* McGraw-Hill Education 2016.

assicurare che le attività di recupero e gli accordi con i debitori siano ponderati per ciascun caso specifico, che ci sia attenzione a tutte le fasi applicabili del processo di recupero e che, infine, il personale sia sufficientemente specializzato.

Di seguito sono indicate le fasi rilevanti del ciclo di vita dei crediti deteriorati (riconducibili alle tipologie sopra descritte) e le relative linee guida, proposte dalla Bce⁷⁰, circa la politica che le banche devono seguire a riguardo.

- Per la fase iniziale, relativa alle c.d. *inadempienze probabili*, cioè per le posizioni che presentano *lievi ritardi di pagamento* (fino a 90 giorni di arretrato) oppure per le posizioni che necessitano di *ristrutturazione*, le linee guida della Bce suggeriscono alle banche di adottare misure di concessione a breve termine. Lo scopo è di stabilizzare la posizione finanziaria del debitore e successivamente di definire una strategia idonea per il recupero, sulla base di informazioni dettagliate circa le sue condizioni finanziarie, lo stato delle garanzie, il livello di cooperazione e lo stato del prestito. Inoltre, le linee guida suggeriscono di ricercare soluzioni di sottoscrizione di nuovi documenti relativi ai prestiti, di perfezionare le garanzie in essere, di minimizzare le uscite di cassa, o di assumere garanzie aggiuntive qualora disponibili.
- Per la fase relativa all'attuazione ed alla formalizzazione di *accordi di ristrutturazione e di concessione*, la Bce suggerisce che la banca, dopo aver effettuato la valutazione sulle disponibilità liquide del debitore e la certificazione di una valida sostenibilità finanziaria, deve monitorare costantemente l'intero processo e controllarlo per una durata minima prestabilita in linea con il periodo per il *rientro in bonis*⁷¹.
- Per la fase relativa al *recupero dei crediti* ed alle *escussioni di garanzie*, la Bce suggerisce che la banca, in seguito alla mancata individuazione di misure di concessione economicamente sostenibili, deve svolgere un'analisi costi-benefici delle diverse opzioni di liquidazione, incluse le procedure giudiziarie ed extragiudiziarie. Sono indispensabili, dunque, competenze specifiche in materia

⁷⁰ Cfr ecb.europa.eu Banca Centrale Europea.

⁷¹ Nella definizione delle *Non Performing Exposition* adottata dall'Eba, la durata minima prestabilita è di almeno un anno.

legale e di liquidazione societaria da parte di periti (nella maggior parte dei casi esterni).

- Per la fase relativa alla *gestione delle garanzie escusse* le linee guida della Bce suggeriscono alle banche di monitorare i prestiti e di prevenire il processo di deterioramento del credito. Tutte le banche dovrebbero disporre, quindi, di procedure e flussi informativi interni per individuare e gestire potenziali clienti con posizioni deteriorate in uno stadio precoce e definire segnali di allerta a livello di portafoglio, segmentandolo in diverse classi (ad esempio per linee di attività, area geografica, prodotti, rischi di concentrazione, livello di copertura, tipologia di garanzie stanziate o capacità di onorare il debito).

2.3 Analisi del Settore Bancario

In merito alle dinamiche del settore bancario comunitario e nazionale, sulla base dei dati della Bce, si attesta che alla fine del terzo trimestre del 2016 i crediti deteriorati degli enti creditizi dell'area dell'euro ammontavano a circa 921 miliardi di €.

L'Italia, tra i paesi dell'Eurozona, è il terzo paese in cui resta la più elevata quota di crediti deteriorati nel settore bancario, precisamente il 17,5%, alle spalle solo di Cipro (47%) e Grecia (37%), che riguardano principalmente imprese di piccole e medie dimensioni del settore dei servizi e delle costruzioni. Dal punto di vista geografico il 51,9% dei crediti sono distribuiti nell'Italia settentrionale mentre il Sud e le Isole registrano le performance peggiori dal punto di vista del rapporto tra crediti deteriorati e crediti totali erogati. Quanto ai trend in avanzamento, le transazioni del primo trimestre 2017 sono ammontate a 2,8 miliardi di € rispetto ai 4,8 miliardi del primo trimestre 2016. A inizio 2017 la categoria di debitori con il maggior incremento è quella mista, che comprende debitori sia *retail* che *corporate*. Infine, il prezzo delle operazioni chiuse nel primo trimestre 2017 è stato inferiore al 10% del valore nominale, e 46 miliardi di € di *Npl* stanno per essere portati sul mercato⁷².

⁷² Fonte dati: *Banca IFIS-Market Watch*. L'osservatorio di *Banca Ifis S.p.A.* ha analizzato i dati trimestrali del mercato italiano degli *Npl*. Dallo studio emergono i principali dati relativi ai trend generali e di dettaglio dei crediti deteriorati italiani. Il documento è composto dalle sezioni relativi al trend delle varie tipologie di crediti deteriorati, alla distribuzione per settore economico produttivo secondo il *codice ATECO* (codice identificativo di ogni settore merceologico), alla divisione per area geografica dei debitori e dei clienti ed alle transazioni totali e divise per macro categorie di attività.

Di seguito si riportano i dati principali:

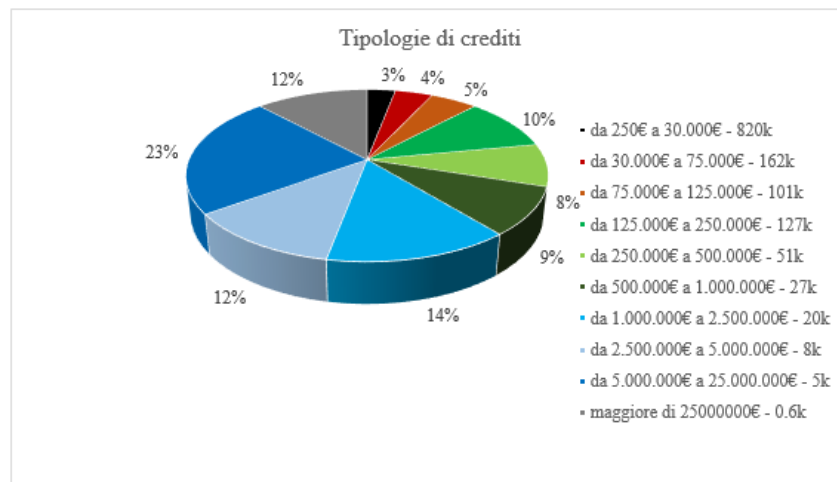


Figura 1 –Tipologie di crediti.

Nella figura 1 sono rappresentati i dati delle varie tipologie di crediti deteriorati, suddivisi in base agli importi relativi ed al numero di soggetti (come riportato in legenda). Dal grafico a torta emerge, quindi, che il 47% dei crediti è composto da importi che sono maggiori di 2,5 milioni di €, dei c.d. *grandi debitori*, che compongono, però, appena l'1% del numero totale di creditori, mentre, a conferma di quanto esposto nei capitoli precedenti, le piccole e medie imprese, e le famiglie, rappresentanti gli importi superiori a 500.000 €, compongono il 30% ed il 95% dei crediti deteriorati, rispettivamente in termini di valore e di numero.

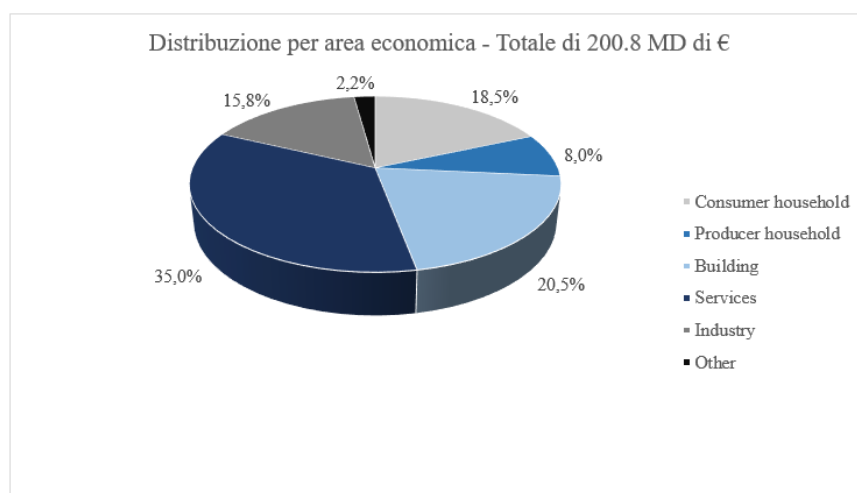


Figura 2 – Distribuzione per area economica.

Nella figura 2 sono rappresentati, invece, i dati relativi al settore di appartenenza dei crediti deteriorati. Dal grafico emerge che il 55,5% dei crediti non performanti proviene dai settori dei Servizi e delle Costruzioni.

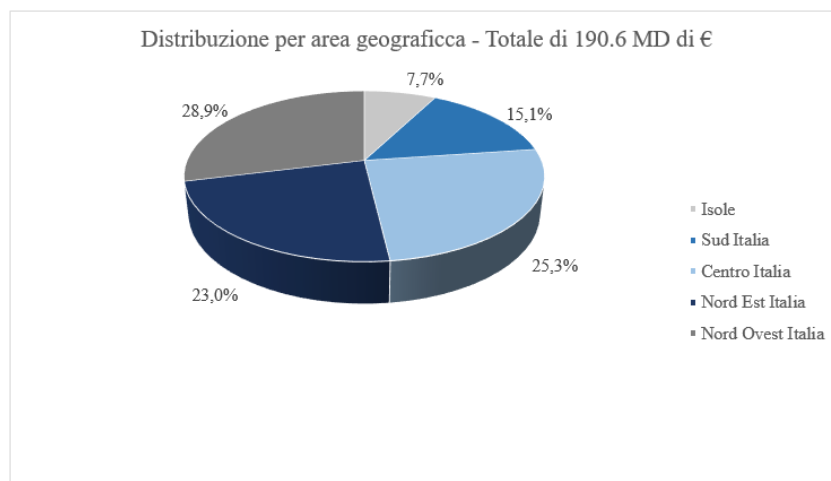


Figura 3 – Distribuzione per area geografica.

Nella figura 3 sono rappresentati i dati relativi all'area geografica di appartenenza dei crediti deteriorati. Dal grafico emerge che il 51,9% dei crediti non performanti proviene esclusivamente dal Nord Italia.

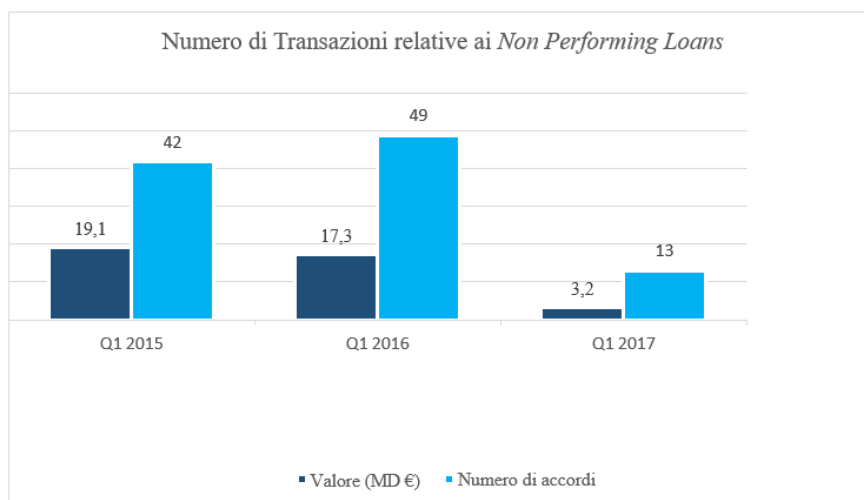


Figura 4 – Numero di transazioni di crediti deteriorati.

Nella figura 4, infine, sono rappresentati i dati relativi al numero di transazioni effettuate nei primi trimestri degli ultimi tre anni. Dal grafico emerge un andamento in calo sia in termini numerici sia in termini di valore degli accordi relativi alle transazioni di crediti. Nel 2016 due grandi accordi sono stati stipulati tra *GE* e *RBS* e tra *GE* e *Credit Agricole* di importi rispettivamente di 2,5 e 1,2 miliardi di €, mentre nel 2017 sono stati siglati

accordi tra *BNL Bnp Paribas* e *Banca Ifis* e tra *Banco BPM* e *Hoist Finance* di importi rispettivamente di 1 miliardo e 640 milioni di €.

Inoltre, nell'ultimo triennio, i *top buyers* di crediti deteriorati sono stati, in ordine di valore delle transazioni, *Banca Ifis*, *AnaCap Financial Partners*, *Fortress Investment Group*, *Deutsche Bank*, *D. E. Shaw & Co.* e *Hoist Finance* mentre per quanto riguarda i *top originators* guidano la classifica, in ordine di valore, *Unicredit*, *Monte dei Paschi di Siena* e *BNL Gruppo Bnp Paribas*. Il prezzo di tali operazioni, per quanto riguarda l'ultimo triennio, in media è del 10% al di sotto del valore nominale dei crediti iscritti a bilancio.

La tabella che segue sintetizza le operazioni in corso:

Stato	Venditore	Val. nominale - Md di €
<i>Ongoing</i> 32.9	Unicredit	17.7
	<i>Monte dei Paschi di Siena</i>	9.0
	Intesa Sanpaolo	2.5
	Cassa di Risparmio (Cesena, Rimini, San Miniato)	2.0
	Barclays	0.2
	Creval	0.1
	Non rivelato (Somma di più soggetti)	1.3
<i>Announced</i> 13.3	Banca Popolare di Vicenza	4.6
	Veneto Banca	3.9
	Gruppo Delta	2.2
	Intesa Sanpaolo	1.5
	Cassa Centrale Banca	0.7
	Banca Popolare di Bari	0.3
	FMS Wertmanagement	0.1
<i>On Plan</i> 47.4	<i>Monte dei Paschi di Siena</i>	28.5
	REV Gestione Crediti	10.3
	Banco BPM	6.3
	Carige	1.8

Figura 5 – Operazioni di cartolarizzazione dei crediti.

La risoluzione del problema dei crediti deteriorati, descritto dal punto di vista quantitativo dalla figura 5, deve essere, quindi, effettuata, sotto la supervisione ed il monitoraggio

degli Organi nazionali e comunitari predisposti a rimuovere quegli ostacoli strutturali di impedimento, di smaltimento e di ristrutturazione dei crediti.

Il miglioramento dell'efficienza dei sistemi giudiziari e dell'accesso alle garanzie, la creazione di procedure extra-giudiziali più rapide, la rimozione dei disincentivi fiscali relativi alla ristrutturazione del debito e lo sviluppo di mercati specializzati alla gestione e cessione di crediti deteriorati sono tipologie di interventi (extra-quantitativi) suggeriti dalla Bce.

In merito al quadro patrimoniale generale delle banche dell'Unione europea è stato registrato, invece, un miglioramento ed un allineamento alle norme di Basilea 3, sui requisiti di capitale, destinate ad entrare in vigore nel 2018⁷³. Tramite un'analisi di poco più di centocinquanta istituti di credito europei⁷⁴, tra cui circa una ventina italiani, effettuata nel 2016, l'Eba (*European banking authority*) annuncia che:

- la *patrimonializzazione* delle banche europee è in linea con quanto stabilito dalle norme, avendo raggiunto un *Common equity tier 1 (Cet1)* medio del 12,8%;
- il *liquidity coverage ratio (Lcr)*, che riguarda la liquidità a breve termine, ha come valore medio 133,7%, con il 95,4% delle banche al di sopra dei requisiti minimi;
- il *net stable funding ratio (Nsfr)* ha un valore medio pari al 107,8%, anche se l'82,7% delle banche esaminate centra il requisito minimo.

L'Eba conferma, dunque, un consolidamento del quadro del banking europeo dopo la crisi del 2008, in linea con le regole di Basilea 3. I valori dell'analisi sono aggregati e gli indicatori sono medi, ma per la prima volta dal post-crisi le banche europee esaminate non falliscono i criteri minimi di *Cet1*. Per quanto riguarda, invece, i crediti deteriorati, l'Eba ha proposto la creazione di un veicolo capace di gestire, a livello Ue, i c.d. *Non Performing Loan*. Una sorta di *asset management* con il compito di colmare, temporaneamente, il gap fra domanda e offerta, tra fondi e banche, e di avviare un mercato non eccessivamente penalizzante per gli istituti di credito.

2.3.1 Il caso del Giappone

Il caso giapponese degli anni 2000 può essere di esempio agli Organismi di Vigilanza nazionali ed alle autorità politiche, come soluzione ai problemi bancari riguardanti

⁷³ Tutino F. Birindelli G. Ferretti P. *Basilea 3. Gli impatti sulle banche* Egea 2011

⁷⁴ Fonte: <https://www.ecb.europa.eu>

specialmente i crediti deteriorati. L'esperienza giapponese indica che sono necessari tre elementi per indirizzare al meglio strategie bancarie nel contesto dei crediti deteriorati:

- una *sufficiente capitalizzazione* delle banche che possono coprire le perdite generate dalla sottoscrizione di *Npl*;
- un *regolatore indipendente* che possa identificare i problemi e condurre azioni di risoluzione;
- un *pacchetto di strumenti*, comprensivi dell'istituzione di un mercato secondario per gestirne lo smaltimento.

Il problema di fondo non è soltanto la mancanza di conoscenza della combinazione dei tre elementi, bensì la mancanza di incentivi da parte del governo o delle stesse banche di usarli congiuntamente.

Nel dicembre dello scorso anno, sono stati stanziati dal Governo italiano circa 20 miliardi di euro in fondi privati per un processo di ricapitalizzazione delle banche in crisi, sotto la pressione della Bce. Tale procedimento, però, si è verificato senza combinare i tre elementi, appena citati, per una corretta strategia di smaltimento dei crediti deteriorati e senza seguire le linee guida che la Bce suggerisce.

Dal contesto bancario italiano emergono, dunque, i gravi problemi finanziari dell'istituto di credito più antico al mondo, *Monte dei Paschi di Siena* (analizzato qualitativamente e quantitativamente nel capitolo successivo), che è stato ed è al centro delle decisioni politiche italiane. Il ciclo macro-economico di innesto di liquidità, tramite sottoscrizione di capitale alle banche, ritorno alle attività di elargizione regolare di prestiti e conseguente ripresa dell'economia e degli investimenti che gli Organi legislativi nazionali vogliono attivare, è oggetto di discussione politica e accademica, specialmente se si considera che il *Bel Paese* in questione ha essenzialmente una crescita economica bloccata a partire dagli inizi del terzo millennio. Saranno questi step pianificati, quelli utili alla trasformazione di *zombie banks*⁷⁵ in istituti solidi e rigenerati?

⁷⁵ Tale definizione di banca è oggetto di studio di un *paper* del 2017, intitolato “*How not to create zombie banks: lessons for Italy from Japan*”, di Christopher Gandrud e Mark Hallerberg, rispettivamente docenti della *Harvard University* di Cambridge e della *Hertie School of Governance* tedesca.

Le c.d. *zombie banks* sono istituti creditizi che hanno un ammontare di crediti deteriorati elevato⁷⁶ e che rallentano l'economia e la crescita di un paese attivando un circolo vizioso di crisi.

L'esperienza giapponese può essere utilizzata come esempio di risoluzione della situazione attuale italiana. In Italia, i primi due elementi sopra descritti, necessari per una congrua strategia di risoluzione di problemi bancari, quali ricapitalizzazione e supervisione bancaria, sono ottimamente messi in atto a scapito del terzo, cioè dello smaltimento veicolare delle attività deteriorate e della cessione a mercati secondari, debolmente incentivati dagli Organi politici.

Ritornando al caso giapponese, in seguito allo "scoppio" della bolla speculativa del mercato azionario ed immobiliare asiatico degli anni '90, ci fu un impoverimento del capitale bancario e delle istituzioni finanziarie perché vennero meno le garanzie dei debitori e perché ci fu un continuo aumento delle sofferenze, a causa della difficoltà dei clienti delle banche di soddisfare gli obblighi di rimborso dei prestiti e mutui.

L'aumento di crediti in sofferenza portò, così, a limitare l'erogazione di nuovi prestiti da parte delle istituzioni finanziarie.

Tra il 1994 ed il 1995, iniziarono ad essere frequenti i primi fallimenti di piccoli istituti finanziari giapponesi ed il Governo iniettò circa 680 miliardi di ¥ (circa 11.300 miliardi di £⁷⁷) nel sistema, così come si evince dalla documentazione finanziaria dell'epoca. Nel 1996 fu annunciata la fusione tra la *Bank of Tokyo* e la *Mitsubishi Bank*, considerata la prima di una serie di accordi bancari a livello internazionale utili per fronteggiare la globalizzazione finanziaria. I due grandi istituti bancari nipponici si unirono per migliorare le aspettative degli analisti finanziari e dei mercati. Nello stesso anno ed in

⁷⁶ La presenza, dannosa o meno, all'interno del Bilancio di una Banca, è misurata attraverso il c.d. *Texas Ratio*. Si tratta di un indicatore che mette in rapporto i prestiti non performanti ed il patrimonio netto tangibile di una banca (ossia al capitale netto diminuito delle immobilizzazioni immateriali) e verifica che quest'ultimo superi il primo e che quindi la banca sappia far fronte all'eventuale perdita di tali crediti. Per questo motivo il *Texas Ratio* dovrebbe sempre essere inferiore all'unità (quindi con un patrimonio tangibile che supera i crediti a rischio). Va evidenziato che i crediti deteriorati vanno considerati come crediti deteriorati netti, ossia al netto delle rettifiche di valore che nel tempo le banche hanno compiuto per tenere conto dei rischi connessi a eventuali insolvenze. Inoltre è possibile definire altre due tipologie di *Texas Ratio*:

- il *Texas Ratio* c.d. *modificato*, che somma al valore degli *Npl* il valore degli immobili posseduti come garanzia al netto dei prestiti garantiti da enti pubblici ed al valore del patrimonio netto, le riserve per le perdite sui crediti presenti in Bilancio;
- il *Texas Ratio* c.d. *originale*, che somma al valore degli *Npl* gli immobili posseduti dalla banca.

⁷⁷ Considerando il valore medio del 1995 del cambio £/¥ di 16.618 lire per ogni yen giapponese.
Fonte: <http://www.bancaditalia.it>

quelli successivi furono fatte delle riforme in materia finanziaria, con il fine di effettuare una deregolamentazione del mercato, di attirare la finanza transfrontaliera, di creare enti finanziari in grado di veicolare la ricapitalizzazione di istituti in crisi e di effettuare ulteriori “iniezioni” di liquidità tramite fondi pubblici.

Le autorità valutarono la solidità e la solvibilità delle banche, attraverso la lettura dei bilanci e stimarono 37.000 miliardi di ¥ di sofferenze, di cui 22.000 miliardi derivanti dalle maggiori banche e informarono gli istituti di credito riguardo i metodi di classificazione delle attività in sofferenza.

La FSA, un'Agenzia governativa di Vigilanza finanziaria, fu creata nel 1998 per rispondere direttamente al Governo nipponico circa il controllo bancario, e venne responsabilizzata, dallo stesso, di svolgere compiti di supervisione generale del sistema finanziario ed incaricata di effettuare ispezioni speciali e riclassificazioni dei prestiti bancari e di obbligare le banche ad aumentare le loro riserve per compensare le possibili perdite sui prestiti.

Nel 2002, poiché le sofferenze delle banche nipponiche aumentarono di oltre il 25% passando da 33.600 miliardi di ¥ del 2000 a 43.200 miliardi di ¥ alla fine del 2001, fu introdotto un sistema di ristrutturazione del prestito bancario attraverso una strategia divisa in tre punti:

- la *riduzione* della quantità di titoli detenuti dalle banche portandoli pari al valore del patrimonio di classe 1⁷⁸ entro cinque anni;
- il *rafforzamento*, la *classificazione* e la *valutazione* dei crediti in sofferenza tramite l'ausilio degli Organi di Vigilanza;
- la *rimozione* di più della metà dei crediti deteriorati nel giro di pochi anni, tramite modalità di cessione e smaltimento su mercati dedicati.

Queste scelte politiche, volte a risolvere i problemi del settore bancario, fecero abbassare al 2,9% il rapporto delle sofferenze sulle attività delle grandi banche nel 2005, ma questa situazione durò fino alla crisi finanziaria del 2007, che inflisse nuovamente al sistema bancario un duro colpo dovuto alle perdite di capitale ed al deprezzamento delle azioni.

⁷⁸ Secondo gli accordi di Basilea la banca distingue il proprio patrimonio in due classi, la classe principale, composta dal capitale azionario e le riserve di bilancio provenienti da utili non distribuiti al netto delle imposte, e la classe supplementare, composta da elementi aggiuntivi. Nel capitolo successivo, nella descrizione finanziaria dell'istituto *Monte dei Paschi di Siena* vi è una descrizione più dettagliata.

In modo simile alla situazione giapponese il Governo italiano, tramite il dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze, che svolge attività di supporto tecnico alle scelte di politica economica e finanziaria, ha sempre tutelato il mercato bancario nazionale con operazioni politiche specializzate.

I problemi bancari italiani, però, differentemente da quelli nipponici, sono stati influenzati da cambiamenti strutturali e dalle regolamentazioni comunitarie che, in alcuni casi, hanno lasciato l'esclusivo “*potere*” di controllo e monitoraggio agli Organi nazionali. Le crisi degli istituti bancari, dagli ultimi due anni a questa parte, stanno entrando sempre più di prepotenza nelle scelte politiche del paese per la loro rilevanza specialmente economica, a causa, naturalmente, dei crediti deteriorati. Nei casi di crisi degli istituti veneti quali *Banco Popolare di Vicenza* e *Veneto Banca*, per la ristrutturazione creditizia, è stato creato, il Fondo Atlante, dotato inizialmente di 4,250 miliardi di € dall'adesione di banche, Fondazioni bancarie, assicurazioni, Enti previdenziali e Cassa Depositi e Prestiti, che, nel maggio del 2016, ha sottoscritto il 100% dei 15 miliardi di azioni di aumento di capitale di Banca Popolare di Vicenza a 0,10 € ciascuna, controllandone così circa il 99,33% del capitale azionario dell'istituto, e a giugno dello stesso anno, ha sottoscritto 10 miliardi di azioni di aumento di capitale di Veneto Banca a 0,10 € euro ciascuna, arrivando così a controllare il 97,64% del capitale azionario.

Il Fondo Atlante 2, invece, costituito nell'agosto dello stesso anno, che, con l'ingresso di UniCredit, Unipol e Generali Assicurazioni si prevede raccolga fondi tra i 3 e i 3,5 miliardi di € entro il termine ultimo del 31 luglio 2017, quando potranno essere investite anche le eventuali risorse residue del Fondo Atlante, dovrebbe intervenire, in primis, nell'acquisizione delle sofferenze bancarie di *Monte dei Paschi di Siena*.

Diversamente dal Fondo Atlante, tale Fondo può investire solo in crediti deteriorati e strumenti collegati, come i *warrant*, in tranche *junior* e *mezzanine*⁷⁹, emesse da veicoli

⁷⁹ I titoli *senior* ottengono, quindi, il rating più alto (triplo A), perché i primi flussi finanziari derivanti dal recupero crediti sono utilizzati per pagare tale tranche che è collocata presso il pubblico e assicura un certo rendimento.

I titoli *mezzanine* hanno, invece, un rating inferiore per la loro maggiore rischiosità (A2), perché pagati in via subordinata cioè solo se i sottoscrittori dei titoli *senior* sono stati pienamente soddisfatti, e devono offrire un tasso di rendimento più alto dei *senior*.

I titoli *junior*, infine, presentano un maggior grado di rischiosità rispetto ai due precedenti, per cui ricevono un rating ancora più basso (Baa2) ma un rendimento elevato. Seguendo la logica della rischiosità, quindi, devono essere remunerati prima gli interessi ed in seguito il capitale sulla *tranche senior*, poi quelli sulla *tranche mezzanine* e infine quelli sulla *tranche junior*.

costituiti per l'acquisto di portafogli di *Npl* provenienti da più banche italiane, con un obiettivo di rendimento del 6% circa, in linea con quello delle emissioni obbligazionarie con rating a singola B.

Sulla base delle vicende passate giapponesi e su quelle contemporanee italiane, si può giungere alla conclusione che le ricapitalizzazioni sono necessarie per disincentivare la permanenza di titoli tossici nei Bilanci degli istituti creditizi, ma non sufficienti al loro definitivo abbattimento ed al successivo risanamento di tutto il sistema bancario, a conferma di quanto esposto nella prima parte del presente capitolo.

CAPITOLO III

Il caso *Monte dei Paschi di Siena*

3.1 *Monte dei Paschi di Siena*

La *Banca Monte dei Paschi di Siena* è nata nel 1472 ed è la più antica banca in attività. Costituisce il terzo gruppo bancario italiano per numero di filiali, dopo *Unicredit* e *Intesa Sanpaolo*. È attiva sull'intero territorio italiano e sulle principali piazze internazionali, svolgendo, oltre all'attività bancaria tradizionale, attività di *Asset management*, *Private banking* ed *Investment banking*.

È stata quotata nell'indice *Ftse Mib* della borsa di Milano dal 25 giugno del 1999 fino al 17 marzo 2017 quando la Consob ha deciso di trasformare la sospensione provvisoria, avvenuta il 22 dicembre del 2016 al prezzo di 15,08 € per azione pari a una capitalizzazione scesa a soli 442 milioni di euro, in *delisting*⁸⁰, dopo il fallito aumento di capitale da 5 miliardi di euro.

L'istituto di credito senese, nel corso della sua storia, ha dovuto svolgere determinati test imposti dagli Organi di Vigilanza europei. Nel 2010 ha superato lo *stress test* effettuato dal *Committee of European Banking Supervisors* che ne analizzava, in scenari critici, la solidità patrimoniale per testare le capacità di resistenza alle crisi⁸¹. Non sono mancate però critiche sulla tipologia di indicatore utilizzato per il test: è stato preferito, per l'analisi

⁸⁰ Il *delisting* è la revoca della società dalle negoziazioni della Borsa Valori. La normativa italiana prevede che un titolo quotato su un mercato azionario regolamentato può essere revocato dalla quotazione per decisione della Borsa Valori, quando vengono meno i requisiti finanziari necessari alla permanenza sul listino. La normativa prevede che la Borsa italiana può:

- *sospendere* dalla quotazione uno strumento finanziario, se non è garantita la regolarità del mercato e la tutela degli investitori;
- *revocare* dalla quotazione uno strumento finanziario, se prevede che le circostanze sopra descritte si prolunghino nel tempo.

⁸¹ Hanno partecipato al test anche altre quattro banche italiane. *Unicredit*, *Intesa San Paolo*, *Banco Popolare*, e *UbiBanca*, e, secondo quanto attestato dal *Cebs*, non hanno avuto bisogno di rafforzare il patrimonio, perché nel peggiore scenario prospettato al 2011, il *Tier 1 ratio*, che analizza la prima componente patrimoniale della banca, ammontava per i rispettivi istituti al 7,8%, 8,2%, 7%, 6,8%, 6,2% e superava il limite inferiore del 4% previsto dai requisiti minimi richiesti dagli accordi di Basilea. Lo scenario dello stress test effettuato si basava sulle ipotesi di peggioramento della crescita del *pil* (diminuito del 3% rispetto alle stime), di aumento dei tassi di rendimento a 3 e 10 anni rispettivamente dell'1,25% e 0,75% e di aumento del rischio di credito di ogni singolo paese europeo: in Italia, ad esempio, fu stimato un aumento di più di un punto percentuale al 4,8% di rendimento dei titoli di stato a 5 anni.

(Fonte dati: <https://www.ecb.europa.eu>)

patrimoniale, il *Tier 1 ratio* invece del più completo (secondo gli accordi di Basilea) *Core Tier 1 ratio*⁸².

Nonostante il superamento di tale test, *Monte dei Paschi di Siena* chiude l'esercizio 2011 con un risultato netto operativo di 541 milioni di €, ma con una perdita netta contabile di 4,69 miliardi di €, in seguito a dovute svalutazioni dell'avviamento per 4,23 miliardi (dovute alle acquisizioni di *Antonveneta* e *Biverbanca*) e di rettifiche su crediti⁸³.

A partire dall'esercizio 2012 vengono effettuati dei cambiamenti nella struttura del management dell'istituto senese che fonda le sue strategie di riassetto del Gruppo bancario sulla riduzione dei costi operativi di 565 milioni di €: il piano di business per il triennio 2012-2015 prevede la chiusura di circa 400 filiali con la soppressione di oltre 4600 posti di lavoro, il raggiungimento di un utile netto consolidato nel 2015 di 630 milioni di € ed un valore *Tier 1* di Basilea 3 dell'8,07%⁸⁴, la cessione di attività (circa il 60 % di *Biverbanca*) e la richiesta di liquidità allo stato per 3,4 miliardi di €⁸⁵.

Nel processo di digitalizzazione bancaria, ed in linea con le strategie di rilancio e riposizionamento del modello di business del Gruppo, l'8 novembre del 2013 nasce *Widiba S.p.A.*, la banca online del Gruppo di cui *Mps* ne è socio unico, fondata per lo sviluppo della Banca Online, per la gestione del servizio di promozione e per la consulenza finanziaria.

⁸²Il *Tier ratio 1* è uno degli indicatori patrimoniali in uso per l'analisi finanziaria delle banche, dato dal rapporto di una classe (detta *Tier*) di capitale ed il valore complessivo del patrimonio netto. Secondo gli accordi di Basilea, il patrimonio delle banche può essere distinto in due classi:

- la *classe Tier 1*, composta dalle componenti principali del capitale, quali capitale azionario (azioni ordinarie e privilegiate), utili non distribuiti e riserve di bilancio, al netto di alcune voci intangibili come l'avviamento, e limitata al 15% dal Comitato di Basilea per una buona indicazione di solidità patrimoniale);
- la *classe supplementare*, composta da elementi aggiuntivi.

Ponderando il *Tier 1* per il rischio delle attività della banca, si ottiene il coefficiente *Common Equity Tier 1 (Cet1)* che misura la patrimonializzazione di una banca, e che deve essere almeno pari al 4% (come nello stress test di cui sopra) come stabilito dagli accordi di Basilea 2.

Il *Core Tier 1 ratio* è, invece, una componente matematica del *Tier 1 ratio*, non inferiore all'85%, e prende in considerazione le attività centrali di una banca, dette appunto *core*, sulle quali, in casi di analisi finanziaria, è giusto concentrare maggiormente l'attenzione.

⁸³ Fonte dati: <https://www.bloomberg.com/europe>.

⁸⁴ Fonte dati: [mps.it](https://www.mps.it) piano strategico aziendale.

⁸⁵ Con la legge 135/2012 e 228/2012 sono stati emessi dal Governo Monti i c.d. *Monti Bond*, allo scopo di rafforzare la capitalizzazione e la patrimonialità dell'istituto senese. A luglio del 2014 la banca ha rimborsato 3 miliardi di bond e a giugno del 2015 la restante parte. Il capitale di rimborso è stato recuperato tramite aumenti di capitale, mentre gli interessi sul debito sono stati corrisposti al Ministero dell'Economia e della Finanza tramite il ricorso ad ulteriori *Monti Bond* che sono stati poi convertiti in azioni nel 2014.

Nell'estate del 2014 inizia un aumento diluito di capitale da 5 miliardi di €, ad ottobre 2014 viene bocciata dagli stress test della Bce e l'istituto è costretto a varare un nuovo aumento di capitale, diluito al 90%, da 3 miliardi di € che si tiene nell'estate dell'anno successivo in cui la banca termina anche il rimborso dei *Monti bond*, che in parte, sono stati convertiti in strumenti di capitale.

Nel luglio del 2016 risultati degli stress test dell'Eba evidenziano per Mps un indice *Cet1* di -2,2% nello scenario critico e 12% in quello base al 12%. Per tale ragione il management senese, in forte discussione sin dai primi tempi di crisi, presenta un piano per una "*Soluzione strutturale e definitiva per l'attuale portafoglio in sofferenza*" con l'obiettivo di giungere ad una "*Banca patrimonialmente solida e con un ridotto profilo di rischio*"⁸⁶. Di conseguenza il Consiglio di Amministrazione della Capogruppo approva le linee guida di un'operazione di combinazione di transazioni contestuali di un piano complessivo finalizzato al deconsolidamento dell'intero portafoglio crediti in sofferenza (per un controvalore lordo e netto rispettivamente di 27,7 miliardi di € e 10,2 miliardi di €, stimato al 31 marzo 2016) e alla ricapitalizzazione della Capogruppo per un importo massimo stimato in 5 miliardi di €.

Il nuovo Amministratore Delegato e Direttore Generale di Mps, Marco Morelli, nominato il 20 settembre del 2016, in seguito ai risultati del terzo trimestre del 2016, il 25 ottobre, illustra alla stampa ed agli analisti il piano industriale 2016-2019.

La situazione finanziaria dell'istituto senese alla chiusura del terzo trimestre del 2016 registra:

- una *perdita* di 849 milioni di €, a fronte di 750 milioni di rettifiche straordinarie su crediti;
- *ricavi* di 3.418 milioni di € (-16,6% rispetto allo stesso periodo del 2015) per effetto, in parte, della flessione dei tassi di interesse;
- un *margin* di *interesse* di circa 1.519 milioni di € (-11,6% rispetto al 2015);
- *commissioni nette* pari a 1.402 milioni di € (in aumento del 3,2% rispetto al 2015).

Il piano industriale prevede che la banca ritorni a livelli di solidità patrimoniale e di redditività positiva fino a raggiungere, nel 2019, ricavi per 4,5 miliardi di €, utili per 1,1

⁸⁶ Fonte dati: <https://www.mps.it>.

miliardi, un risultato operativo netto di 1,5 miliardi, un *rote* (ritorno sul capitale tangibile) atteso dell'11% ed un *Cet1* del 13,5%.

Per il raggiungimento di tali obiettivi, nel piano industriale 2016-2019⁸⁷ l'istituto più antico al mondo si prefissa di:

- *varare* un aumento di capitale fino a 5 miliardi di € *con esclusione o limitazione del diritto di opzione*, da chiudere entro l'anno 2016⁸⁸. La banca ha spiegato che i principali *under-writer* hanno sottoscritto un accordo di *pre-underwriting* che ha come oggetto l'impegno a firmare un accordo di garanzia per la sottoscrizione delle azioni di nuova emissione, eventualmente non opzionate, per un ammontare massimo di 5 miliardi di €;
- *deconsolidare* 28,5 miliardi di € di crediti in sofferenza, attraverso la cessione a un veicolo di cartolarizzazione ad un prezzo di 9,1 miliardi e la successiva assegnazione della *tranche junior* ad azionisti dell'istituto;
- *ridurre* nel 2019 il costo del personale di circa il 9% a 1,5 miliardi di €, in seguito ad esuberi programmati di 2.600 unità e la chiusura di 500 filiali, portate a 1.500 unità, e le spese amministrativi del 4% a 710 milioni;
- *migliorare* il modello organizzativo per velocizzare i processi decisionali e focalizzare l'attenzione del *top management* sulla definizione delle strategie e sulla gestione dei rischi;
- *separare* del tutto la divisione crediti dalla divisione commerciale responsabilizzando la prima, dell'erogazione soggettiva e non automatizzata del credito, e la seconda dell'erogazione automatizzata al segmento individuale (previsto in aumento nel triennio dal 20 al 70%) e al segmento *Small Business* (previsto in aumento nel triennio dal 15 al 50%), fornendogli strumenti di analisi del rischio in fase di valutazione;

⁸⁷ Fonte dati: <https://www.mps.it> Piano industriale.

⁸⁸ “L'Assemblea ordinaria, infine, ha approvato, in merito all'aumento di capitale, l'adozione dei provvedimenti relativi all'imputazione del sovrapprezzo che si sarebbe originato a seguito dell'esercizio della delega e conseguente esecuzione dell'aumento di capitale, alla distribuzione in natura della riserva sovrapprezzo, una volta costituitasi in conseguenza dell'esecuzione di quanto deliberato alla precedente lettera, mediante assegnazione agli Azionisti della Capogruppo di titoli rappresentativi di junior notes rivenienti dalla cartolarizzazione di crediti in sofferenza”. Tratto da: <https://www.mps.it> Bilancio consolidato al 31.12.2016.

- valutare, entro la fine dell'anno, l'offerta dell'Icbpi (l'Istituto Centrale delle Banche Popolari Italiane) per la potenziale acquisizione delle attività relative al business del *Merchant Acquiring*⁸⁹ per un corrispettivo di 520 milioni di € e per una *partnership commerciale*.

Inoltre, *Monte dei Paschi di Siena*, per consentire ai propri clienti di investire nella crescita dell'economia del Paese, è entrata nel mercato dei *Piani Individuali di Risparmio (Pir*⁹⁰). Il primo strumento finanziario scelto da *Mps* è *Anima Crescita Italia*, un fondo che investe mediamente il 30% in azioni, il 5% in liquidità e la restante parte in emissioni obbligazionarie. Questa nuova soluzione d'investimento permettere ai risparmiatori di beneficiare dell'esenzione fiscale per investimenti fino a 30 mila € l'anno, con un massimo di 150 mila €, se si mantiene l'investimento per almeno 5 anni.

La soluzione strategica di incentivazione al risparmio e l'adesione ad *Aci*, primo *asset manager italiano*, sono state adottate per focalizzare gli investimenti dei clienti dell'istituto senese nel tessuto economico italiano, stimolando la creazione di *funding* alternativi per le piccole e medie imprese come supporto alla crescita.

Nel novembre 2016 l'assemblea degli azionisti approva un nuovo aumento di capitale da 5 miliardi di €. In data 22 dicembre la Capogruppo informa che l'operazione di aumento di capitale non si è chiusa con successo. Non sono stati raccolti ordini di investimento sufficienti a raggiungere la somma di 5 miliardi di euro, necessari a consentire il deconsolidamento dei *non performing loan* e il raggiungimento degli altri obiettivi di rafforzamento patrimoniale posti a base dell'Operazione annunciata il 25 ottobre 2016, nonché delle autorizzazioni ricevute dagli organismi di vigilanza nazionali e sovranazionali. In particolare, non si sono concretizzate manifestazioni di interesse da parte di *anchor investor* disponibili a effettuare un investimento rilevante e non è stato possibile raggiungere la somma programmata nonostante l'esito positivo dell'esercizio di *liability management*⁹¹. Il mancato perfezionamento dell'aumento di capitale ha comportato il venir meno dell'operazione di cartolarizzazione. A seguito, quindi, del non

⁸⁹ Attività relativa ai servizi di pagamento della banca.

⁹⁰ I *Piani Individuali di Risparmio* a lungo termine (*Pir*) sono stati introdotti dalla legge n. 232 dell'11/12/2016 e rappresentano una nuova forma di investimento fiscalmente incentivato. Sono contenitori fiscali che possono assumere la forma di fondi comuni, polizze vita, gestioni patrimoniali e deposito titoli, finalizzati a canalizzare flussi finanziari verso le piccole e medie imprese italiane.

⁹¹ Il *LM* aveva registrato la volontaria conversione di obbligazioni subordinate in azioni per complessivi 2,4 miliardi di €.

raggiungimento della soglia prevista, il 23 dicembre, il Governo, con decreto legge⁹², istituisce un fondo di 20 miliardi per subentrare nell'azionariato degli istituti di credito in difficoltà e simultaneamente la Bce comunica che *Monte dei Paschi di Siena*, per raggiungere i requisiti richiesti dagli *stress test* del 2016, dovrà varare un aumento di capitale di 8,8 miliardi di €⁹³.

Il piano industriale di cui sopra, non ha, però, rispettato del tutto, nel primo trimestre del 2017, gli obiettivi prospettati dal management dell'istituto senese, alcuni dei quali fortemente messi in discussione dalle Autorità Europee.

Infatti, il 4 maggio scorso, quando il Consiglio di amministrazione di *Monte dei Paschi di Siena* si è nuovamente riunito per approvare i conti relativi al primo trimestre dell'anno, sono stati approvati, non in linea con quanto prospettato, i seguenti risultati economico-finanziari⁹⁴:

- *risultato operativo lordo* del trimestre pari a 306 milioni di €, con margine di interesse che risente dell'andamento negativo degli attivi fruttiferi e delle commissioni, compensati, però, dalla riduzione dei costi operativi;
- *risultato operativo netto* post rettifiche su crediti in sostanziale pareggio (circa 3 milioni di €);
- *perdita d'esercizio netta* pari a -169 milioni di €, su cui incide la contabilizzazione di componenti non operative per -131 milioni di € (contributo *Fondo Srf*);
- *raccolta diretta* in crescita di circa 5 miliardi di € rispetto a dicembre 2016, grazie alla ripresa delle dinamiche commerciali di conti correnti e depositi (+5,5 miliardi di € nel trimestre);
- *counterbalancing capacity* disponibile di circa 16 miliardi di € in forte miglioramento rispetto a dicembre 2016 (+9 miliardi di €), per effetto prevalentemente delle emissioni di titoli con garanzia dello Stato;
- *liquidity coverage ratio* a 164% rispetto a circa 108% di dicembre 2016;
- *crediti deteriorati netti* in lieve calo rispetto a dicembre 2016 principalmente per effetto dell'ulteriore rafforzamento del *coverage ratio*.

⁹² Decreto legge del 23 dicembre 2016, n. 237. Fonte dati: <http://www.gazzettaufficiale.it>.

⁹³ Fonte comunicato: <https://www.ecb.europa.eu>. Per maggiori dettagli vedi il paragrafo 3.1.1.

⁹⁴ Fonte: (https://www.mps.it/media-and-news/comunicati/2017/Pagine/comunicato_stampa_20170504.aspx)

Il Cda si è riunito anche per visionare il nuovo piano industriale, relativo al secondo trimestre del 2017, in merito alla mole di crediti deteriorati⁹⁵ e la struttura dei costi operativi, da discutere con le autorità europee. L'amministratore delegato, Marco Morelli, in merito agli *Npl*, mostra che è in corso la cartolarizzazione del portafoglio da 29 miliardi di €, già prevista nel Piano industriale di fine esercizio 2016, utilizzando la *Gacs*⁹⁶. Quest'ultima, però, potrebbe rivelarsi inutile per *Monte dei Paschi di Siena* come per le altre banche italiane in crisi, perché, con questo meccanismo, il rating della *tranche senior* salirà ma non abbastanza. Se fosse stato permesso allo Stato italiano di essere garante della *tranche senior* di crediti deteriorati, quest'ultima avrebbe potuto avere una dimensione maggiore ed avrebbe permesso agli istituti bancari uno scarico più intenso dei crediti deteriorati dai bilanci. Con tale meccanismo, quindi, le banche potranno scaricare solo una porzione di crediti deteriorati per via della cartolarizzazione, e dovranno continuare ad effettuare svalutazioni, per coprire le perdite di capitale ed intervenire con operazioni di finanza straordinaria come aumenti di capitale, fusioni o acquisizioni, da istituti più grossi.

Da Bruxelles, infatti, proprio in merito alla ricapitalizzazione di *Mps*, deve arrivare il via libera al piano di salvataggio della banca senese, esposto negli ultimi piani industriali, che passa per una *ricapitalizzazione precauzionale* con l'impiego di soldi pubblici per salvare l'istituto di credito.

In ogni caso, se il piano verrà approvato, come si pensa, le svalutazioni conseguenti al deconsolidamento delle sofferenze bancarie avranno degli impatti finanziari sul secondo

⁹⁵ Per maggiori dettagli vedi il paragrafo 3.1.2.

⁹⁶ La *Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze* è una metodologia creata dal Ministero dell'Economia e della Finanza per aiutare le banche italiane a liberarsi dei crediti in sofferenza. Attraverso il meccanismo *Gacs*, verrà creata una *Bad Bank*, per ogni banca che ne potrà usufruire, che cederà i crediti deteriorati confluiti da ognuna di esse. Per evitare l'aiuto di Stato, l'Italia si farà garante solo di una parte dei crediti cartolarizzati. Il processo è il seguente: la banca interessata crea un titolo obbligazionario con sottostante i crediti deteriorati; in seguito, si stima la probabilità di realizzo delle sofferenze cartolarizzate e, come già descritto in precedenza si divide il titolo in tranche in base al rendimento e la rischiosità; si passa alla *tranche senior*, che è la tranche, meno rischiosa e garantita dallo Stato, quando tutte le tranche precedenti ad essa vengono azzerate dalle perdite derivanti dal credito. Il *tranching* avviene, quindi, in base alla qualità dei crediti deteriorati che fungono da sottostante delle obbligazioni e, in teoria, la tranche garantita dallo Stato sarebbe, tra le tre disponibili, quella più piccola, ma, essendo quest'ultimo un garante solvibile, la dimensione dovrebbe aumentare. Ciò, però, non avverrà perché l'Unione Europea ha imposto che la dimensione verrà determinata dai flussi di cassa attesi dal realizzo dei crediti deteriorati sottostanti mentre il prezzo di una *tranche* (ad esempio una *tranche senior* quinquennale di un certo rating) sarà dato dal valore del *Credit Default Swap* di pari durata di emittenti che abbiano lo stesso rating.

trimestre del 2017. Nel mese di giugno Ue e Italia si sono accordati sulla ricapitalizzazione precauzionale da compiere entro la fine dello stesso mese.

3.1.1 Aumento di capitale e cartolarizzazione

La finanza straordinaria consiste in quella serie di operazioni aziendali, *legali ed economico-finanziarie*, che hanno caratteristiche di *eccezionalità* ed *unicità*.

Le operazioni di finanza straordinaria riguardano modificazioni dell'*Attivo* o del *Passivo di Bilancio*, come attività di *M&A*, *LBO (Leverage Buy - Out)*, *Spin – Off*, *Scorpori o Scissioni*, *Trasformazioni o Ristrutturazioni*, *aumenti o diminuzioni del capitale*, *IPO (Initial Public Offer)*, *Delisting* e *Ristrutturazione del Debito*.

Tali operazioni hanno effetti sulla struttura finanziaria, sulla proprietà azionaria, sulla strategia del business, e sulla struttura politica dell'impresa.

L'aumento di capitale, tra le operazioni di finanza straordinaria, è una operazione che implica un incremento del capitale sociale di una società. Tale incremento può avvenire o con emissione di nuove azioni (*aumento di capitale a pagamento*⁹⁷), con aumento del valore nominale di quelle già in circolazione (*aumento di capitale gratuito*⁹⁸) o con *aumento di capitale misto*, in cui le due fattispecie vengono realizzate insieme⁹⁹.

Le fasi tecniche relative all'operazione sono:

- *individuazione* del mercato finanziario a cui indirizzare l'emissione;
- *scelta* del tipo di titolo da offrire (*azioni ordinarie*, *azioni di risparmio*, *obbligazioni convertibili*, *obbligazioni con warrant*, ecc.)¹⁰⁰;
- *timing* dell'operazione¹⁰¹;

⁹⁷ In questo caso le nuove azioni vengono offerte ai sottoscrittori in cambio di un versamento in contanti o in natura (in base alla tipologia di società).

⁹⁸ In tal caso si ha, dal punto di vista contabile, un passaggio di *riserve disponibili a capitale sociale*, accompagnata dalla parallela ed uguale emissione di nuove azioni.

⁹⁹ Berk J. De Marzo P. Finanza Aziendale II Pearson 2011, cap. 4 “*L'aumento di capitale proprio*”.

¹⁰⁰ Secondo l'art. 2441 del *Codice Civile*, le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili devono essere offerte in opzione ai soci in proporzione al numero di azioni possedute. Inoltre, lo stesso articolo prevede che non deve essere limitato qualora le azioni di nuova emissione siano sottoscritte da Banche, Enti o società finanziarie soggetti al controllo della Consob.

¹⁰¹ La fase relativa al timing dell'operazione prevede la convocazione ed entro 15 gg la riunione del Consiglio di amministrazione e l'avviso in Gazzetta Ufficiale pubblicato nell'apposita sezione, nei 45 gg antecedenti alla riunione la comunicazione alla Consob, dai 15 ai 60 gg la convocazione dell'Assemblea straordinaria con la relativa maggioranza di approvazione, di seguito all'approvazione l'omologazione di delibera preso il tribunale, l'iscrizione al registro delle imprese e la pubblicazione sul *Busar*l (Acronimo di *Bollettino Ufficiale delle Società per Azioni e a Responsabilità Limitata*, in merito alla pubblicazione periodica per la pubblicità legale degli atti e

- *pricing* dell'emissione, di interesse della società emittente¹⁰², degli azionisti di minoranza, degli azionisti di controllo e del consorzio di garanzia¹⁰³.

L'*obbligazione convertibile con warrant* conferisce al suo possessore la facoltà di acquistare una determinata quantità di azioni, entro una prestabilita scadenza, ad un prezzo unitario prefissato. Il valore minimo del *warrant* è pari alla differenza tra il prezzo di mercato dell'azione sottostante e il prezzo dell'esercizio. Quindi, se il prezzo del *warrant* dovesse scendere al di sotto del valore teorico converrebbe acquistare il *warrant*, esercitarlo e vendere le azioni sul mercato, ottenendo un extra profitto. Naturalmente l'eventuale arbitraggio non consentirebbe, quindi, al *warrant* di avere un prezzo inferiore al suo valore teorico minimo anche se in realtà il prezzo corrente del *warrant* si discosta dal suo valore teorico in quanto incorpora un premio, giustificato dall'opportunità di *leverage* che il *warrant* offre rispetto all'acquisto diretto dell'azione sottostante.

Il *warrant* infatti permette in caso di rialzo del prezzo dell'azione, di massimizzare i guadagni rispetto all'acquisto diretto delle azioni stesse e in caso invece di caduta, consente di limitare la perdita al prezzo pagato per il suo acquisto. Per cui, se la quotazione di mercato del *warrant* è superiore al suo valore teorico, conviene acquistare direttamente l'azione, se, invece, la quotazione corrente è inferiore al valore teorico, conviene acquistare il *warrant* ed esercitarlo.

Il *diritto di opzione* è, invece, una parte del patrimonio che viene distribuita ai soci che possono vendere il diritto, producendo un effetto economico¹⁰⁴, cioè liquidando il

dei fatti che riguardano le società per azioni e a responsabilità limitata), in seguito fino a 75 gg la presentazione della documentazione informativa relativa, entro gli 80 e i 110 gg l'esercizio del diritto di opzione (per l'esercizio del diritto d'opzione deve essere concesso un termine non inferiore ai 30 giorni dalla pubblicazione sul *Busar*, come previsto dall'art. 2441 del *Codice Civile*) e dopo 5 gg l'offerta dei diritti inoptati (offerti in Borsa per almeno 5 riunioni entro il mese successivo alla scadenza del termine stabilito per l'esercizio del diritto, mediante conferimento dell'incarico ad una *Società di intermediazione mobiliare*).

¹⁰² Che ha l'obiettivo di conseguire un equilibrio finanziario, cioè un rapporto debiti/mezzi propri ottimale in modo da poter effettuare i nuovi investimenti programmati.

¹⁰³ Nello specifico, gli azionisti di minoranza hanno l'obiettivo di conservare le loro quote di partecipazione con un investimento remunerato, gli azionisti di controllo hanno l'obiettivo di mantenere il controllo con il minor esborso possibile ed il Consorzio di garanzia ha l'obiettivo di ricercare le migliori condizioni, per facilitare il collocamento integrale dell'emissione e di mediare i contrasti tra le categorie di interesse.

¹⁰⁴ L'effetto economico riguarda il prezzo di emissione che eguaglia la differenza tra il valore dell'azione optata ed il valore dell'azione prima dello stacco del diritto.

patrimonio, oppure esercitare il diritto producendo un effetto amministrativo e patrimoniale¹⁰⁵, cioè mantenendolo inalterato.

Il *prezzo di un'azione di nuova emissione* in una operazione di aumento di capitale a pagamento è, quindi, pari a:

$$P_{n+1} = \frac{V * P_n + N * P_e}{V + N} = (P_{n+1} - P_e) * \frac{N}{V} \quad 106$$

In merito all'aumento di capitale di 8,8 miliardi di € necessario per superare i requisiti degli *stress test* in ambito bancario, la Bce vuole analizzare le perdite rimediate da *Mps* e le relative coperture finanziarie. Sulla base degli *stress test*, l'istituto guidato da Mario Draghi, aveva stimato lo scorso dicembre, dopo il fallimento dell'aumento da 5 miliardi e la richiesta di aiuto pubblico, il nuovo fabbisogno di capitale. Da qui è partito un negoziato tra *Mps*, *Mef*, *Bce* e *Commissione Ue*, che si sarebbe dovuto concludere entro la fine di febbraio, è che solo nel mese di giugno ha raggiunto gli obiettivi sperati.

La Vigilanza della Bce pretende le informazioni inerenti alla copertura finanziaria dei 3,2 miliardi di perdite fatte registrare nel 2016 e i 169 milioni accumulati nel primo trimestre del 2017. Senza chiarezza, e senza la certezza che lo Stato copra solo un ammanco di capitale ipotetico e non perdite previste e prevedibili, il via libera alla ricapitalizzazione precauzionale non arriverà.

Monte dei Paschi, intanto, comunica di aver effettuato, in data 15 marzo 2017, l'emissione di un titolo con garanzia dello Stato dal valore nominale di 4 miliardi di euro, con scadenza a 3 anni e cedola dello 0,75%. Il titolo, assistito da garanzia dello Stato ai sensi legislativi, è stato sottoscritto interamente dall'emittente e verrà successivamente venduto sul mercato, o utilizzato come collaterale a garanzia di operazioni di finanziamento. L'emissione si aggiunge alle due già effettuate il 25 gennaio scorso per un importo di complessivi 7 miliardi di Euro¹⁰⁷.

In merito alla cartolarizzazione dei crediti, invece, come se già non bastasse, i problemi finanziari dell'istituto senese sono tutt'altro che risolti.

¹⁰⁵ L'effetto che tutela l'interesse dei soci a non subire diluizioni del loro patrimonio in seguito ad operazioni sul capitale.

¹⁰⁶ Dove P_{n+1} è il prezzo dell'azione post-emissione, P_n è il prezzo pre-emissione, P_e è il prezzo d'emissione, N è il numero di nuove azioni emesse, V è il numero di vecchie azioni. Il valore del diritto di opzione è dato dal prodotto tra la differenza Prezzo post-emissione e prezzo emissione e il rapporto tra il numero di azioni nuove emesse ed il numero di vecchie. Nel caso le azioni di nuova emissione non abbiano godimento regolare occorre aggiungere l'importo del dividendo al prezzo di sottoscrizione. Fonte formula: <https://www.borsaitaliana.it>.

¹⁰⁷ <https://www.mps.it> Comunicato del 15.03.2017.

La cartolarizzazione è un'operazione attraverso la quale una banca riesce a liquidare una parte dei propri attivi trasformandoli in titoli collocabili sul mercato tramite l'intervento di una *Special Purpose Vehicle*, una società c.d. veicolo¹⁰⁸, il cui oggetto sociale è la realizzazione esclusiva di operazioni di cartolarizzazione che emetterà, contestualmente a tale cessione, titoli obbligazionari chiamati *Abs* (*Asset backed securities*) che hanno un rendimento cedolare correlato ai flussi di cassa delle attività cedute dalla banca.

Il processo della cartolarizzazione consiste nel meccanismo per cui, con i soldi derivanti dalla vendita dei titoli, la società veicolo ripaga la banca (spesso per un ammontare minore rispetto al valore corrente degli attivi ceduti scontato di un tasso di rischio) per la cessione degli attivi, completando in questo modo il processo di smobilizzo. Tale strumento risulta essere molto utile per una banca con necessità di liquidità, come ad esempio *Mps*. La società veicolo si finanzia, dunque, emettendo obbligazioni con diversi livelli di rischio e rendimento. Lo sviluppo in Europa di questa tecnica è stata favorita dalla creazione di un mercato unico dei capitali, culminato con l'introduzione dell'euro, che ha permesso ad investitori istituzionali di accrescere la propria esposizione transfrontaliera e agli emittenti di accedere a un insieme più ampio di investitori potenziali.

Le fasi di un processo di cartolarizzazione sono:

- *fase preliminare* finalizzata ad individuare gli obiettivi ed a coordinare le analisi delle diverse funzioni aziendali;
- *fase di strutturazione* dell'operazione in cui scegliere la struttura dell'operazione e definire l'entità dei rischi che si trasferiscono ai sottoscrittori dei titoli;
- *fase di pre-marketing, lancio e closing* dell'operazione;
- *fase terminale* di collocamento dei titoli da parte dell'*agenzia di rating* nelle attività di valutazione e di merito creditizio, che, insieme alla *banca d'investimento*¹⁰⁹, organizza le attività in un consorzio di collocamento, che sarà

¹⁰⁸ Quando la proprietà delle esposizioni viene trasferita totalmente alla società veicolo si parla di *cartolarizzazione tradizionale*, mentre quando gli *asset* soggetti a cartolarizzazione restano nel bilancio dell'*originator*, si parla di *cartolarizzazione sintetica* ed il trasferimento del rischio non avviene, quindi, tramite la cessione delle attività ma attraverso l'utilizzo di derivati creditizi.

¹⁰⁹ Esiste, nel processo di collocamento, una procedura di offerta privata, che si rivolge ad un selezionato gruppo di investitori istituzionali, contattati tramite canali distributivi privati, e una procedura di offerta pubblica, che porta alla sollecitazione del pubblico risparmio e che, quindi, è finalizzata alla distribuzione dei titoli presso una più ampia platea di risparmiatori

responsabile del pricing, della sottoscrizione e dell'allocazione dei titoli emessi¹¹⁰.

Le attività che rientrano nel processo di cartolarizzazione, cioè ipoteche, crediti commerciali, prestiti finanziari e *factoring*, *real estate* e partecipazioni, devono (o dovrebbero) essere facilmente individuabili, devono essere giuridicamente separabili dal patrimonio del cedente, devono generare flussi di cassa ed essere di ammontare consistente. Nel caso di cartolarizzazione di *Mps*, le attività da cedere ai veicoli corrispondono a crediti deteriorati per un ammontare di un *Gross Value* di poco più di 28 miliardi di € ed una esposizione netta “*a libro*” di circa 20 miliardi di €¹¹¹.

Al fine di proteggere gli investitori da rischi di insolvenza o illiquidità del veicolo emittente ed allo scopo di migliorare la qualità di credito del portafoglio di attività, viene previsto ed incorporato nella struttura di cartolarizzazione, un insieme di garanzie collaterali che prende il nome di *credit enhancement*¹¹².

Le operazioni di cartolarizzazione per l'*Originator* rappresentano:

- una forma alternativa di *raccolta di fondi*;
- un'efficiente *condivisione del rischio* tra soggetti intenzionati ad assumerlo con effetti positivi sul risk management;
- una forma di *risparmio di capitale regolamentare* allocato per i rischi ed imposto dalle norme di vigilanza prudenziale;
- una *riduzione del costo della raccolta* dal merito di credito dell'emittente. Generalmente i titoli emessi dalla società veicolo hanno un rating maggiore rispetto ai bond emessi direttamente dall'originator; a ciò si contrappone un aumento di costi amministrativi derivanti dall'attività di emissione e di costi

¹¹⁰ Il collocamento è composto da una fase *pre-marketing*, che dura solitamente dalle tre alle quattro settimane si organizza un *road show*, ossia una serie di incontri con gli investitori delle principali piazze finanziarie per presentare, descrivere e promuovere l'operazione, ed una seconda di *pricing*.

¹¹¹ Fonte: <https://www.mps.it> Bilancio consolidato al 31.12.2016.

¹¹² Tra gli strumenti di protezione ci sono:

- *overcollateralisation* in cui il valore del portafoglio di attivi ceduto è superiore al valore d'emissione dei titoli sul mercato di almeno il 10% la dimensione dell'emissione effettiva;
- *credit tranching* in cui i titoli emessi vengono suddivisi in più classi subordinate l'una all'altra in base ad un criterio di priorità di pagamento;
- *riserva di liquidità* per cui al lancio dell'operazione viene aperto un conto intestato alla società veicolo, su cui viene depositata una parte del ricavato di sottoscrizione dei titoli, per coprire eventuali deficit di cassa;
- *contratti derivati* di copertura del rischio di cambio o di tasso d'interesse;
- *polizze assicurative* a garanzia di eventuali perdite sul portafoglio ceduto.

derivanti dalla richiesta di garanzie esterne, conseguenze diretta della presenza di molti in termini di nuovi rischi;

- una riduzione del *mismatching* tra attivo e passivo, per cui la scadenza del passivo (depositi bancari, finanziamenti interbancari ecc.) a breve termine si riallinea con la scadenza a medio-lungo termine dell'attivo, realizzando, così, una migliore gestione del rischio di tasso di interesse;
- un miglioramento delle *performance* della banca in termini di indici di redditività.

Nello svolgimento della propria attività creditizia la banca, quindi, può decidere se tenere i titoli creati nel proprio bilancio “*originate and hold*” mantenendoli in bilancio fino alla scadenza, accantonando capitale regolamentare a fronte del rischio di credito, o se venderli sul mercato “*originate to distribute*” sfruttando le tecniche per il trasferimento del rischio di credito, dei derivati creditizi, trasferendo ad altri il prestito, recuperando la liquidità e il capitale regolamentare, prima impegnati con benefici sui requisiti patrimoniali. La diffusione di questo secondo modello è stato uno dei fattori chiave che spiega la crisi innescatasi sul mercato statunitense dei *mutui subprime*.

3.2 Analisi finanziaria

Si riportano di seguito delle osservazioni sul Gruppo bancario senese tratte dal Bilancio d'Esercizio al 31.12.2016.

“Il Gruppo Montepaschi è il polo bancario guidato dalla Banca Monte dei Paschi di Siena, con attività prevalente in Italia incentrata nei servizi tradizionali del retail & commercial banking. Il Gruppo è inoltre attivo, tramite proprie società specializzate¹¹³, in aree di business quali il leasing, il factoring, la finanza d'impresa e l'investment banking. Il ramo assicurativo-previdenziale è presidiato grazie alla partnership strategica con AXA, mentre l'attività di asset management si sostanzia nell'offerta di prodotti d'investimento di case terze indipendenti.

Il Gruppo integra modelli d'offerta tradizionali, operativi attraverso la Rete delle filiali e dei centri specialistici, con un innovativo sistema di servizi digitali e self service,

¹¹³Si fa riferimento alle società *Mps Fiduciaria, Mps leasing & factoring, Mps capital services*.

arricchiti dalle competenze della Rete dei promotori finanziari attraverso Banca Widiba¹¹⁴.

L'operatività estera è focalizzata sul supporto ai processi di internazionalizzazione delle imprese clienti ed interessa i principali mercati finanziari esteri¹¹⁵.

La maggior parte delle attività di back-office, amministrative, contabili e altri servizi (es. ciclo passivo) sono svolti in outsourcing dalla società Fruendo (joint venture tra Basilichi SpA e Accenture Italia)¹¹⁶.

L'azionariato è così composto:

“Al 31 dicembre del 2016 il capitale sociale di Banca Monte dei Paschi di Siena è pari a 7.365.674.050 di €, suddiviso in 29.320.798 azioni ordinarie, a seguito dell'esecuzione della delibera di riduzione del capitale sociale e del raggruppamento delle azioni ordinarie Mps nel rapporto di n. 1 nuova azione ordinaria ogni n. 100 azioni possedute, approvata dall'Assemblea degli azionisti in sede straordinaria il 24 novembre 2016.

Secondo quanto risulta dalle comunicazioni ricevute ai sensi della normativa vigente ed in base alle altre informazioni a disposizione, i soggetti che alla data del 31 dicembre 2016 possiedono, direttamente e/o indirettamente, azioni ordinarie rappresentative di una percentuale superiore al 3% del capitale sociale dell'Emittente e che non ricadono nei casi di esenzione previsti dall'art. 119-bis del Regolamento Emittenti, nonché sulla base di quanto risultante dal sito istituzionale della CONSOB, sono i seguenti:

- *Ministero dell'Economia e delle Finanze per il 4,024%*
- *AXA S.A. per il 3,170% (quota detenuta direttamente e indirettamente per il tramite di 12 società controllate)”¹¹⁷.*

Piccoli azionisti per il 55%, fondi ed altri investitori istituzionali per il 34,9%, Alessandro Falciai, manager italiano membro del Cda di Mps dal 2015 ed attuale presidente, per una quota dell'1,5% ed altri per quote inferiori all'unità, rappresentano la restante parte del capitale sociale dell'istituto senese¹¹⁸.

¹¹⁴ Widiba (Wise-DIalog-BAnking) è la banca diretta del Gruppo che integra un'offerta self-service con le competenze della Rete di promotori finanziari Mps.

¹¹⁵ Monte Paschi Banque SA e Banca Monte Paschi Belgio SA sono le banche del Gruppo a sostegno dell'interscambio commerciale e degli investimenti delle imprese italiane all'estero.

¹¹⁶ Fonte: <https://www.mps.it> Bilancio consolidato al 31.12.2016.

¹¹⁷ Fonte: <https://www.mps.it> Bilancio consolidato al 31.12.2016.

¹¹⁸ Dati aggiornati all'assemblea del 24/11/2016.

Il titolo di *Monte dei Paschi di Siena*, lo scorso 23 dicembre, è stato sospeso temporaneamente dalle contrattazioni di Borsa, a causa del contesto informativo caratterizzato da elementi di incertezza ed incompletezza a seguito dell'insuccesso dell'operazione di aumento di capitale, programmata per la fine dello stesso anno.

Le vicende dell'anno 2016 relative al titolo *Mps* sono così riassunte:

- le *performance annuali* degli indici azionari europei sono state positive nel complesso, nonostante il 2016 sia stato ricco di eventi politici che hanno influenzato il corso dei mercati finanziari; la migliore è stata Londra con +14,4%, a seguire Francoforte +6,9% e Parigi +4,9%, mentre chiudono in rosso Milano e Madrid, rispettivamente -10,2% e -2,0%.
- nel 4° trimestre 2016 gli *indici azionari europei* hanno riportato performance positive Milano +17,3%; Francoforte +9,2%; Parigi +9,3%; Londra +3,5%; Madrid +6,5%; e l'indice del settore bancario italiano *FTSE IT Banks* ha riportato una variazione trimestrale positiva del +24,3%.

Il titolo BMPS ha chiuso il 2016 a 15,08 € registrando una performance negativa dell'87,8% da inizio anno¹¹⁹.

Di seguito, nella figura 6 vengono rappresentati i valori del titolo *Mps*. Si nota la diminuzione di circa il 90% relativa all'anno 2016¹²⁰.

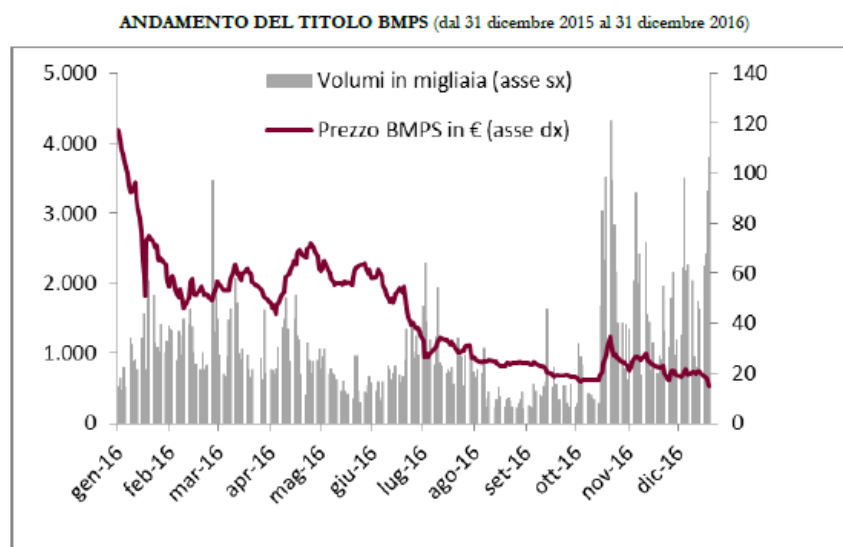


Figura 6 – Andamento storico del titolo in borsa.

¹¹⁹ Fonte: <https://www.mps.it> Bilancio consolidato al 31.12.2016.

¹²⁰ Fonte figura: Bilancio consolidato al 31/12/2016 di BMps mps.it.

I dati relativi al valore del titolo di *Mps* a partire dal 2012, anno in cui si sono mostrate le prime crisi in modo simultaneo al deterioramento di crediti e di attività finanziarie in bilancio, sono rappresentati nella figura successiva.

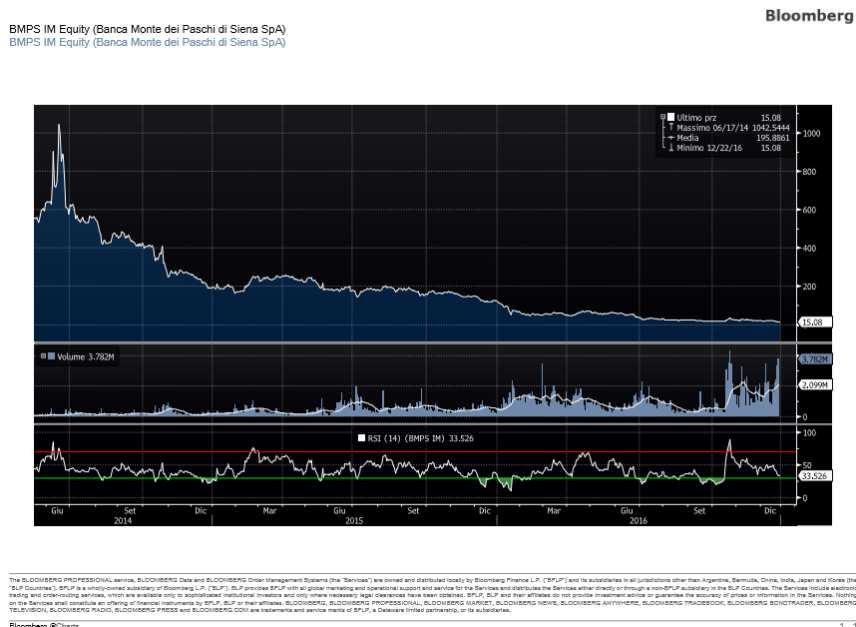


Figura 7 – Andamento storico del titolo in borsa.

Si nota come ci sia stata una tendenza al ribasso che, insieme ad un volume di contrattazione elevato negli ultimi mesi del 2016, ha portato la Borsa italiana alla sospensione del titolo¹²¹. Nel grafico, inoltre, le indicazioni di analisi dell'indice *RSI* (*Relative Strength Index* o *Indice di forza relativa*), un indicatore di *momentum* in grado di fornire informazioni preziose circa la tendenza del titolo preso in esame, confermano quanto appena detto.

In merito alle valutazioni del rating d'impresa, invece, il 22 novembre 2016, l'agenzia di rating *Fitch* ha confermato il rating a lungo termine a “B-” e a breve a “B”, mentre ha modificato il *Viability Rating* portandolo a “C” dal precedente “CCC”. L'*outlook* a lungo termine è “*Rating Watch Evolving*”.

Il 13 dicembre 2016 l'agenzia di rating *DBRS* ha rivisto il rating a lungo termine a “B (low)” da “B (high)” ed il rating a breve termine a “R-5”. L'*outlook* è stato modificato in “*Rating UR Developing*”.

Il 27 dicembre 2016 l'agenzia di rating *Moody's* ha posto sotto osservazione il rating *BCA* (*Baseline Credit Assessment*), in vista di un possibile rialzo. Il rating a lungo termine a

¹²¹ Fonte dati: <https://www.bloomberg.com/europe>.

“B3” e il rating a breve termine a “NP” (*Not Prime*) sono rimasti invariati. L’*outlook* a lungo termine è rimasto “*Under Review with Direction Uncertain*”¹²².

La struttura organizzativa, invece, rappresentata di seguito dalla figura 8, è stata influenzata dalla volontà, espressa nel piano industriale 2016-2019, di separare del tutto la divisione crediti dalla divisione commerciale.

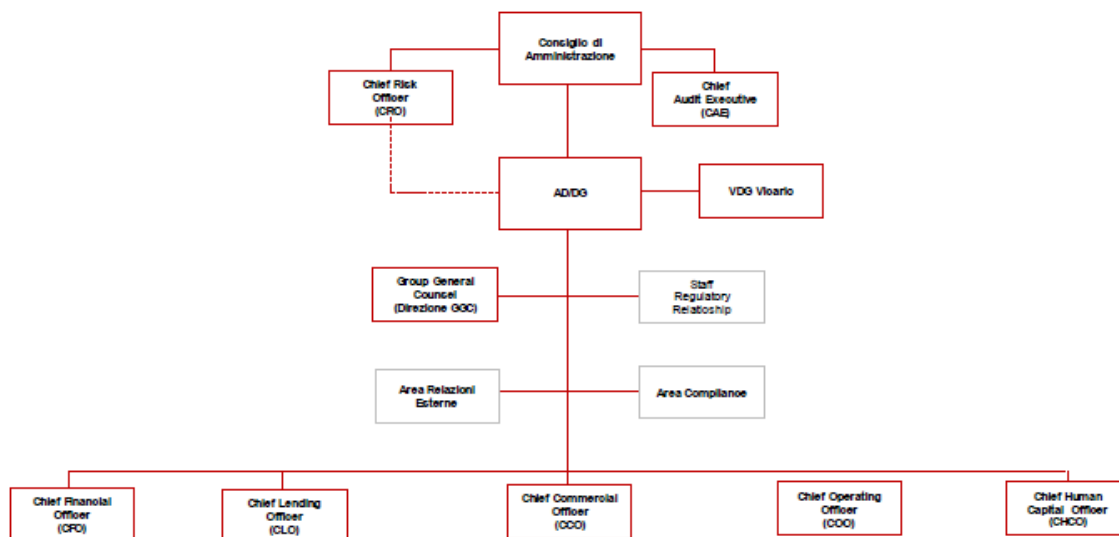


Figura 8 – Organigramma aziendale.

Emerge, sulla base del piano strategico 2016-2019 di cui sopra relativo alla sezione organizzativa, come le figure direzionali di *Chief Lending Officer* e di *Chief Commercial Officer* siano strutturalmente separate e rispondenti separatamente alle direttive degli Organi superiori ed alle figure dell’AD e del DG, allo scopo di adeguare i processi decisionali ed il livello di autonomia ai centri di responsabilità.

3.2.1 Monte dei Paschi in cifre

In merito alla descrizione economico-finanziaria del Gruppo *Monte dei Paschi di Siena*, nella figura di seguito sono sintetizzati i risultati economici e patrimoniali dell’istituto relativi all’esercizio 2016, in linea con quelli utilizzati nei sistemi interni di *performance management* e *reporting direzionale*, coerenti con le metriche maggiormente diffuse nel settore bancario:

¹²² Fonte: <https://www.mps.it> Bilancio consolidato al 31.12.2016.

**Relazione consolidata sull'andamento della
gestione al 31.12.2016**



VALORI ECONOMICI (in milioni di €)	31.12.15	31.12.16	Δ('16-'15)
Margine d'interesse	2.259	2.021	-10,5%
Commissioni Nette	1.810	1.839	1,6%
Atri Ricavi	1.147	421	-63,3%
Totale Ricavi	5.216	4.282	-17,9%
Rettifiche di Valore per deterioramento crediti ed attività finanziarie	-1.993	-4.501	n.s.
Risultato Operativo Netto	594	-2.840	n.s.
Utile (Perdita)	388	-3.241	n.s.

VALORI PATRIMONIALI (in milioni di €)			
Totale Attivo	169.012	153.178	-9,4%
Crediti verso la clientela	111.366	106.693	-4,2%
Raccolta Diretta	119.275	104.574	-12,3%
Raccolta Indiretta	106.172	98.152	-7,6%
di cui Risparmio Gestito	55.516	57.181	3,0%
di cui Risparmio Amministrato	50.656	40.971	-19,1%
Patrimonio Netto del Gruppo BMPS	9.596	6.425	-33,0%

STRUTTURA OPERATIVA			
Numero Dipendenti	25.731	25.566	-165
Numero Filiali - Rete commerciale Italia	2.133	2.032	-101

Figura 9 – Relazione consolidata al 31.12.2016.

Il Gruppo ha realizzato *Ricavi totali* pari a circa 4.282 milioni di € in diminuzione del 17,9% rispetto all'anno precedente, per effetto della flessione del margine di interesse e dell'attività di negoziazione. La dinamica dei ricavi è influenzata dall'andamento del *Margine di Interesse*, pari a circa 2.021 milioni di € (-10,5% rispetto al 2015), che ha risentito soprattutto dell'andamento negativo degli attivi fruttiferi e dei relativi rendimenti. Le *Commissioni Nette* del 2016, pari a circa 1.839 milioni di €, sono in aumento dell'1,6% rispetto al 2015, grazie soprattutto alla ripresa delle commissioni tradizionali (in particolare il recupero spese conto ed i servizi di pagamento) e delle componenti non commerciali (tra cui si evidenzia la riduzione del costo della garanzia statale sui c.d. "Monti Bond" di cui sopra).

Nell'ambito degli altri ricavi, il *Risultato netto* è pari a circa 441 milioni di €, in riduzione rispetto ai valori registrati nell'anno precedente.

Gli *Oneri Operativi* sono risultati pari a circa 2.621 milioni di € (in calo dello 0,3% rispetto al 2015). Le *Spese per il Personale*, che ammontano a circa 1.611 milioni di €, hanno registrato una flessione annua del 2,6% per effetto della riduzione degli organici, della flessione della componente variabile e di altri benefici. Le *Altre Spese Amministrative* del 2016 sono risultate pari a circa 792 milioni di €, in aumento del 4,2% rispetto all'anno precedente, impattato negativamente dalla contabilizzazione delle spese connesse all'Operazione di ricapitalizzazione (non andata a buon fine) per circa 37 milioni di €¹²³

Le *Rettifiche di valore nette su attività materiali ed immateriali*, pari a circa 219 milioni di €, risultano, di poco, in linea ai valori dell'anno precedente.

Le *Rettifiche nette di valore per deterioramento di crediti*, la voce più importante in merito alle vicende di attualità sui *Npl*, sono risultate essere pari a circa 4.501 milioni di €, in lieve aumento rispetto all'anno precedente.

L'aggregato include circa 2.592 milioni di € di maggiori rettifiche dovute all'aggiornamento delle metodologie e dei parametri utilizzati nella valutazione dei crediti. Le linee guida della Bce, infatti, hanno apportato la modifica della metodologia di calcolo del fondo di attualizzazione, l'innalzamento della soglia di valutazione analitica delle inadempienze probabili, delle inadempienze probabili e l'aggiornamento degli *haircut* su garanzie immobiliari e la definizione di *floor* minimi di copertura sulle c.d. "sofferenze allargate".

In conseguenza della dinamica dei suddetti aggregati economici, il Gruppo ha registrato al 31 dicembre 2016 una *perdita* pari a circa 3.241 milioni di € (su cui impattano maggiormente le rettifiche su crediti) rispetto al risultato positivo pari a circa 388 milioni di € del 2015.

¹²³ Fonte: <https://www.mps.it> Bilancio consolidato al 31.12.2016.

Conto Economico Riclassificato con criteri generali

VALORI ECONOMICI (in migliaia di €)	31.12.15	31.12.16	Δ('16-'15)
Margine d'interesse	2.259	2.021	-10,5%
Commissioni Nette	1.810	1.839	1,6%
Margine d'intermediazione primario	100	78	-22,1%
Dividenti, proventi simili, utili (perdite) da partecipazioni	1.038	441	-57,5%
Risultato netto della negoziazione e delle attività/passività	14	-82	
Risultato netto dell'attività di copertura	-5	-16	
Totale Atri Ricavi	1.147	421	
Totale Ricavi	5.216	4.282	-17,9%
Spese Amministrative	-2.413	-2.403	-0,4%
di cui costo del personale	-1.653	-1.611	
di cui altre spese amministrative	-760	-792	
Rettifiche di valore nette su attività materiali ed immateriali	-216	-219	
Totale Oneri Operativi	2.629	2.621	
Risultato Operativo Lordo	2.587	1.661	
Rettifiche di Valore per deterioramento crediti ed attività finanziarie	-1.993	-4.501	
Risultato Operativo Netto	594	-2.840	
Acc. a fondi rischi e oneri e altri utili (perdite) per investimenti	-154	-339	
Imposte sul reddito d'esercizio	-11	-21	
Utile (Perdita)	388	-3.241	

Figura 10 – Conto Economico riclassificato al 31.12.2016.

Nella figura 10 sono rappresentati i valori riclassificati del Conto Economico del Gruppo *Monte dei Paschi di Siena* relativi agli esercizi 2015 e 2016¹²⁴.

I volumi di raccolta complessiva a fine 2016 sono risultati pari a circa 203 miliardi di € in riduzione di circa -23 miliardi di € rispetto al 2015. La *raccolta diretta* (circa -15 miliardi di € rispetto al 2015) è stata influenzata nell'anno dalla riduzione della componente commerciale (circa -28 miliardi di €) a fronte delle fuoriuscite registrate soprattutto per effetto delle tensioni legate agli esiti negativi degli *stress test* per il Gruppo e per l'Operazione di ricapitalizzazione, non andata a buon fine.

Al 31 dicembre 2016 i *Crediti verso la Clientela* si sono attestati a circa 107 miliardi di €, in riduzione di quasi circa 5 miliardi di € rispetto al 2015, con una flessione di tutti gli aggregati ad eccezione dei *Pronti Contro Termine* con controparti finanziarie (*Mps* ha classificato le nuove operazioni di Pronti contro Termine nel portafoglio bancario, data la finalità delle stesse riconducibile al temporaneo impiego di disponibilità liquide).

¹²⁴ Fonte: <https://www.mps.it> Bilancio consolidato al 31.12.2016.

L'esposizione netta dei crediti deteriorati si è attestata a 20,3 miliardi di € registrando una flessione di circa 4 miliardi di € da inizio anno.

Il *coverage* dei crediti deteriorati si è attestato al 55,6%, in aumento di circa 716 bps rispetto al 31 dicembre 2015 (+500 *basic point* solo nell'ultimo trimestre) per effetto soprattutto delle rettifiche riferibili alle modifiche intervenute nelle policy del credito contabilizzate.

VALORI PATRIMONIALI (in migliaia di €)	31.12.15	31.12.16	Δ('16-'15)
Cassa e disponibilità liquide	1.189	1.085	-8,8%
Crediti	119.609	115.629	-3,3%
di cui Crediti verso Clientela	111.366	106.693	-4,2%
di cui Crediti verso Banche	8.242	8.936	8,4%
Attività finanziarie negoziabili	35.209	25.929	-26,4%
Attività finanziarie detenute sino alla scadenza	-	-	
Partecipazioni	908	1.032	13,6%
Attività materiali e immateriali	3.142	2.943	-6,3%
di cui avviamento	8	8	
Altre attività	8.956	6.561	
Totale Attivo	169.012	153.178	-9,4%

Figura 11 – Stato Patrimoniale sintetico al 31.12.2016.

Nella figura 11 sono rappresentati i valori riclassificati dell'attivo dello stato patrimoniale relativi agli esercizi 2015 e 2016¹²⁵.

Al 31 dicembre 2016 il *patrimonio netto*, comprensivo del patrimonio netto dei terzi e del risultato di esercizio, ammonta a 6.460,3 milioni di €, contro i 9.622,7 milioni di € del dicembre 2015, con una diminuzione complessiva di 3.162,4 milioni di €.

I fenomeni più rilevanti che hanno avuto impatto sul patrimonio netto sono rappresentati nella figura 12:

- l'*utile dell'esercizio* 2015, pari a 389,9 milioni di €, per la parte imputabile alla Capogruppo è stato utilizzato per la copertura di perdite in conformità a quanto deliberato dall'Assemblea;
- nel mese di novembre 2016 l'Assemblea della Capogruppo ha deliberato in sede straordinaria di approvare la *copertura della perdita* complessiva di 1.636,1 milioni di € mediante abbattimento per un corrispondente importo del capitale sociale, che si attesta pertanto a 7.379,1 milioni di €;

¹²⁵ Fonte: <https://www.mps.it> Bilancio consolidato al 31.12.2016.

- il *patrimonio netto di terzi* registra un aumento di 8,6 milioni di € dell'interessenza partecipativa detenuta dalla Capogruppo nella controllata *Mps Capital Services S.p.A.* in esecuzione dell'aumento di capitale sociale di quest'ultima conclusosi nel febbraio 2016;
- le *riserve da valutazione* rilevano complessivamente una variazione positiva pari a 69,1 milioni di €.

VALORI PATRIMONIALI (in migliaia di €)	31.12.15	31.12.16	Δ('16-'15)
Debiti verso Clientela e titoli	119.275	104.574	-12,3%
Debiti verso Banche	17.493	31.469	79,9%
Passività finanziarie di negoziazione	15.922	4.972	
Fondi a destinazione specifica			
Fondo tratt.to di fine rapporto di lavoro sub.	246	253	
Fondi di quiescenza	49	54	
Altri fondi	1.068	1.055	
Altre voci del passivo	5.337	4.343	
Riserve da valutazione	-22	47	
Strumenti di capitale	-	-	
Riserve	222	2.254	
Sovrapprezzi di emissione	6	-	
Capitale	9.002	7.366	-18,2%
Azioni proprie	-	-	
Utile (Perdita) d'esercizio	388	-3.241	
Patrimonio di pertinenza terzi	26	35	
Patrimonio Netto del Gruppo BMPS	9.596	6.425	-33,0%
Totale Passivo	169.012	153.178	-9,4%

Figura 12 – Stato Patrimoniale riclassificato al 31.12.2016.

Nella figura successiva sono rappresentati gli indicatori di performance economica dell'istituto relativi agli ultimi due esercizi.

INDICATORI DI PERFORMANCE 31.12.2016

INDICATORI DI REDDITIVITA' CONSOLIDATA (%)	31.12.15	31.12.16	Δ('16-'15)
Cost/Income ratio	50,4	61,2	10,8
R.O.E. (su patrimonio medio)	5,1	-40,5	-45,6
Return on Assets (RoA) ratio	0,2	-2,1	-2,3
ROTE (Return on tangible equity)	5,1	-40,5	-45,6
INDICI DI QUALITA' DEL CREDITO (%)			
Crediti deteriorati netti / Crediti verso Clientela	21,7	19,0	-2,7
Coverage crediti deteriorati	48,5	55,6	7,1
Crediti in sofferenza netti/Crediti verso clientela	8,7	9,7	1,0
Coverage crediti in sofferenza	63,4	64,8	1,4
Rettifiche nette su crediti/Crediti verso clientela (Provisioning)	1,8	4,2	2,4
Texas Ratio	146,8	145,0	-1,8

Figura 13 – Indicatori di performance al 31.12.2016.

Il *Cost to Income ratio*, cioè il rapporto tra gli Oneri Operativi (Spese Amministrative e Rettifiche di valore su attività materiali e immateriali) ed il Totale dei Ricavi, è risultato in aumento, come conseguenza di quanto analizzato nel conto economico.

Il *Return On Equity (ROE)*, cioè il rapporto tra l'Utile Netto di esercizio e la media tra il Patrimonio Netto (comprensivo dell'Utile e delle Riserve da valutazione) di fine periodo e quello di fine anno precedente, è in netto calo, come conseguenza della riduzione dei ricavi.

Il *Return On Asset (ROA)*, ed il *Return On Tangible Equity (ROTE)*, rispettivamente il rapporto tra l'Utile Netto di esercizio ed il Totale Attivo di fine periodo, ed il rapporto tra l'Utile netto di esercizio e la media tra il Patrimonio Netto (comprensivo dell'Utile e delle riserve da valutazione, al netto degli Avviamenti) sono in diminuzione ed hanno segno negativo come conseguenza della perdita d'esercizio registrata.

Il *Texas Ratio*, descritto nel capitolo precedente come rapporto tra i Crediti deteriorati lordi e la somma di Patrimonio netto tangibile e Fondi rettificativi dei crediti, è diminuito di quasi due punti percentuali, in linea con la situazione di crisi dell'istituto.

In merito agli indicatori c.d. *regolamentari*, la situazione patrimoniale, dunque, risulta essere peggiorata rispetto all'esercizio precedente.

Nella figura 14 si notano le variazioni negative dei più importanti indicatori patrimoniali:

INDICATORI DI PATRIMONIALI 31.12.2016

RATIO PATRIMONIALI (%)	31.12.15	31.12.16	Δ('16-'15)
Common Equity Tier 1 (CET1) ratio	12,0	8,2	-3,8
Total Capital ratio	16,0	10,4	-5,6
INDICE DI LEVA FINANZIARIA (%)			
Indice di leva finanziaria - Regime Transitorio	5,2	3,2	-2,0
RATIO DI LIQUIDITA' (%)			
LCR	222,0	107,7	-114,3
NSFR	100,8	87,6	-13,2

Figura 14 – Requisiti patrimoniali al 31.12.2016.

Nello specifico, il *Common Equity Tier 1 ratio*¹²⁶ è pari all' 8,2% ed il *Total Capital ratio* è del 10,4%, da confrontare con il valore del 16,0% registrato a fine dicembre 2015.

Inoltre, il *Liquidity Coverage Ratio (LCR)*, che misura la resistenza a breve termine della liquidità della banca ed il *Net Stable Funding Ratio (NSFR)*, cioè il rapporto tra l'ammontare disponibile di provvista stabile¹²⁷ (*Available Amount of Stable Funding, ASF*) e l'ammontare obbligatorio di provvista stabile (*Required Amount of Stable Funding, RSF*) sono in diminuzione rispetto all'anno precedente, come verificato dagli *stress test* dell'esercizio 2016¹²⁸.

La sezione operativa del rendiconto finanziario, mostra come la *liquidità* sia assorbita per un valore di 123 milioni di €, comunque in diminuzione rispetto ai 2.925 milioni dell'anno precedente. Il fattore più incidente è la variazione del circolante relativo alle attività e passività finanziarie.

Le *attività d'investimento*, in linea di massima di esclusivo rimpiazzo di attività materiali, hanno registrato un calo di circa 180 milioni di €, dovuti alla diminuzione dei dividendi incassati dalle partecipazioni ed alla diminuzione delle vendite di partecipazioni. La liquidità generata dalle attività d'investimento è pari a 19,5 milioni di €.

¹²⁶ Per maggiori informazioni circa il calcolo dell'indice vedere il paragrafo 1.1.2 riguardo il modello di valutazione finanziaria *FCFE*.

¹²⁷ L'ammontare di provvista stabile disponibile (*available stable funding, ASF*) è misurato in base alle caratteristiche generali della stabilità relativa delle fonti di provvista di un'istituzione, cioè la scadenza contrattuale delle passività e la diversa propensione dei prestatori a ritirare i finanziamenti erogati. È calcolato in primo luogo classificando il valore contabile del patrimonio e delle passività di un'istituzione in cinque categorie e successivamente viene ponderato per un fattore *ASF* compreso tra 100% e 0% che partendo dal patrimonio di vigilanza ed i depositi, pondera le passività in base al loro peso bancario.

¹²⁸ Fonte: <https://www.mps.it> Bilancio consolidato al 31.12.2016.

Nel 2015, con la liquidità generata dalla gestione operativa e d'investimento, sono state acquistate azioni proprie per un ammontare di 2.910 milioni di €. La mancata generazione di liquidità del 2016 non ha permesso operazioni simili per il 2016.

In conclusione, a fronte di una liquidità complessiva assorbita di 104,251 milioni di €, la liquidità dell'istituto senese risulta passare dai 1.188 milioni di € del 2015 a 1.084 milioni di € del 2016¹²⁹.

Per completare l'analisi finanziaria del Gruppo Bancario senese, tramite l'*informativa al Pubblico Pillar 3* del 31 dicembre del 2016, viene descritto in modo esaustivo il profilo di rischio aziendale, con ulteriori informazioni sulla gestione del capitale e sui driver sottostanti alle attività di rischio, rispetto a quelle già riportate nel Bilancio Annuale di cui sopra. Di seguito sono rappresentati i valori degli ultimi due esercizi delle principali metriche, nonché requisiti c.d. *pillar 1*, rapportati ai valori minimi, stabiliti dagli accordi di Basilea 3, richiesti dalla regolamentazione europea in tema bancario¹³⁰.

REQUISITI PATRIMONIALI	31.12.2015	31.12.2016	Δ ('16-'15)	REQUISITI MINIMI PILLAR 1
CET 1 Ratio	12,01%	8,17%	-3,83%	4,50%
TIER 1 Ratio	12,85%	8,17%	-4,68%	6,00%
Total Capital ratio	15,95%	10,40%	-5,55%	8,00%
Total RWA (Miliardi di €)	178,9	170	-7,50%	
ED Rischio di Credito (Miliardi di €)	70,8	65,5	-5,00%	
LCR	222,00%	107,69%	-114,30%	70,0%
Leverage Ratio	5,22%	3,17%	-2,05%	
NPE Ratio	21,70%	19,00%	-2,60%	
Coverage Ratio	48,50%	55,60%	7,20%	

Figura 15 – Requisiti patrimoniali minimi Pillar 1.

Nella figura 15 emerge che, nel 2016 la totalità degli indicatori, eccezion fatta per il *coverage ratio*, ha subito un calo rispetto ai valori dell'esercizio precedente: tale diminuzione, dal punto di vista patrimoniale (vedi *CET 1 ratio*) è negativa mentre dal punto di vista del rischio di credito (vedi *EaD, exposure at default*), del rischio ponderato per le attività bancarie in portafoglio (*RWA, risk weighted assets*) e della percentuale di crediti deteriorati (vedi *Npe, Non performing exposure*), è positiva poiché le componenti di rischio e la relativa esposizione si sono ridotte.

“L’ottimizzazione degli RWA e dell’attivo viene perseguita mediante il monitoraggio contestuale della dinamica dei volumi e dell’evoluzione delle relative metriche di rischio.

¹²⁹ Fonte: <https://www.mps.it> Bilancio consolidato al 31.12.2016

¹³⁰ Fonte: <https://www.mps.it> Informativa al Pubblico Pillar 3 al 31.12.2016.

Il Gruppo ritiene sempre più cruciale presidiare l'evoluzione della qualità creditizia del portafoglio in funzione dello scenario macroeconomico"¹³¹.

Le principali tipologie di rischio cui il Gruppo Montepaschi incorre nel corso della sua normale operatività possono schematicamente essere ricondotte alle seguenti:

- *Rischio di Credito e controparte;*
- *Rischio di Mercato;*
- *Rischio Operativo;*
- *Rischio Cva (Credit value adjustment)*¹³².

Inoltre, l'istituto, tramite i suoi organi di *Risk Governance*¹³³, effettua analisi relative ai rischi di tasso di interesse, immobiliare, emittente, di concentrazione, del portafoglio partecipazioni, di business/strategico, di liquidità, e di reputazione.

Nella figura seguente sono schematicamente rappresentati i valori dei principali rischi, di credito, di mercato e operativo dell'istituto senese relativi all'esercizio 2016 e le rispettive variazioni con l'esercizio precedente, calcolati con il metodo standardizzato o *AIRB* (*Approach internal rating based*), ed i requisiti patrimoniali calcolati tramite i c.d. coefficienti patrimoniali.

¹³¹ Fonte: <https://www.mps.it> Informativa al Pubblico Pillar 3 al 31.12.2016. al paragrafo 1: *Obiettivi e politiche di gestione del rischio*.

¹³² Il Cva è il rischio di rettifiche di valore della componente creditizia ed è stato esplicitamente introdotto dallo schema di Basilea 3, che regola le banche internazionali, per far fronte a una carenza grave emersa dall'ultima crisi finanziaria in cui le banche hanno registrato perdite a seguito del deterioramento del rating di varie controparti maggiori rispetto a perdite correlate a veri casi di insolvenza. È nata, quindi, la necessità di incorporare nei prezzi delle transazioni, il rischio di credito delle controparti.

¹³³ Si fa riferimento, in primis, al Cda, che definisce le strategie di *risk management*, garantite dalla figura dell'*Amministratore Delegato*, adattate al contesto organizzativo dal *Sistema dei controlli interni*. Seguendo una scala di potere politico decrescente, il *Collegio Sindacale* ed il *Comitato Rischi* valutano il grado di efficienza e l'adeguatezza del Sistema dei controlli interni, il *Comitato Gestione Rischi* predispone le policy, valuta la propensione al rischio del gruppo, in accordo con gli obiettivi annuali e pluriennali di creazione di valore e verifica il complessivo rispetto dei limiti assegnati ai vari livelli di operatività, valutandone i profili di rischio; il *Comitato Finanza e Liquidità* ha compiti di formulazione dei principi e degli indirizzi strategici in materia di Finanza Proprietaria; il *Comitato Credito e Politiche Creditizie* esprime gli indirizzi in materia di processi del credito, verificandone la sostenibilità commerciale e la coerenza con il Risk Appetite, ed infine il *Comitato Credito Affidamenti Rilevanti* ha la responsabilità, sulla base dei poteri delegati, di deliberare in materia di erogazione del credito e gestione dei crediti e asset problematici.

REQUISITI PATRIMONIALI (valori in migliaia di €)	31.12.2015	31.12.2016	Δ('16-'15)	Δ%('16-'15)
Capitale Primario di classe 1 (CET1)	8.503.145	5.353.400	-3.149.745	-37,00%
Capitale Aggiuntivo di classe 1 (AT1)	598.309	-	-598.309	
Capitale di classe 2 (T2)	2.196.268	1.463.924	-732.344	-33,30%
Fondi propri	11.297.722	6.817.324	-4.480.398	-39,70%
Requisiti patrimoniali di Vigilanza				
Rischio di Credito e Controparte	4.624.341	4.281.664	-342.677	-7,40%
di cui Standard	1.949.684	1.855.698	-93.986	-4,80%
di cui AIRB	2.674.657	2.425.966	-248.691	-9,30%
Rischio di Mercato	274.556	243.645	-30.911	-11,30%
di cui Standard	274.556	243.645	-30.911	-11,3%
di cui AIRB	-	-	-	-
Rischio Operativo	702.894	678.061	-24.833	-3,50%
di cui Metodo Base	18.507	15.234	-3.273	-17,7%
di cui Metodo Standardizzato	-	-	-	-
di cui Metodi Avanzati	684.387	662.827	-21.560	-3,2%
Rischio CVA	64.487	38.362	-26.125	-40,50%
Requisito patrimoniale complessivo	5.666.278	5.241.732	-424.546	-7,50%
Attività di rischio ponderate	70.828.477	65.521.653	-5.306.824	-7,50%
CET1 Capital Ratio	12,01%	8,17%		-3,80%
Tier 1 Capital Ratio	12,85%	8,17%		-4,70%
Total Capital Ratio	15,95%	10,40%		-5,50%

Figura 16 – Indicatori di Rischio al 31.12.2016.

Il *Capitale Primario di classe 1* (c.d. *CET 1*)¹³⁴ risulta in diminuzione rispetto all'anno precedente. Tale variazione è la motivazione principale dell'aumento di capitale messo in cantiere.

Il *Capitale Aggiuntivo di classe 1* (c.d. *AT 1*)¹³⁵ risulta azzerato rispetto all'anno precedente in seguito alla necessità di copertura delle perdite dell'esercizio.

Il *Capitale di classe 2* (c.d. *T2*)¹³⁶ risulta in diminuzione rispetto all'esercizio precedente. I rischi di credito e controparte, di mercato e operativo, risultano in diminuzione in seguito alle politiche societarie di svalutazione di attività finanziarie per perdite ed accantonamento a riserva di perdite attese ed inattese.

¹³⁴ Come già descritto nei capitoli precedenti, è la componente primaria del capitale di una banca ed è composta dal capitale azionario (azioni ordinarie e privilegiate) tangibile (al netto dell'avviamento), le riserve di bilancio provenienti da utili non distribuiti al netto delle imposte ed una classe supplementare composta da elementi aggiuntivi.

¹³⁵ *AT1* significa *Additional Tier 1* ed è la componente di capitale che individua le obbligazioni che hanno la caratteristica di partecipare all'assorbimento delle perdite della banca nel caso in cui gli indici patrimoniali dell'istituto scendessero sotto un certo livello, di non essere rimborsate se non dopo un totale di anni prestabilito dalla banca, di non pagare alcuna cedola in caso di perdita e di non essere convertite in capitale.

¹³⁶ Il *Capitale di classe 2* ha un livello c.d di *seniority* decrescente, cioè ha una minore garanzia di rimborso per l'investitore, che accoglie obbligazioni della durata superiore a 10 anni e utilizzabili per coprire perdite derivanti dalla operatività dell'ente ed obbligazioni della durata superiore ai 5 anni.

In merito agli *stress test* sui Bilanci delle Banche che vengono effettuati dall'Eba, in collaborazione con le autorità di vigilanza nazionali, le reazioni degli indicatori finanziari, patrimoniali e di rischio, al presentarsi di diversi scenari avversi (recessione, calo delle Borse o altre eventualità peggiorative della situazione economico finanziaria) sono le basi di analisi economico-finanziaria.

L'obiettivo degli *stress test* è di fornire alle autorità di vigilanza, alle banche ed ai partecipanti al mercato un quadro analitico che valuti consistentemente la resistenza delle grandi banche a shock economici avversi.

Diversamente dall'esercizio 2014, lo stress test del 2016 non è del tipo "*pass/fail*", in quanto non stabilisce una soglia minima di capitale da rispettare attraverso immediate misure di rafforzamento patrimoniale.

Lo stress test del 2016 si basa, invece, su un orizzonte temporale relativo al triennio 2016-2018, considerando:

- le principali *variabili macro-economiche* dello scenario in evoluzione;
- i *bilanci d'esercizio* statici, al fine di valutare la solidità delle banche al netto di eventuali azioni attenuanti di effetti negativi;
- il *rating* della banca ad un livello inferiore con effetti irreversibili lungo tutto il triennio considerato (c.d. *shock idiosincratico*);
- il *regime fiscale* omogeneo tra le banche, a prescindere dai trattamenti fiscali dei differenti paesi, senza, quindi, il riconoscimento dei benefici fiscali da differenze temporanee.

Sulla base di tali ipotesi, gli stress test principalmente valutano l'impatto dei *risk driver* sulla solvibilità delle banche ed in particolare il rischio di credito, di mercato ed operativo e l'effetto degli scenari sul margine d'interesse e sul conto economico.

Per il rischio di credito sono considerate tutte le attività in portafoglio che hanno una controparte di riferimento (quelle che hanno valore di mercato verranno considerate successivamente per il rischio di mercato), valutate tramite la stima dei valori di partenza, dei parametri di rischio, dell'impatto degli scenari sui parametri di rischio e dei flussi, come base per le disposizioni che influenzano il conto economico.

L'impatto sul conto economico del peso del rischio di credito è funzione delle variabili *PD* e *LGD*, ed è calcolato assegnando ad ogni cliente un coefficiente di rischio, computato secondo uno dei tre metodi seguenti:

- le banche, che possiedono un modello di valutazione di tipo *Internal Rating Based (IRB)*, come *Monte dei Paschi di Siena*, devono effettuare una stima puntuale della probabilità di default (*PD*) e della perdita derivante (*Loss given default, LGD*);
- le banche che utilizzano l'approccio standardizzato o che non hanno un modello abbastanza adeguato, devono fornire un'approssimazione corretta di *PD* e *LGD*, approvata dalle autorità di vigilanza;
- le banche in generale, per il rischio di mercato, utilizzano gli strumenti finanziari di copertura, tra cui le *Held for trading, available for sale*, i classici *portafogli di copertura* e le esposizioni verso paesi sovrani.

L'impatto sul conto economico del peso del rischio di mercato, per le banche che non hanno un modello *VaR (Value at Risk¹³⁷)*, deve garantire requisiti regolamentari costanti all'anno di partenza per entrambi gli scenari mentre per le banche che hanno un modello *VaR*, l'impatto sul conto economico deve garantire requisiti regolamentari costanti per gli scenari di base.

Il rischio operativo è valutato, invece, per coprire l'impatto sul conto economico di possibili potenziali perdite derivanti da errori di gestione o operativi. Per calcolarlo si utilizza un approccio qualitativo, basato sulla rendicontazione di eventi passati, sui costi diretti e indiretti, sulle riserve e sugli accantonamenti fatti, o quantitativo, che, in assenza di dati storici passati, fonda l'analisi su propri modelli.

Infine, per il *Net interest income*, sia nello scenario base che in quello avverso deve essere fatta una stima di quanto inciderà la variazione del tasso di interesse sul conto profitto e perdite. Invece, per tutte le attività che non hanno impatto sul margine di interesse, che non rientrano nella categoria delle attività considerate nel rischio di credito o di mercato, ad esempio spese amministrative, tasse e dividendi, per lo scenario base si considerano i valori costanti dell'anno precedente, mentre, per lo scenario avverso, si considera il più piccolo valore trovato tra il valore degli ultimi 5 anni.

Per misurare, inoltre, la rilevanza sistemica (cioè l'impatto di un fallimento sul sistema finanziario internazionale) delle *G-SIB*, cioè delle banche che hanno un influsso sistemico notevole, si utilizza una metodologia basata su 5 indicatori:

¹³⁷ Il c.d. valore a rischio è una misura di rischio applicata agli investimenti finanziari che indica la perdita potenziale di una posizione di investimento in un certo orizzonte temporale, solitamente 1 giorno, con un certo livello di confidenza, solitamente pari al 95% o 99%.

- l'*operatività internazionale*, composta da attività e passività *transfrontaliere*, che ha l'obiettivo di quantificare il peso internazionale delle banche. L'impatto internazionale del fallimento di una banca varia in base alla quota di attività e passività transfrontaliere della banca stessa;
- la *dimensione* e l'*esposizione totale* ai fini dell'indice di leva finanziaria di Basilea 3, per cui l'impatto del fallimento di una banca è maggiore quanto più le operazioni della banca rappresentano un'ampia quota dell'attività globale;
- l'*interconnessione*, calcolata tramite attività, passività o titoli verso altre società finanziarie. Il dissesto di un istituto può, quindi, accrescere la probabilità che altre banche vengano a trovarsi in difficoltà, dato l'intreccio di obbligazioni contrattuali;
- la *sostituibilità*, calcolata tramite le attività in custodia, le operazioni di pagamento e le operazioni di sottoscrizione sui mercati obbligazionari e azionari: quanto più importante è il ruolo di una banca in una particolare area operativa, maggiori saranno i danni causati dal suo dissesto;
- *complessità* relativa ai costi ed ai tempi necessari per risolvere una eventuale crisi, calcolata tramite l'importo nozionale dei derivati *over the counter*, le attività di terzo livello e le attività detenute per la negoziazione e disponibili per la vendita.

Naturalmente il punteggio dell'indicatore di una singola banca è calcolato dividendo l'ammontare relativo alla singola banca per l'ammontare aggregato corrispondente alla somma di tutte le banche del campione. Le banche che presentano un punteggio superiore alla soglia prefissata, saranno classificate come *G-SIB* e verranno riallocate in 4 classi di rilevanza crescente. Il requisito addizionale di assorbimento delle perdite va dall'1% al 2,5% delle attività ponderate per il rischio per la classe più alta e dovrà essere soddisfatto con *Common Equity Tier 1*. I risultati ottenuti potranno essere integrati dal giudizio prudenziale dell'autorità di vigilanza competente che, in casi eccezionali, può aggiungere all'elenco anche istituti con punteggi inferiori al livello soglia.

3.2.2 Valutazione finanziaria

La valutazione finanziaria di *Monte dei Paschi di Siena* è stata effettuata sulla base dei metodi descritti nel primo capitolo della tesi, nei casi in cui si sia manifestata una coerenza

logica ed economico-finanziaria con il caso in esame, piuttosto che con le peculiarità degli stessi.

Dunque, attraverso il *metodo dei multipli di mercato* ed il *Dividend Discount Model*, si è analizzato l'*Equity* dell'istituto senese, riassunto in un range di valori, successivamente paragonato all'ultima capitalizzazione in borsa dell'istituto senese dello scorso dicembre, sul quale sono stati tratti degli spunti riflessivi conclusivi.

Ognuna delle due metodologie utilizzate ha avuto come base di partenza, i risultati approvati del primo trimestre del 2017 e per oggetto, principalmente, uno scenario in cui sono state assunte come ipotesi di base quelle prospettate il novembre dello scorso anno nel piano industriale relativo al triennio 2016-2019¹³⁸ e gli indicatori sia endogeni che esogeni del mercato di riferimento, come *benchmark* valutativi.

Per cui, ogni metodologia ha prodotto come risultato finale il relativo valore dell'*Equity*, che è stato successivamente utilizzato come metro di giudizio per valutare la situazione finanziaria dell'istituto, specialmente nell'ottica dell'aumento di capitale.

Prima di procedere all'applicazione delle metodologie di analisi, si riportano di seguito i punti cardine del Piano Industriale e le relative stime di Bilancio.

Gli obiettivi di *Monte dei Paschi di Siena* del Piano triennale si fondano sui seguenti punti:

- la *piena valorizzazione della clientela* grazie all'utilizzo, per l'erogazione del credito, di processi automatizzati ed il *rilancio del business commerciale* grazie alla digitalizzazione dei servizi offerti;
- un forte *focus sull'efficienza operativa* tradotta in una costante riduzione dei costi operativi;
- il miglioramento della *gestione del rischio di credito* grazie all'eliminazione dal Bilancio delle attività deteriorate ed al perfezionamento del controllo creditizio, in linea con quanto previsto dalle prerogative europee in materia;
- il rafforzamento della *struttura patrimoniale*.

Sulla base di tali obiettivi, l'istituto ha effettuato delle stime quantitative di seguito riassunte.

¹³⁸ Le politiche aziendali, riassunte nel piano industriale descritto nei paragrafi precedenti, sono state considerate come la base di quanto verrà *operativamente e finanziariamente* svolto nei prossimi anni, ma si è ritenuto opportuno modificare le relative stime sulla base dei parziali fatti di gestione.

Il Conto Economico si è basato sulle seguenti ipotesi:

- la *crescita del Margine d'interesse* è del 5,8%, con un *CAGR (Composed Annual Growth Rate)* di 1,90%, per un valore nel 2019 di circa 2,1 miliardi di €;
- la *crescita delle commissioni* è del 13,8%, con un *CAGR (Composed Annual Growth Rate)* di 4,40%, per un valore complessivo dei ricavi totali nel 2019 di circa 4,5 miliardi di €;
- le *spese del personale* sono state stimate sulla base di una decrescita occupazionale programmata, per un valore nel 2019 di circa 1,5 miliardi di €;
- gli *ammortamenti materiali ed immateriali* sono stati stimati sulla base della chiusura programmata di strutture operative per un valore nel 2019 di circa 1 miliardo di €;
- il *totale dei costi operativi* si prevede decresca di circa 100 milioni di €m per un valore complessivo nel 2019 di circa 2,5 miliardi di €;
- le *rettifiche di valore per deterioramento crediti* sono state stimate sulla base delle politiche aziendali di cessione veicolare delle attività deteriorate (Cfr. Stato Patrimoniale) per un valore nel 2019 di poco più di 500 milioni di €;
- l'*utile d'esercizio* ammonta nel 2018 a 978 milioni di € e nel 2019 a 1,1 miliardo.

Lo Stato Patrimoniale si è basato, invece, sulle ipotesi di:

- *crescita dei crediti verso Banche e verso Clienti* basati sulla previsione di un'operazione di cartolarizzazione di circa 27 miliardi di € di crediti deteriorati, ceduti per un valore di 9 miliardi, per un valore finale nel 2019 di circa 100 miliardi di €;
- decrescita delle *immobilizzazioni materiali* calcolate sulla base della strutturale riduzione operativa.
- *aumento di capitale* di 5 miliardi di € nel 2016 e raggiungimento di un valore *CeT1 ratio* pari a 13,5% nel 2019.

Sulla base dei risultati dell'ultimo trimestre del 2016 e del primo trimestre del 2017, per lo svolgimento della valutazione finanziaria, sono state rivisitate le stime di cui sopra, specialmente sotto il punto di vista patrimoniale. A causa del mancato aumento di capitale di 5.000.000.000 €, messo in cantiere per la fine del 2016, ed in seguito alle ulteriori perdite registrate al 31.12.2016 ed al 31.03.2017 su cui hanno impattato quasi esclusivamente le rettifiche di valore per deterioramento crediti, si è preso in

considerazione il nuovo aumento di capitale del valore di 8.800.000.000 € da completare entro l'anno in corso. Per la valutazione finanziaria, quindi, le ipotesi reddituali, relative all'anno 2018 e 2019, rimangono invariate così come gli effetti patrimoniali del nuovo aumento rispetto al precedente, che, in sintesi, ha l'obiettivo di coprire le ulteriori perdite trimestrali registrate.

In primis, la metodologia dei *multipli di mercato* è stata utilizzata per paragonare i risultati dell'istituto con il suo valore di mercato. Sono stati presi, quindi, in esame i multipli *Price/Earnings* e *Price/Tangible Book Value* del campione di imprese facente parti del settore bancario tra cui *UBS*, *Credit Suisse*, *Deutsche Bank*, *BNP Paribas*, *Unicredit*, *Intesa SanPaolo*, *Banco Popolare di Milano*, *Mediobanca* e *Ubi Banca* che possono essere rappresentativi del mercato nazionale e comunitario in cui opera l'istituto di credito senese.

Per stimare i multipli sono stati considerati i valori di *expected Price to Earning* e *Price to Tangible Book Value* degli operatori di cui sopra da *Kepler Cheuvreux*¹³⁹ per il 2018¹⁴⁰. L'analisi tramite il metodo dei multipli, quindi, non è stata effettuata per l'anno in corso, nonostante sia la stima dei multipli sia un orizzonte temporale più breve avrebbero potuto aumentare la certezza e la significatività dei risultati. Pertanto, avendo stimato anche per il 2017 un risultato netto negativo, in termini di Utili, il 2018 ed il 2019 risultano essere i primi anni in cui si presume che *Monte de Paschi di Siena* possa conseguire un valore positivo in termini reddituali e significativo per l'analisi finanziaria. La figura 17 sintetizza numericamente quanto sopra descritto.

¹³⁹ *Kepler Cheuvreux* è una società francese leader di servizi finanziari e specializzata in servizi di consulenza e di intermediazione per il settore della gestione degli investimenti.

¹⁴⁰ Fonte dati: <http://www.borsaitaliana.it>. In particolare si è preso in esame il report di Kepler, pubblicato lo scorso 28 novembre sul sito nella sezione relativa agli studi societari e di settore, relativo al settore bancario.

Expected Value 2018	P/Earnings (in €)	Price / Tangible Book Value (in €)	
Credit Suisse	9,10	0,68	
Deutsche Bank	7,60	0,37	
UBS	12,50	1,10	
Mediobanca	7,50	0,58	
Rotschild	9,20	1,11	
BNP Paribas	8,40	0,80	
Crédit Agricole	9,60	0,69	
Natixis	9,70	1,13	
Soc. Générale	8,20	0,63	
Unicredit	3,00	0,26	
Erste Group	10,20	0,96	
Raiffeisen	7,00	0,56	
ABN AMRO	9,00	0,98	
KBC	12,50	1,49	
ING Group	10,20	0,95	
Intesa Sanpaolo	7,80	0,78	
Banco Popolare	7,90	0,24	
BP Emilia	6,00	0,37	
BP Milano	5,30	0,26	
Uni Banca	5,80	0,26	

Figura 17 – Principali istituti di credito.

La natura contabile dei multipli è stata scelta perché permette, inoltre, di dare significatività al valore finale del prezzo per azione e all'*Equity* e considera quelle variabili economiche raramente distortibili dalla realtà economico finanziaria dell'impresa¹⁴¹.

Inoltre sulla base della variazione media annua registrata (-16.5%) dal multiplo *P/Earnings* nel periodo 2016-2018 secondo i dati elaborati da *Kepler Cheuvreux* è stato quindi determinato il multiplo per l'anno 2019 che è risultato pari a 7,0.

Oltre ai multipli prodotti dal campione preso in esame, sono stati oggetto dell'analisi anche quelli stimati dal *Prof. Damodaran* relativi al settore bancario europeo composto da 129 operatori economici¹⁴². La natura retrospettiva di tali multipli, insieme alla bassa significatività contabile dei risultati economici e finanziari di *Mps* dell'anno 2017, ancora negativi e pertanto non utilizzabili per finalità di valutazione, non hanno permesso di completare l'analisi finanziaria con i valori di *Damodaran*.

La metodologia dei *Multipli di Mercato* ha prodotto i seguenti risultati:

- *Equity value* secondo il multiplo *Price/Tangible Book Value* di 6,69 miliardi di €;

¹⁴¹ Multipli quali *EV/Ebitda* possono essere poco rappresentativi nei casi in cui le politiche aziendali possono distorcere i valori reali.

¹⁴² Fonte: Rif. UE 05.01.2017 *Western Europe, Industry: Bank (Money Center); Number of firms (129)*, Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu.

- *Equity value* secondo il multiplo *Price/Earnings*, con *Earnings* del 2018, di 8,14 miliardi di €;
- *Equity value* secondo il multiplo *Price/Earnings*, con *Earnings* del 2019, di 7,76 miliardi di €.

I valori finali sono rappresentati nella seguente figura.

Multiplo P/TBV campione banche	0,71
Multiplo P/E 2018 campione banche	8,33
Multiplo P/E 2019 campione banche	7,00

MONTE DEI PASCHI DI SIENA

Earnings (Utile) 2018 expected	978
Earnings (Utile) 2019 expected	1.109
ROTE 2018 expected	10%
Equity 2018 expected (in Milioni di €)	9.780
Intagibles (in Milioni di €)	345
Equity P/E 2018 expected (in milioni di €)	8.142
Equity P/E 2019 expected (in milioni di €)	7.763
Equity P/TBV (in milioni di €)	6.699

Rif. Piano industriale Monte dei
Paschi di Siena 2016-2019



Figura 18 – Metodo dei Multipli di Mercato.

I valori prodotti dal metodo dei *multipli di mercato* si posizionano in un *range* di *Equity* tra circa 7,7 e 8,1 miliardi di €, significativamente superiore rispetto agli ultimi valori di borsa che hanno una valutazione prossima allo zero, per effetto dell'aumento di capitale che consentirà ad *Mps* di avviare un piano di rilancio che le consentirà di tornare stabilmente in utile. Si è prudenzialmente ipotizzato che i maggiori proventi dell'aumento di capitale rispetto alle previsioni del piano industriale (8.800.000.000 € vs 5.000.000.000 €) non generino una redditività incrementale rispetto al piano industriale, ma siano di fatto compensati da maggiori svalutazioni sui crediti.

Pertanto, non bisogna pensare che le politiche aziendali possano avere una immediata applicazione, in modo da permettere di raggiungere le *performance* storiche di redditività, ma che possano giungere gli obiettivi prospettati almeno nel medio-lungo termine.

Nel caso di mancato raggiungimento degli obiettivi patrimoniali di aumento di capitale, risulta evidente che il valore dell'*Equity* di *Monte dei Paschi di Siena*, non si distanzi molto dall'ultima capitalizzazione di Borsa pari a poco più di 400 milioni di €.

Il valore prodotto con il *Gordon Growth Model* evidenzia, invece, una valutazione dell'istituto senese di poco superiore rispetto alla metodologia dei multipli.

Naturalmente anche per questa analisi sono stati presi in esame i valori del Piano industriale di *Mps* con riferimento agli anni 2018 e 2019 con i seguenti elementi di stima:

- *Earnings* pari a 978 milioni di € nel 2018 e 1.109 milioni di € nel 2019, come previsto dal Piano industriale;
- *Return on Tangibles Equity* del 10% nel 2018 e dell'11% nel 2019 come previsto dal Piano industriale;
- *Immobilizzazioni immateriali* del valore di 345 milioni di € pari al valore netto contabile al 31.12.2016;
- *Tasso di crescita "g"* del mercato pari all'1,6%¹⁴³;
- *Costo del capitale* pari a 10,36%, stimato tramite i valori di *risk free* (0,90%), *beta* (1,2), *Equity Risk Premium* (5,40%)¹⁴⁴;

La formula del *Gordon model* è la seguente:

$$P/BV = \frac{ROTE-g}{Ke-g}$$

La metodologia valuta, quindi, le azioni sulla base della previsione della futura redditività del capitale. Il valore finale, che, quindi, rappresenta l'*Equity*, stimato tramite il tasso di crescita del mercato, la redditività ed il costo del capitale, evidenzia una capitalizzazione più grande rispetto al metodo valutativo precedentemente esaminato. Il *Gordon Growth Model* è stato applicato anche utilizzando conservativamente un costo dell'*Equity* superiore di un punto percentuale rispetto al valore base.

La metodologia dei *DDM* tramite il *Gordon Model* ha prodotto i seguenti risultati:

- *Equity value* stimato per il 2018 compreso tra 8,5 e 9,5 miliardi di €;
- *Equity value* stimato per il 2019 compreso tra 9,8 e 11,0 miliardi di €;

Il c.d. *moltiplicatore di Gordon*, rappresentato nella formula precedente, mostra come, il differenziale tra il valore contabile di *Equity* e la sua stima, dipenda dal rapporto tra il costo del capitale e la redditività attesa: quanto più la redditività supera il costo del capitale, tanto più il valore *fair* dell'*Equity* supera quello di *libro*. Naturalmente, la redditività del capitale è soggetta al successo delle strategie aziendali e, nel caso di *Monte dei Paschi di Siena*, è soggetta al perfezionamento dell'operazione di aumento di capitale ed al raggiungimento di obiettivi economico-finanziari nel medio lungo termine.

¹⁴³ Si è posto come valore di riferimento quello dell'inflazione programmatica (Fonte: Abi outlook 04-2017) pari a 1,60%, utilizzato per lo svolgimento dell'*analisi di sensitività*.

¹⁴⁴ Fonte: Rif. UE 05.01.2017 *Beta, Unlevered beta and other risk measures for western Europe, Italy country risk premium*, Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu.

Inoltre, per offrire uno spunto quantitativo circa la significatività delle variabili economiche del *Gordon Model*, è stata effettuata un'analisi di sensitività che mostra come, tra il valore dell'*Equity* e le variabili *Ke* e tasso di crescita del mercato ci sia rispettivamente una proporzionalità inversa e diretta.

Nella figura 19 sono sintetizzati i risultati calcolati dal *Dividend Discount Model* per il 2018 e la relativa *Analisi di sensitività*.

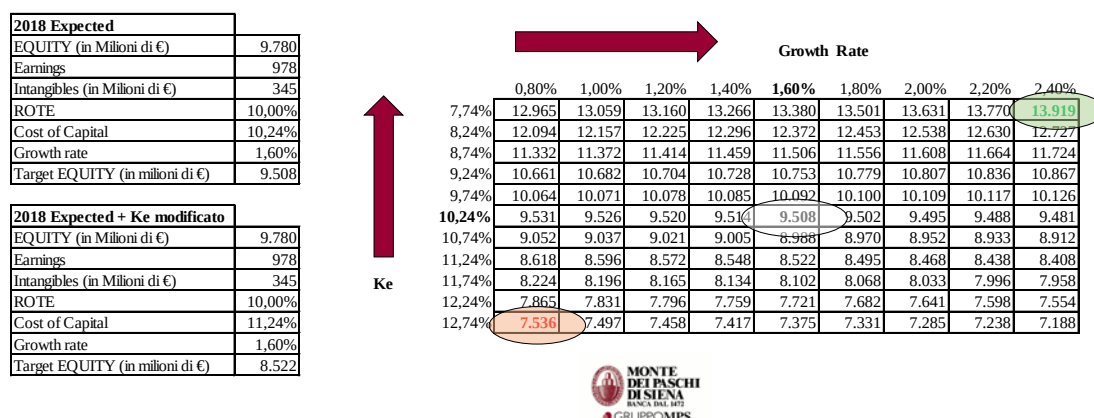


Figura 19 – Dividend Discount Model anno 2018.

Nella figura 20 sono sintetizzati, invece, i risultati calcolati dal *Dividend Discount Model* per il 2019 e la relativa *Analisi di sensitività*.

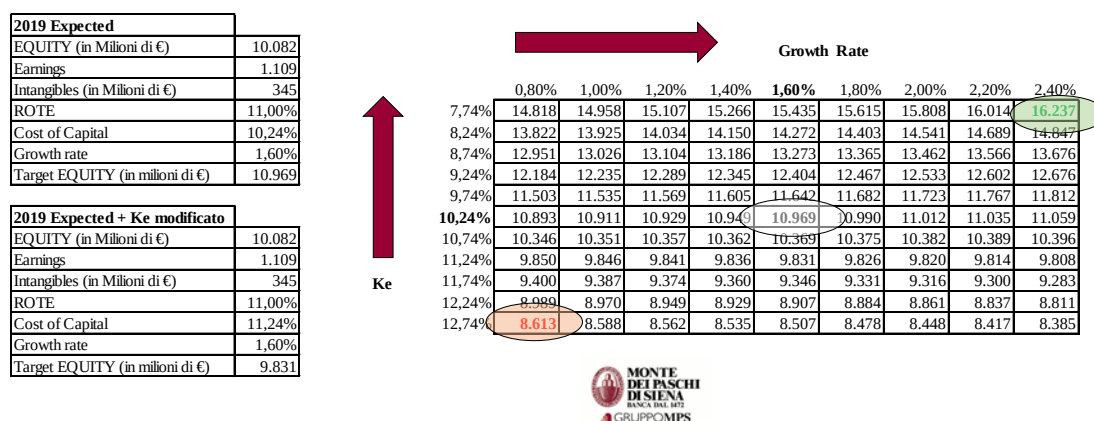


Figura 20 – Dividend Discount Model anno 2019.

I valori dell'*Equity* sono compresi tra 9,5 e 11 miliardi di €. Essi riflettono quanto appena detto circa le strategie aziendali di raggiungimento di una redditività che possa soddisfare il rischio espresso dal costo del capitale, e permettere un rilancio dell'istituto senese nel mercato bancario.

In conclusione alla valutazione finanziaria di *Monte dei Paschi di Siena*, si propone un grafico di sintesi dei valori stimati dalle due metodologie valutative.

Metodo	Capitalizzazione (in milioni di €)
Equity P/TBV	6.699
Equity P/E 2018 expected	8.142
Equity P/E 2019 expected	7.763
Equity Gordon Model 2018	9.508
Equity Gordon Model 2019	10.969

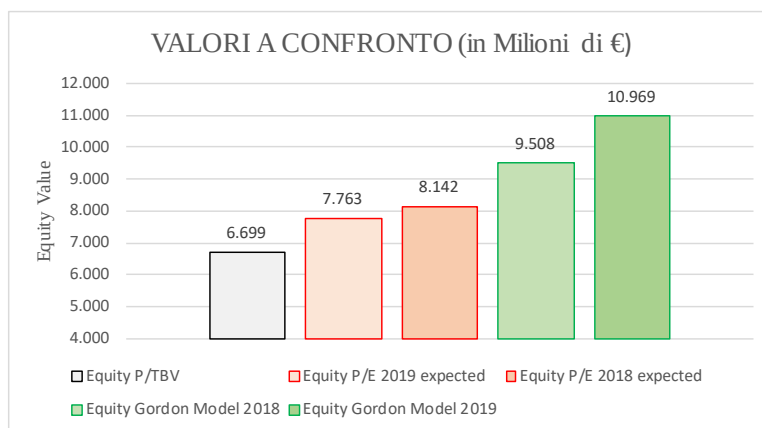


Figura 21 – Risultati stimati

Dalla figura 21 emerge che i valori stimati dal *Metodo dei Multipli di Mercato* e dal *Gordon Model* rientrano in un range di *Equity Value* tra circa 7 e 11 miliardi di €, conferma di quanto descritto riguardo gli obiettivi economici e patrimoniali della politica aziendale.

CONCLUSIONI

La valutazione finanziaria, analizzata nei capitoli precedenti e applicata al contesto bancario, si è dimostrata dunque essere fortemente influenzata dalle componenti di rischio. Infatti, la funzione principale di un'impresa finanziaria è l'assunzione di rischi, propri e della clientela. Per questo, la capacità di identificare, misurare e gestire i rischi è considerata di fondamentale importanza per le banche, che, per tale ragione, sono dotate di sistemi strutturati di misurazione, gestione e controllo della rischiosità.

Dal 1° gennaio 2018, come descritto alla fine del primo capitolo, entrerà in vigore il nuovo principio contabile internazionale *IFRS 9*, che apporterà un significativo cambiamento nelle politiche creditizie delle banche e nel *rapporto banca-impresa*.

La conseguenza diretta sarà la necessità di garantire, dal lato dell'impresa, adeguati standard di qualità delle informazioni elaborate e, dal lato della banca, sistemi di allerta in grado di effettuare segnalazioni necessarie ad evitare la trasformazione di un prestito, o di qualsiasi altra tipologia di attività bancaria, in una attività non performante. Saranno utilizzati, a breve, dai grandi istituti bancari italiani, in conformità con quanto previsto dalle linee guida della Bce, dei *sistemi di allerta* che offrono la possibilità di segnalare, in modo analitico ed in tempi utili, i peggioramenti delle situazioni economico-finanziarie dei creditori. La razionalità valutativa di tali sistemi di allerta si sostituisce alla soggettività decisionale preesistente, in merito alle azioni di monitoraggio e ristrutturazione del prestito, e permette di anticipare i meccanismi di ristrutturazione, evitando così il deterioramento del credito.

In riferimento a quanto appena descritto, le linee guida della Bce non prescrivono obiettivi quantitativi per la riduzione dei *crediti deteriorati*, ma richiedono alle banche di elaborare una strategia di recupero e vendita di portafogli di attività deteriorate, cedute attraverso dei processi di cartolarizzazione.

In particolare ricordiamo che per le c.d. *inadempienze probabili*, le linee guida della Bce suggeriscono alle banche di adottare misure di concessione a breve termine al fine di stabilizzare la posizione finanziaria del debitore e successivamente definire una strategia idonea per il *rientro in bonis*. Per il *recupero dei crediti* tramite *escussioni di garanzie*, la Bce suggerisce che la banca deve svolgere un'analisi delle diverse opzioni di liquidazione. Infine, per la *gestione generale del credito* le linee guida della Bce suggeriscono alle banche di implementare i sistemi di allerta.

Su tale sfondo normativo regolamentare, la valutazione finanziaria dell'istituto di credito *Monte dei Paschi di Siena*, ha permesso, quindi, un'analisi economico-finanziaria delle cause della crisi del contesto bancario, quantificando i fattori patrimoniali ed economici che hanno innescato la *bolla esplodente* dei crediti deteriorati.

Sono state analizzate le metodologie di valutazione finanziaria e le recenti regolamentazioni bancarie riguardanti i crediti deteriorati, dimostrando, sulla base di simulazione di ipotetici scenari, come il valore complessivo dell'impresa, sia stato influenzato fortemente dai suddetti fattori.

L'obiettivo di svolgere una valutazione finanziaria ha permesso di stimare i *value drivers* da cui partire per poi effettuare una stima del valore complessivo d'impresa.

Quindi, sulla base dei risultati ottenuti, sintetizzati nell'ultimo grafico del capitolo precedente, si nota che la situazione dell'istituto senese sia alquanto critica, specialmente in caso di mancato o posticipato aumento di liquidità, frutto di una gestione non appropriata delle attività in portafoglio, caratterizzante la maggioranza degli istituti bancari italiani. Il valore dell'*Equity*, quindi, risulta essere influenzato dal successo delle politiche aziendali dell'istituto, specialmente in termini di raggiungimento degli obiettivi di redditività del capitale e di una adeguata patrimonializzazione.

BIBLIOGRAFIA

Beltrame F. Cappelletto R. *Valutazione finanziaria e rischio nelle piccole e medie imprese* Giappichelli 2013.

Berk J. De Marzo P. *Finanza Aziendale I* Pearson 2011, cap. 2 “Introduzione all’analisi di bilancio”, cap. 9 “La valutazione delle azioni”, cap.12 “La stima del costo del capitale”, cap. 17 “La politica dei dividendi”.

Berk J. De Marzo P. *Finanza Aziendale II* Pearson 2011, cap. 4 “L’aumento di capitale proprio”, cap. 7 “Gestione del capitale circolante”, cap. 11 “Gestione del rischio”.

Bernardi D. Talone M. *Sistemi di Allerta interna* ODCEC Milano, 2017.

Borroni M. Oriani M. *Le operazioni bancarie* Il Mulino 2014.

Campanella F. Zampanella A. *La regolamentazione, la vigilanza e la gestione del rischio del settore bancario* Maggioli 2014.

Comana M. *Corporate investment banking* McGraw-Hill Education 2016.

Damodaran A. *Valutazione delle Aziende* Apogeo 2010.

Ferrari G. *Codice civile e leggi complementari* Hoepli 2017.

Franceschi L. Comi L. Caltroni A. *La valutazione delle banche. Analisi e prassi operative* Hoepli 2010.

Gandrud C. Hallerberg M. *How not to create zombie banks: lessons for Italy from Japan* Harvard University, Hertie School of Governance 2017.

Masinelli F. *L’importanza della pianificazione finanziaria come strumento di conoscenza* Banca & Impresa 2011.

Petitt B. Ferris K. *Valuation for Merger & Acquisition* Pearson 2013, cap.3 “Traditional evaluation methods”, cap. 4, “Alternative valuation method”.

Resti A. Sironi A. *Rischio e valore nelle banche. Misura, regolamentazione, gestione* Egea, 2008.

Rutigliano M. *Analisi del bilancio delle banche, rischi, misure di performance, adeguatezza patrimoniale* Egea 2012.

Tutino F. Birindelli G. Ferretti P. *Basilea 3. Gli impatti sulle banche* Egea 2011.

SITOGRAFIA

<https://www.bancaifis.it>

<https://www.bancaditalia.it>

<https://www.bloomberg.com/europe>

<https://www.borsaitaliana.it>

<https://www.eba.europa.eu>

<https://www.ecb.europa.eu>

<https://www.gazzettaufficiale.it>

<https://www.ifrs.org>

<https://www.intesasanpaolo.com>

<https://www.mps.it> Bilancio consolidato e Informativa al Pubblico Pillar 3 al 31.12.2016

<https://www.mps.it> Comunicato del 15.03.2017

<https://www.mps.it> Piano industriale

<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

<https://www.unicredit.it>

RINGRAZIAMENTI

Giunto ora alla fine dell'elaborato desidero ricordare tutti coloro che mi hanno aiutato nella stesura della tesi e più in generale nell'esperienza universitaria vissuta.

Ringrazio anzitutto il relatore, il Professor Luigi Gubitosi, il correlatore, il Professor Domenico Curcio ed il Professor Adalberto Pellegrino, che con i loro insegnamenti mi hanno seguito durante il percorso di studi e supportato nell'elaborazione della tesi.

Un ringraziamento particolare va ai colleghi ed agli amici, compagni di avventura di percorso universitario meraviglioso, che mi hanno sostenuto negli studi e nelle scelte accademiche rendendo indimenticabili le esperienze universitarie.

Vorrei infine ringraziare le persone a me più care, i parenti, gli amici e la mia ragazza, con i quali ho condiviso i momenti più importanti di tutta la mia vita e di questi ultimi due anni, augurandomi di poterne vivere altrettanti.

Un omaggio speciale va, inoltre, ai miei genitori, i primi ad appoggiare il percorso universitario da me intrapreso, permettendo così la realizzazione delle mie scelte di vita: a loro va la mia gratitudine.

SOMMARIO

La valutazione finanziaria applicata al contesto bancario è fortemente influenzata dalle componenti di rischio, che offrono alternative valide alle metodologie classiche di stima del valore d'impresa. La funzione principale di un'impresa finanziaria è, infatti, l'assunzione di rischi propri e della clientela. Per questo, la capacità di identificare, misurare e gestire i rischi è considerata di fondamentale importanza per le banche, che sono dotate di sistemi strutturati di misurazione, gestione e controllo della rischiosità. Inoltre, la rilevanza sistemica di tali intermediari ha mutato le modalità di valutazione e gestione dei rischi applicate dagli operatori finanziari, da sempre oggetto di una forte attenzione da parte delle autorità, nazionali ed internazionali.

La tesi analizza le metodologie di valutazione finanziaria nel contesto bancario, le regolamentazioni bancarie riguardanti i crediti deteriorati, il caso specifico di *Monte dei Paschi di Siena* con il suo *iter* strategico-finanziario per raggiungere i requisiti patrimoniali richiesti dagli Organi di Vigilanza individuando le variabili economico-finanziarie che hanno influenzato il valore complessivo d'impresa.

Prima di porre l'attenzione su questi aspetti, viene analizzato il percorso evolutivo del *risk management bancario*, che si sta lentamente trasformando da una funzione di mero controllo quantitativo in una funzione con rilevanza strategica e decisionale.

Il 1° gennaio 2018, in risposta definitiva alla crisi finanziaria, entrerà in vigore il nuovo principio contabile internazionale *IFRS 9*, pubblicato ufficialmente dallo *IASB* (*International Accounting Standard Board*) nel luglio 2014, sulla valutazione degli strumenti finanziari, in sostituzione dell'attuale standard *IAS 39*.

In sintesi le aree di *focus* del nuovo principio internazionale contabile riguardano:

- la classificazione e misurazione delle attività finanziarie;
- l'introduzione di nuovi criteri per l'*hedge accounting* di più facile utilizzo;
- l'introduzione di un nuovo modello di *impairment* basato sul concetto di *Expected Credit Loss (ECL)*.

La novità più grande riguarda l'introduzione di un nuovo modello di *impairment* basato sul concetto di *Lifetime Expected Credit Loss*, ossia di perdite osservate in relazione all'intera vita residua del contratto, in una prospettiva non più storica (*incurred loss*) ma prospettica (*expected loss*), che indurrà le imprese ad un profondo cambiamento nei metodi e processi di comunicazione finanziaria, passando da un approccio meramente

contabile e storico ad uno finanziario previsionale c.d. “*cash-flow oriented*”. Le banche dovranno, quindi, adeguare prontamente i loro modelli di rating interno (*Internal Rating Based*), oggi basato per lo più su *PD* puntuali e mono-periodali (*PIT*), al fine di recepire i fattori di rischio multi-periodali, *forward-looking* e *lifetime* conformi alle nuove regole di classificazione dei crediti (*staging criteria*) imposte dal nuovo standard.

In base al modello delle perdite attese, non è necessario che si verifichi l’evento che provoca la perdita sui crediti (*impairment trigger*) per rilevarla. Un’entità deve rilevare la perdita attesa per l’Esercizio a conto economico.

Più in dettaglio, l’*impairment model* prevede la classificazione dei crediti in tre livelli, detti *stage*, a cui corrispondono distinte metodologie di calcolo delle perdite da rilevare. Nello *stage 1*, di cui fanno parte i crediti *performing*, la perdita attesa è misurata entro un orizzonte temporale di un anno.

Nello *stage 2*, di cui fanno parte i crediti *under-performing*, cioè le attività finanziarie che hanno subito un significativo incremento della rischiosità creditizia rispetto alla rilevazione iniziale, la perdita è misurata su un orizzonte temporale che copre la vita dello strumento sino a scadenza (*lifetime expected loss*).

Nello *stage 3* fanno parte tutte quelle attività per cui l’aumento della rischiosità dal momento della rilevazione iniziale è stato così alto da far considerare le attività *impaired* e *non performing*, per le quali si sono verificati eventi tali da incidere negativamente sui flussi di cassa stimati futuri, come un mancato o ritardato pagamento.

Mentre nello *IAS 39* il primo riconoscimento in bilancio delle perdite avviene al *trigger event*, sopracitato, nell’*IFRS 9* è riconosciuto un livello di accantonamento fin dalla prima iscrizione del bilancio del credito, che cresce all’aumentare del deterioramento della qualità creditizia.

Inoltre, le nuove regole per l’*impairment* si applicano retrospettivamente, eccezion fatta per alcune speciali regole e concessioni per la transizione, utilizzate per riconciliare le svalutazioni per perdite in base ai principi precedenti con le svalutazioni o i fondi determinati in base al nuovo modello.

Nell’attuale contesto normativo in materia finanziaria, quindi, le metodologie di valutazione del merito creditizio si baseranno su un modello di creazione del valore che colleghi tra loro:

- l'obiettivo delle banche di *minimizzare* il costo per il rischio di credito (*Credit Loss*), e cioè di massimizzare il valore economico della specifica esposizione creditizia²;
- l'obiettivo delle imprese di *massimizzare* nel medio-lungo termine il valore economico del capitale ponderato per il rischio d'impresa (*Enterprise Risk Adjusted*)³.

Il modello di sostenibilità aziendale nel medio-lungo periodo (calcolato tramite la *duration* del fido bancario) può, quindi, essere così rappresentato:

$$\widehat{CC} - \overline{PFN} > \Delta \overline{CTO} + \bar{d}^4$$

Quindi, affinché un soggetto finanziario indebitato possa rispettare nel breve e nel medio-lungo periodo le sue prerogative di business, è necessario che i suoi flussi di cassa operativi previsionali, ponderati per i fattori di rischio, garantiscano la sopravvivenza aziendale ed un adeguato grado di crescita economica e remunerazione del capitale.

Le indicazioni normative per l'assegnazione dei livelli di deterioramento ai crediti (c.d. *stage allocation*) si basano su:

- la variazione della probabilità di default (*PD*) rispetto alla prima rilevazione dell'attività finanziaria;
- la vita attesa (*duration*) dell'attività finanziaria;
- le informazioni *forward looking* che possono influenzare il rischio di credito.

La Bce, sul tema della gestione dei crediti deteriorati, non prescrive, però, obiettivi quantitativi per la riduzione, ma richiede, alle banche, di elaborare una strategia di recupero o di vendita di portafogli. Tra i vari temi toccati, si segnala in particolare la raccomandazione che le banche costituiscano al loro interno delle unità dedicate che tengano conto dell'intero ciclo di vita dei crediti per assicurare che le attività di recupero e gli accordi con i debitori siano ponderate per ciascun caso specifico, che ci sia attenzione a tutte le fasi applicabili del processo di recupero e che, infine, il personale sia sufficientemente specializzato.

² *Credit Loss* = *Expected Credit Loss* + *Unexpected Credit Loss*.

³ *EV* = *Expected Enterprise Value Loss* + *Unexpected Enterprise Value Loss*.

⁴ Dove $\widehat{CC}$ è una variabile casuale che indica la Capacità di credito, $\Delta \overline{PFN}$ indica la posizione finanziaria netta media nel periodo considerato, $\overline{CTO}$ è pari a $\sum_{t=1}^n \frac{CAPEX}{(1+WACC)^t}$ e rappresenta il capitale fisso operativo relativo agli investimenti in programma e $\bar{d}$ è la remunerazione media attesa nel lungo periodo del capitale di rischio.

In particolare, per *le inadempienze probabili*, ovvero per le posizioni che presentano *lievi ritardi di pagamento* o che necessitano di *ristrutturazione*, le linee guida della *Bce* suggeriscono di adottare misure di concessione a breve termine e di ricercare soluzioni di perfezionamento delle garanzie in essere, di minimizzazione delle uscite di cassa o di assunzione di garanzie aggiuntive qualora disponibili. Per *gli accordi di ristrutturazione e di concessione*, la *Bce* suggerisce che la banca, dopo aver effettuato la valutazione sulle disponibilità liquide del debitore, deve monitorare costantemente l'intero processo e controllarlo per una durata minima prestabilita in linea con il periodo per il *rientro in bonis*⁵. Per *il recupero dei crediti e l'escussione di garanzie*, la *Bce* suggerisce che la banca, in seguito alla mancata individuazione di misure di concessione economicamente sostenibili, deve svolgere un'analisi costi-benefici delle diverse opzioni di liquidazione, incluse le procedure giudiziarie ed extragiudiziarie. Per *la gestione delle garanzie escusse*, le linee guida della *Bce* suggeriscono alle banche di monitorare i prestiti *in bonis* e di prevenire il processo di deterioramento del credito, tramite flussi informativi per la singola attività e sistemi di allerta a livello di portafoglio.

In conclusione, gli *IFRS adopter*, sulla base delle nuove applicazioni del principio *IFRS 9*, dovranno decidere la loro *transition policy*, verificando le informazioni a disposizione ed implementando nuovi sistemi e processi, per rendere possibile la transizione al nuovo standard internazionale.

L'oggetto di trattazione della tesi è la situazione economico-patrimoniale di *Monte dei Paschi di Siena*, che permette di dare un riscontro pratico ai concetti regolamentari appena descritti. La banca, nata nel 1472, è la più antica e longeva banca in attività e costituisce il terzo gruppo bancario italiano per numero di filiali, dopo *Unicredit* e *Intesa Sanpaolo*. È stata quotata nell'indice *Ftse Mib* della borsa di Milano dal 25 giugno del 1999 fino al 17 marzo 2017 quando la Consob ha deciso di trasformare la sospensione provvisoria, avvenuta il 22 dicembre del 2016 al prezzo per azione di 15,08 € e ad una capitalizzazione di soli 442 milioni di euro, in *delisting*, dopo il fallito aumento di capitale da 5 miliardi di €. Dal punto di vista contabile il capitale sociale, al 31.12.2016, è pari a 7.365.674.050 di €, suddiviso in 29.320.798 azioni ordinarie possedute, per una percentuale superiore al

⁵ Nella definizione delle *Non Performing Exposition* adottata dall'*Eba*, la durata minima prestabilita è di almeno un anno.

3%, dal Ministero dell'Economia e delle Finanze per il 4,024% e da AXA S.A. per il 3,170%.

Sulla base dei risultati dell'istituto senese alla chiusura del terzo trimestre del 2016, il *Cda* ha redatto un piano industriale che prevede che la banca ritorni a livelli di solidità patrimoniale e di redditività significativa fino a raggiungere, nel 2019, ricavi per 4,5 miliardi di €, utili per 1,1 miliardi, un risultato operativo netto di 1,5 miliardi, un *rote* (ritorno sul capitale tangibile) atteso dell'11% ed un *Cet1* del 13,5%.

Per il raggiungimento di tali obiettivi, nel piano industriale l'istituto si prefissa di:

- *varare* un aumento di capitale fino a 5 miliardi di € con esclusione o limitazione del diritto di opzione, da chiudere entro l'anno 2016;
- *deconsolidare* 28,5 miliardi di € di crediti attraverso la cessione ad un veicolo di cartolarizzazione ad un prezzo di 9,1 miliardi e la successiva assegnazione della *tranche junior* ad azionisti dell'istituto;
- *ridurre* nel 2019 il costo del personale di circa il 9% a 1,5 miliardi di €, in seguito ad esuberi programmati di 2.600 unità e alla chiusura di 500 filiali, portate a 1.500 unità, e le spese amministrativi del 4% a 710 milioni;
- *migliorare* il modello organizzativo per velocizzare i processi decisionali e focalizzare l'attenzione sulla definizione delle strategie e sulla gestione dei rischi;
- *separare* del tutto la divisione crediti dalla divisione commerciale, responsabilizzando la prima dell'erogazione soggettiva del credito e la seconda dell'erogazione automatizzata fornendogli strumenti di analisi del rischio in fase di valutazione.

A seguito, però, del mancato perfezionamento dell'aumento di capitale, lo scorso 23 dicembre, il Governo, con decreto legge, istituisce un fondo di 20 miliardi per subentrare nell'azionariato degli istituti di credito in difficoltà e simultaneamente la Bce comunica che *Monte dei Paschi di Siena*, per raggiungere i requisiti richiesti dagli *stress test* dovrà varare un aumento di capitale di 8,8 miliardi di €.

Al 31.12.2016 il Gruppo ha realizzato Ricavi totali pari a circa 4.282 milioni di € in diminuzione del 17,9% rispetto all'anno precedente, per effetto della flessione del margine di interesse e dell'attività di negoziazione. Gli Oneri Operativi sono risultati pari a circa 2.621 milioni di € (in calo dello 0,3% rispetto al 2015). Le Rettifiche nette di valore per deterioramento di crediti pari a circa 4.501 milioni di €, sono in lieve aumento.

In conseguenza della dinamica dei suddetti aggregati economici, il Gruppo ha registrato una perdita pari a circa 3.241 milioni di € rispetto al risultato positivo di 388 milioni di € del 2015, a fronte di una liquidità complessiva assorbita di 104,251 milioni di €.

I Crediti verso la Clientela si sono attestati a circa 107 miliardi di €, in riduzione di quasi circa 5 miliardi di € rispetto al 2015, ed il patrimonio netto ammonta a 6.460,3 milioni di € contro i 9.622,7 milioni di € del dicembre 2015.

Il *Capitale Primario di classe 1* (c.d. *CET 1*)⁶ risulta pari all' 8,2%, in diminuzione rispetto all'anno precedente ed il *Capitale Aggiuntivo di classe 1* (c.d. *AT 1*)⁷ del 10,4%, azzerato rispetto all'anno precedente in seguito alla necessità di copertura delle perdite dell'esercizio. Inoltre, *Liquidity Coverage Ratio (LCR)* che misura la resilienza a breve termine della liquidità della banca e *Net Stable Funding Ratio (NSFR)*, cioè il rapporto tra l'ammontare disponibile di provvista stabile (*Available Amount of Stable Funding, ASF*) e quello obbligatorio (*Required Amount of Stable Funding, RSF*), sono in diminuzione rispetto all'anno precedente, come verificato dagli *stress test* effettuati durante l'esercizio 2016.

I risultati relativi al primo trimestre dell'anno sono, invece, i seguenti:

- *risultato operativo lordo* del trimestre pari a 306 milioni di €;
- *risultato operativo netto* post rettifiche su crediti in sostanziale pareggio;
- *perdita d'esercizio netta* pari a 169 milioni di €;
- *raccolta diretta* in crescita di circa 5 miliardi di € rispetto a dicembre 2016;
- *liquidity coverage ratio* a 164% rispetto a circa 108% di dicembre 2016;
- *crediti deteriorati netti* in lieve calo rispetto a dicembre 2016 principalmente per effetto dell'ulteriore rafforzamento del *coverage ratio*.

Dunque, attraverso il *metodo dei multipli di mercato* ed il *Dividend Discount Model*, si è analizzato l'*Equity* dell'istituto senese, riassunto in un range di valori, successivamente paragonato all'ultima capitalizzazione in borsa dell'istituto senese dello scorso dicembre, sul quale sono stati tratti degli spunti riflessivi conclusivi.

⁶ È la componente primaria del capitale di una banca composta dal capitale azionario tangibile, le riserve di bilancio provenienti da utili non distribuiti al netto delle imposte.

⁷ L'*Additional Tier 1* è la componente di capitale che individua le obbligazioni che partecipano alle perdite, non sono rimborsate se non dopo un totale di anni, non pagano alcuna cedola in caso di perdita e non sono convertite in capitale.

Ognuna delle due metodologie utilizzate ha avuto come base di partenza, i risultati approvati del primo trimestre del 2017 e per oggetto, principalmente, uno scenario in cui sono state assunte come ipotesi di base quelle prospettate il novembre dello scorso anno nel piano industriale relativo al triennio 2016-2019⁸ e gli indicatori sia endogeni che esogeni del mercato di riferimento, come *benchmark* valutativi.

Per cui, ogni metodologia ha prodotto come risultato finale il relativo valore dell'*Equity*, che è stato successivamente utilizzato come metro di giudizio per valutare la situazione finanziaria dell'istituto, specialmente nell'ottica dell'aumento di capitale.

Prima di procedere all'applicazione delle metodologie di analisi, si riportano di seguito i punti cardine del Piano Industriale e le relative stime di Bilancio.

Gli obiettivi di *Monte dei Paschi di Siena* del Piano triennale sono:

- la *piena valorizzazione della clientela* grazie all'utilizzo, per l'erogazione del credito, di processi automatizzati ed il *rilancio del business commerciale* grazie alla digitalizzazione dei servizi offerti;
- un forte *focus* sull'*efficienza operativa* tradotta in una costante riduzione dei costi operativi;
- il miglioramento della *gestione del rischio di credito* grazie all'eliminazione dal Bilancio delle attività deteriorate ed al perfezionamento del controllo creditizio;
- il rafforzamento della *struttura patrimoniale*.

Sulla base di tali obiettivi, l'istituto ha effettuato delle stime quantitative di seguito riassunte.

Il Conto Economico si è basato sulle seguenti ipotesi:

- la *crescita del Margine d'interesse* è del 5,8%, con un *CAGR (Composed Annual Growth Rate)* di 1,90%, per un valore nel 2019 di circa 2,1 miliardi di €;
- la *crescita delle commissioni* è del 13,8%, con un *CAGR (Composed Annual Growth Rate)* di 4,40%, per un valore complessivo dei ricavi totali nel 2019 di circa 4,5 miliardi di €;
- le *spese del personale* sono state stimate sulla base di una decrescita occupazionale programmata, per un valore nel 2019 di circa 1,5 miliardi di €;

⁸ Le politiche aziendali, riassunte nel piano industriale descritto nei paragrafi precedenti, sono state considerate come la base di quanto verrà operativamente e finanziariamente svolto nei prossimi anni, ma si è ritenuto opportuno modificare le relative stime sulla base dei parziali fatti di gestione.

- gli *ammortamenti materiali ed immateriali* sono stati stimati sulla base della chiusura programmata di strutture operative per un valore nel 2019 di circa 1 miliardo di €;
- il *totale dei costi operativi* si prevede decresca di circa 100 milioni di €m per un valore complessivo nel 2019 di circa 2,5 miliardi di €;
- le *rettifiche di valore per deterioramento crediti* sono state stimate sulla base delle politiche aziendali di cessione veicolare delle attività deteriorate (Cfr. Stato Patrimoniale) per un valore nel 2019 di poco più di 500 milioni di €;
- l'*utile d'esercizio* ammonta nel 2018 a 978 milioni di € e nel 2019 a 1,1 miliardo.

Lo Stato Patrimoniale si è basato, invece, sulle ipotesi di:

- crescita dei *crediti verso Banche e verso Clienti* basati sulla previsione di un'operazione di cartolarizzazione di circa 27 miliardi di € di crediti deteriorati, ceduti per un valore di 9 miliardi, per un valore finale nel 2019 di circa 100 miliardi di €;
- decrescita delle *immobilizzazioni materiali* calcolate sulla base della strutturale riduzione operativa.
- *aumento di capitale* di 5 miliardi di € nel 2016 e raggiungimento di un valore *CeT1 ratio* pari a 13,5% nel 2019.

Sulla base dei risultati dell'ultimo trimestre del 2016 e del primo trimestre del 2017, per lo svolgimento della valutazione finanziaria, sono state rivisitate le stime di cui sopra, specialmente sotto il punto di vista patrimoniale. A causa del mancato aumento di capitale di 5.000.000.000 €, messo in cantiere per la fine del 2016, ed in seguito alle ulteriori perdite registrate al 31.12.2016 ed al 31.03.2017 su cui hanno impattato quasi esclusivamente le rettifiche di valore per deterioramento crediti, si è preso in considerazione il nuovo aumento di capitale del valore di 8.800.000.000 € da completare entro l'anno in corso. Per la valutazione finanziaria, quindi, le ipotesi reddituali, relative all'anno 2018 e 2019, rimangono invariate così come gli effetti patrimoniali del nuovo aumento rispetto al precedente, che, in sintesi, ha l'obiettivo di coprire le ulteriori perdite trimestrali registrate.

In primis, la metodologia dei *multipli di mercato* è stata utilizzata per paragonare i risultati dell'istituto con il suo valore di mercato. Sono stati presi, quindi, in esame i multipli *Price/Earnings* e *Price/Tangible Book Value* del campione di imprese facente parti del

settore bancario tra cui *UBS, Credit Suisse, Deutsche Bank, BNP Paribas, Unicredit, Intesa SanPaolo, Banco Popolare di Milano, Mediobanca e Ubi Banca* che possono essere rappresentativi del mercato nazionale e comunitario in cui opera l'istituto di credito senese.

Per stimare i multipli sono stati considerati i valori di *expected Price to Earning* e *Price to Tangible Book Value* degli operatori di cui sopra da *Kepler Cheuvreux* per il 2018⁹.

L'analisi tramite il metodo dei multipli, quindi, non è stata effettuata per l'anno in corso, nonostante sia la stima dei multipli sia un orizzonte temporale più breve avrebbero potuto aumentare la certezza e la significatività dei risultati. Pertanto, avendo stimato anche per il 2017 un risultato netto negativo, in termini di Utili, il 2018 ed il 2019 risultano essere i primi anni in cui si presume che *Monte de Paschi di Siena* possa conseguire un valore positivo in termini reddituali e significativo per l'analisi finanziaria. La figura seguente sintetizza numericamente quanto sopra descritto.

Expected Value 2018	P/Earnings (in €)	Price / Tangible Book Value (in €)	
Cedit Suisse	9,10	0,68	
Deutsche Bank	7,60	0,37	
UBS	12,50	1,10	
Mediobanca	7,50	0,58	
Rotschild	9,20	1,11	
BNP Paribas	8,40	0,80	
Crédit Agricole	9,60	0,69	
Natixis	9,70	1,13	
Soc. Générale	8,20	0,63	
Unicredit	3,00	0,26	
Erste Group	10,20	0,96	
Raiffeisen	7,00	0,56	
ABN AMRO	9,00	0,98	
KBC	12,50	1,49	
ING Group	10,20	0,95	
Intesa Sanpaolo	7,80	0,78	
Banco Popolare	7,90	0,24	
BP Emilia	6,00	0,37	
BP Milano	5,30	0,26	
Uni Banca	5,80	0,26	

Figura 1 – Principali istituti di credito.

⁹ Fonte dati: <http://www.borsaitaliana.it>. In particolare si è preso in esame il report di Kepler, pubblicato lo scorso 28 novembre sul sito nella sezione relativa agli studi societari e di settore, relativo al settore bancario.

Inoltre sulla base della variazione media annua registrata (-16.5%) dal multiplo *P/Earnings* nel periodo 2016-2018 secondo i dati elaborati da *Kepler Cheuvreux* è stato quindi determinato il multiplo per l'anno 2019 che è risultato pari a 7,0.

Oltre ai multipli prodotti dal campione preso in esame, sono stati oggetto dell'analisi anche quelli stimati dal *Prof. Damodaran* relativi al settore bancario europeo composto da 129 operatori economici¹⁰. La natura retrospettiva di tali multipli, insieme alla bassa significatività contabile dei risultati economici e finanziari di *Mps* dell'anno 2017, ancora negativi e pertanto non utilizzabili per finalità di valutazione, non hanno permesso di completare l'analisi finanziaria con i valori di *Damodaran*.

La metodologia dei *Multipli di Mercato* ha prodotto i seguenti risultati:

- *Equity value* secondo il multiplo *Price/Tangible Book Value* di 6,69 miliardi di €;
- *Equity value* secondo il multiplo *Price/Earnings*, con *Earnings* del 2018, di 8,14 miliardi di €;
- *Equity value* secondo il multiplo *Price/Earnings*, con *Earnings* del 2019, di 7,76 miliardi di €.

I valori prodotti dal metodo dei *multipli di mercato* si posizionano in un *range* di *Equity* tra circa 7,7 e 8,1 miliardi di €, significativamente superiore rispetto agli ultimi valori di borsa che hanno una valutazione prossima allo zero, per effetto dell'aumento di capitale che consentirà ad *Mps* di avviare un piano di rilancio che le consentirà di tornare stabilmente in utile. Si è prudenzialmente ipotizzato che i maggiori proventi dell'aumento di capitale rispetto alle previsioni del piano industriale (8.800.000.000 € vs 5.000.000.000 €) non generino una redditività incrementale rispetto al piano industriale, ma siano di fatto compensati da maggiori svalutazioni sui crediti.

Nel caso di mancato raggiungimento degli obiettivi patrimoniali di aumento di capitale, risulta evidente che il valore dell'*Equity* di *Monte dei Paschi di Siena*, non si distanzi molto dall'ultima capitalizzazione di Borsa pari a poco più di 400 milioni di €.

Il valore prodotto con il *Gordon Growth Model* evidenzia, invece, una valutazione dell'istituto senese di poco superiore rispetto alla metodologia dei multipli.

Naturalmente anche per questa analisi sono stati presi in esame i valori del Piano industriale di *Mps* con riferimento agli anni 2018 e 2019 con i seguenti elementi di stima:

¹⁰ Fonte: Rif. UE 05.01.2017 *Western Europe, Industry: Bank (Money Center); Number of firms (129)*, Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu.

- *Earnings* pari a 978 milioni di € nel 2018 e 1.109 milioni di € nel 2019, come previsto dal Piano industriale;
- *Return on Tangibles Equity* del 10% nel 2018 e dell'11% nel 2019 come previsto dal Piano industriale;
- *Immobilizzazioni immateriali* del valore di 345 milioni di € pari al valore netto contabile al 31.12.2016;
- *Tasso di crescita "g"* del mercato pari all'1,6%¹¹;
- *Costo del capitale* pari a 10,36%, stimato tramite i valori di *risk free* (0,90%), *beta* (1,2), *Equity Risk Premium* (5,40%)¹².

La formula del *Gordon model* è la seguente:

$$P/BV = \frac{ROTE-g}{Ke-g}$$

La metodologia valuta, quindi, le azioni sulla base della previsione della futura redditività del capitale. Il valore finale, che, quindi, rappresenta l'*Equity*, stimato tramite il tasso di crescita del mercato, la redditività ed il costo del capitale, evidenzia una capitalizzazione più grande rispetto al metodo valutativo precedentemente esaminato. Il *Gordon Growth Model* è stato applicato anche utilizzando conservativamente un costo dell'*Equity* superiore di un punto percentuale rispetto al valore base.

La metodologia dei *DDM* tramite il *Gordon Model* ha prodotto i seguenti risultati:

- *Equity value* stimato per il 2018 compreso tra 8,5 e 9,5 miliardi di €;
- *Equity value* stimato per il 2019 compreso tra 9,8 e 11,0 miliardi di €.

Il c.d. *moltiplicatore di Gordon*, rappresentato nella formula precedente, mostra come, il differenziale tra il valore contabile di *Equity* e la sua stima, dipenda dal rapporto tra il costo del capitale e la redditività attesa: quanto più la redditività supera il costo del capitale, tanto più il valore *fair* dell'*Equity* supera quello di *libro*. Naturalmente, la redditività del capitale è soggetta al successo delle strategie aziendali e, nel caso di *Monte dei Paschi di Siena*, è soggetta al perfezionamento dell'operazione di aumento di capitale ed al raggiungimento di obiettivi economico-finanziari nel medio lungo termine.

¹¹ Si è posto come valore di riferimento quello dell'inflazione programmatica (Fonte: Abi outlook 04-2017) pari a 1,60%, utilizzato per lo svolgimento dell'*analisi di sensitività*.

¹² Fonte: Rif. UE 05.01.2017 *Beta, Unlevered beta and other risk measures for western Europe, Italy country risk premium*, Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu.

Inoltre, per offrire uno spunto quantitativo circa la significatività delle variabili economiche del *Gordon Model*, è stata effettuata un'analisi di sensitività che mostra come, tra il valore dell'*Equity* e le variabili *Ke* e *tasso di crescita* del mercato ci sia rispettivamente una proporzionalità inversa e diretta. I valori dell'*Equity* sono compresi tra 9,5 e 11 miliardi di €. Essi riflettono quanto appena detto circa le strategie aziendali di raggiungimento di una redditività che possa soddisfare il rischio espresso dal costo del capitale, e permettere un rilancio dell'istituto senese nel mercato bancario.

In conclusione alla valutazione finanziaria di *Monte dei Paschi di Siena*, si propone un grafico di sintesi dei valori stimati dalle due metodologie valutative.

Metodo	Capitalizzazione (in milioni di €)
Equity P/TBV	6.699
Equity P/E 2018 expected	8.142
Equity P/E 2019 expected	7.763
Equity Gordon Model 2018	9.508
Equity Gordon Model 2019	10.969

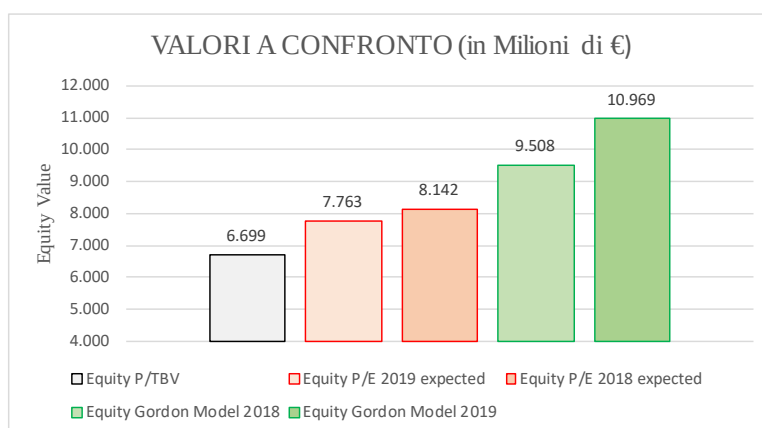


Figura 2 – Risultati stimati

Dalla figura 2 emerge che i valori stimati dal *Metodo dei Multipli di Mercato* e dal *Gordon Model* rientrano in un range di *Equity Value* tra circa 7 e 11 miliardi di €, conferma di quanto descritto riguardo gli obiettivi economici e patrimoniali della politica aziendale. Quindi, sulla base dei risultati ottenuti, si nota che la situazione dell'istituto senese sia alquanto critica, specialmente in caso di mancato o posticipato aumento di liquidità, frutto di una gestione non appropriata delle attività in portafoglio, caratterizzante la maggioranza degli istituti bancari italiani. Il valore dell'*Equity*, quindi, risulta essere influenzato dal successo delle politiche aziendali dell'istituto, specialmente in termini di raggiungimento degli obiettivi di redditività del capitale e di una adeguata patrimonializzazione.