

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

TITOLO

“La necessaria ricapitalizzazione per le banche italiane: il caso UniCredit.”

RELATORE

Raffaele Oriani

CANDIDATO

Gianmaria Casilli

Matricola 188551

ANNO ACCADEMICO 2016/2017

INDICE

Introduzione

1. La regolamentazione del capitale bancario
 - 1.1 Disciplina generale
 - 1.2 L'*excursus* della regolamentazione bancaria italiana
 - 1.3 L'avvento di Basilea 3, riforme e nuovi *ratio* patrimoniali

2. Le sottoscrizioni privilegiate: normativa e confronto con le offerte pubbliche
 - 2.1 Disciplina generale
 - 2.2 La classificazione degli aumenti di capitale
 - 2.3 La classificazione delle nuove emissioni azionarie
 - 2.4 La normativa del diritto di opzione
 - 2.5 Il valore teorico del diritto di opzione

3. I diversi metodi di emissione azionaria: *the key indicators*
 - 3.1 Introduzione
 - 3.2 *The participation fee*
 - 3.3 La scelta del prezzo di emissione
 - 3.4 Costi e tempi di un'offerta pubblica
 - 3.5 Gli aumenti di capitale in Italia e negli Stati Uniti, normative e reazioni del mercato a confronto

4. Il caso UniCredit: la maxi ricapitalizzazione
 - 4.1 Introduzione
 - 4.2 I fattori determinanti della ricapitalizzazione del Gruppo UniCredit: i crediti deteriorati
 - 4.3 Il Gruppo e il Piano Strategico 2016-2019: la gestione degli NPLs
 - 4.4 Le peculiarità dell'aumento di capitale
 - 4.5 La risposta degli stakeholders dopo il successo dell'operazione

Conclusioni

*A mio padre Bruno, mia madre Ada,
alle mie sorelle Mariangela e Francesca,
ai miei più cari amici
alla mia compagna Lucia.*

<<Non si può chiedere alle banche di allentare la prudenza nell'erogare il credito; non è nell'interesse della nostra economia un sistema bancario che metta a rischio l'integrità dei bilanci e la fiducia di coloro che gli affidano i propri risparmi.>>

Mario Draghi

Introduzione

Il reperimento di nuovo capitale di rischio (*equity*) è finalizzato al raggiungimento degli obiettivi strategici fissati a priori dal management o, come spesso accade, dallo stesso amministratore delegato. Tali obiettivi possono essere il rafforzamento della struttura patrimoniale, l'esigenza di ampliare gli investimenti in nuovi settori e/o aree geografiche con la conseguente crescita dimensionale, il raggiungimento di un rapporto di indebitamento ottimale capace di cogliere al meglio le varie fonti di finanziamento e/o investimento e infine, ma non ultimo come importanza, il ripristino dei requisiti prudenziali patrimoniali di particolari enti pubblici creditizi, ad esempio le banche.

Lo scopo del presente lavoro di tesi è quello di analizzare la ricapitalizzazione del gruppo UniCredit, avvenuta nel mercato italiano all'inizio del 2017, con caratteri del tutto peculiari e inconsueti. Questa operazione una volta conclusasi ha ripristinato i *ratio* patrimoniali prescritti dall'ultimo accordo internazionale sulla regolamentazione per il rafforzamento del sistema bancario denominato "Basilea 3" ed ha permesso ad UniCredit di cogliere tutte le opportunità di investimento profittevoli future. Inoltre, ha determinato l'afflusso di ingenti capitali esteri e la conseguente diluizione delle quote azionarie, *facti species* di una *public company* attiva nel mercato statunitense.

Nella prima parte di questo elaborato verrà trattata la regolamentazione del capitale bancario con i rispettivi rischi che odiernamente le banche si assumono e gestiscono.

Giova ricordare come la raccolta dell'*equity* da parte delle società viene realizzata principalmente attraverso l'offerta pubblica o l'offerta in opzione (c.d. sottoscrizione privilegiata). Data la specificità di queste due differenti operazioni di aumento di capitale verrà trattata l'emissione azionaria nei suoi aspetti più tecnici e normativi.

Nel corso dell'elaborato verranno inoltre descritte ed analizzate le diverse tecniche di emissione di azioni, confrontando le diverse reazioni del mercato sia italiano che statunitense di fronte ad un aumento di capitale.

Nella parte finale verrà esaminata una criticità che accomuna gli istituti di credito italiani nella condizione attuale, ovvero l'enorme quantità di crediti deteriorati iscritti a bilancio. Questo fenomeno è stato rilevato dalla

valutazione periodica del rischio e della vulnerabilità bancaria europea¹ condotta dall'EBA e contenuta nel documento “*Risk Dashboard. Data as of Q1 2017*, marzo 2017”. Tale particolare tipologia di crediti è stata oggetto di studio delle principali istituzioni europee e nazionali che hanno valutato l’impatto drastico che generano sull’operatività e la redditività delle banche. A tal proposito, la BCE ha prescritto delle linee guida² affinché sia ottimizzata la gestione e lo smaltimento delle stesse.

Infine, nel “Rapporto sulla Stabilità Finanziaria”, pubblicato ad aprile 2017 da Banca d’Italia, è stata valutata la qualità del credito delle banche e i relativi rischi che si potranno generare in futuro³.

¹ EBA, *Risk Dashboard. Data as of Q1 2017*, marzo 2017.

² BCE, “Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)”, marzo 2017.

³ BANCA D’ITALIA, “Rapporto sulla stabilità finanziaria”, aprile 2017, p. 21.

1) La regolamentazione del capitale bancario

1.1) Disciplina generale

La banca è un intermediario finanziario che realizza la raccolta del risparmio tra il pubblico⁴ con obbligo di restituzione, l'esercizio del credito ma soprattutto ha il carattere d'impresa, ovvero è una società che a fronte di un capitale deve produrre un risultato economico, stabilendo anno per anno obiettivi di redditività. La sostanziale differenza tra una banca e qualunque altro intermediario finanziario è la natura delle loro passività, ovvero i depositi effettuati dai clienti. Quest'ultimi hanno il potere di attingere le somme versate presso la banca in qualsiasi momento e quando lo desiderano, pertanto le passività di una banca sono definite in larga parte "prelevabili a vista" e disponibili per effettuare pagamenti attraverso numerosi strumenti messi a disposizione dalla banca stessa che vanno dal più comune "conto corrente", all'assegno, al bonifico e via dicendo. La peculiarità delle passività bancarie costituiscono quelle che possono essere soprattutto le fragilità del sistema bancario. Ricorrendo ad un esempio si può rilevare facilmente l'entità del fenomeno: si è detto *ut supra* che i depositanti hanno l'autorità di prelevare integralmente le somme versate in qualsiasi momento. Se questo accadesse ad una singola banca, il resto del sistema potrebbe intervenire fornendo la liquidità necessaria; se venissero invece coinvolte più banche contemporaneamente, la crisi di liquidità potrebbe diventare sistemica.

D'altro canto, se si comparasse il *worst case* per la vita di un'impresa qualunque, ossia il suo fallimento, con quello di una banca emergerebbe una notevole differenza. Nell'impresa qualunque chi ne risente di più in questo particolare stadio sono i dipendenti, i creditori, le variabili macroeconomiche, l'indotto industriale. Quest'ultimo comprende tutte le imprese, piccole e medie imprese (PMI) e grandi imprese, che realizzano prodotti e/o erogano servizi che sono legati a una determinata impresa in via di fallimento. Se questo accadesse si avrebbero delle ripercussioni sul fatturato dell'indotto industriale che scaturiscono da una serie di eventi economicamente drammatici. Viceversa, il fallimento di una banca si differenzia notevolmente per il fatto che l'indotto industriale essendo di natura finanziaria, e non reale, è infinito.

⁴ Il T.U.B. (Testo Unico Bancario) disciplina l'esercizio congiunto della raccolta del risparmio e dell'erogazione del credito, attività che è riservata esclusivamente alle banche, nonostante possano svolgere anche attività connesse e strumentali. Art. 11, 2° comma del T.U.B. d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385, versione aggiornata al d.lgs. 14 novembre 2016, n. 223: << La raccolta del risparmio tra il pubblico è vietata ai soggetti diversi dalle banche >>.

Il costo del fallimento di una banca è il costo che un'economia europea non può permettersi, qualunque sia la dimensione della banca ed è per questo motivo che la regolamentazione delle stesse è differente rispetto quella delle altre imprese.

L'articolo 10 del T.U.B. evidenzia la peculiarità di una banca commerciale, ossia l'esercizio congiunto della raccolta del risparmio tra il pubblico con obbligo di restituzione e la concessione del prestito alla clientela quindi l'esercizio del credito. Quest'ultima attività bancaria rappresenta da sempre il perno fondamentale dell'economia di un Paese e per questo motivo deve essere gestita con molta cautela. L'esercizio congiunto delle due attività fa sorgere contemporaneamente il rischio di credito con le sue diverse declinazioni (rischio di controparte, rischio emittente, rischio Paese) e il rischio di liquidità derivante dall'iscrizione a bilancio dei depositi della clientela.

Nel sistema finanziario si interviene a livello di regolamentazione bancaria su quattro principi⁵:

1. *Stabilità delle istituzioni e del sistema nel suo complesso*: garantire livelli di liquidità e di solvibilità adeguati.
 - 1.1 *Liquidità*: attiene alla capacità dell'intermediario di pagare i suoi debiti (adempiere le sue obbligazioni) nel *breve termine*.
 - 1.2 La *solvibilità* fa riferimento alla capacità dell'intermediario di ripagare le sue obbligazioni nel *medio e lungo termine* ed alla capacità di sopportare le perdite peggiori (ripianificare le perdite): attiene al capitale o al patrimonio di vigilanza delle banche.
2. *Efficienza allocativa ed operativa degli intermediari*: all'interno dell'attività tradizionale, ossia l'erogazione del credito, la banca deve essere in grado di selezionare i clienti e i progetti di investimento che le garantiscano una redditività e che le permettano di posizionarsi adeguatamente sulla curva "rischio-rendimento". A seconda del profilo di rischio dei soggetti differisce il rendimento dei prestiti erogati (data la presenza di una correlazione positiva, al crescere del rischio, sale il rendimento). Complessivamente si rende necessario garantire la stabilità osservando il

⁵ Banca dei Regolamenti Internazionali, Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, "Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria", settembre 2012.

carattere di impresa: offrire prestiti rischiosi tenendo conto del rendimento che garantisce i rischi che si sono assunti.

3. *Concorrenza all'interno dei mercati in cui gli intermediari operano.*

4. *Trasparenza e correttezza dei comportamenti per la tutela dei risparmiatori:* esiste un regime di trasparenza e correttezza⁶ che l'intermediario deve rendere pubblico anno per anno tra cui una disciplina specifica⁷ che rende noti i rischi assunti nello svolgimento dell'attività bancaria.

Per l'esercizio delle proprie funzioni le autorità sono dotate di strumenti di varia forma e natura, che vengono esercitati secondo i seguenti quattro modelli⁸:

- sezionali o per istituzioni: la vigilanza viene esercitata distintamente per ciascuna categoria di operatore e affidata per l'intero complesso dell'attività ad un solo organo di supervisione.
- per attività: un *regulator* per ogni diversa funzione esercitata dagli intermediari.
- per finalità: ciascuna autorità presidia un obiettivo (stabilità, trasparenza, concorrenza) indipendentemente dall'attività svolta dall'intermediario.
- accentrato: singola agenzia istituzionale competente per tutti i settori e le finalità (è presente solo in Germania).

Il problema del modello di regolamentazione per attività o per soggetti è il rischio di avere sovrapposizioni o deficit di regolamentazione. Pertanto, in Italia si è optato per il modello per finalità ed è costituito nel seguente modo:

⁶ Banca d'Italia, Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari, Circolare n. 288 del 3 aprile 2015.

⁷ Il c.d. "resoconto ICAAP" (*Internal Capital Adequacy Assessment Process*) consiste nello svolgimento da parte della banca di un test interno riguardante l'esistenza o meno dell'adeguatezza patrimoniale, corrente e prospettica, in rapporto ai rischi assunti e alle strategie poste in essere al momento della valutazione. Il 30 aprile di ogni anno il resoconto ICAAP viene riportato a Banca d'Italia cui spetta il compito di riesaminarlo, verificarne la conformità dei risultati, esprimere un giudizio complessivo sull'intermediario e avviare, se necessario, misure correttive idonee (quest'ultimo processo è noto come **SREP** - *Supervisory Review and Evaluation Process*).

Inoltre, il resoconto ICAAP viene inserito annualmente nella nota integrativa del bilancio bancario alla lettera "D" ai fini di renderlo noto al pubblico (*disclosure*) e soprattutto va a costituire un elemento distintivo e quindi di comparazione dell'intermediario.

⁸ Oltre ai quattro modelli elencati esisterebbe un quinto modello di riferimento per gli organismi di regolamentazione così denominato "funzionale". A differenza degli altri modelli, il funzionale non ha trovato finora applicazione, essendo prettamente teorico. Per ulteriori approfondimenti si veda: CONSOB, C. DI NOIA E L. PIATTI, Quaderni di Finanza, "Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano", n. 30, settembre 1998, p. 14.

- Stabilità del mercato: Banca d'Italia per il settore bancario e ISVAP (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni) per il settore assicurativo;
- Trasparenza del mercato: CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa); ad eccezione della trasparenza nel settore bancario – Banca d'Italia - ed assicurativo - ISVAP);
- Concorrenza del mercato: AGCOM (Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni).

1.2) L'*excursus* della regolamentazione bancaria italiana

Storicamente, la regolamentazione bancaria italiana si è concentrata dapprima sull'essenza dell'attività delle banche, l'erogazione del credito. Successivamente, al giorno d'oggi, le banche danno priorità alla gestione del rischio (c.d. *risk management*) facendo in modo che diventi la loro funzione primaria all'interno della società. Il "cuore" della regolamentazione bancaria italiana è nel CICR⁹ (Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio).

La regolamentazione degli istituti di credito trova fondamento non solo nella normativa nazionale ma soprattutto in quella comunitaria. Gradualmente i poteri di vigilanza delle singole autorità locali sono state accentrate verso la Banca Centrale Europea (BCE), con la definitiva costituzione dell'Unione Bancaria Europea (c.d. *Banking Union*) nel 2007.

Il percorso di costituzione della vigilanza unica europea sul sistema bancario (c.d. *Single Supervisory Mechanism*), ha avuto origine nel conferimento dei poteri di vigilanza alla BCE nel 2014. Da tale data, la BCE ha avviato la propria azione di vigilanza su tutti gli operatori del sistema bancario europeo:

- In modo diretto sui gruppi di maggiore dimensione (c.d. *Significant Banks*¹⁰ o SIBs), anche attraverso l'azione dei "Joint Supervisory Teams" (JSTs) costituiti congiuntamente con le autorità di vigilanza locali (c.d. *National Competent Authorities* o NCAs).

⁹ Nel CICR vi sono i responsabili in materia di credito e tutela del risparmio. Essi possono: a) deliberare su adeguatezza patrimoniale, contenimento del rischio, composizione gruppo bancario; b) deliberano sulla base delle proposte della Banca d'Italia; c) possono emettere provvedimenti. Il CICR è convocato e presieduto dal Ministero dell'Economia e della Finanza.

¹⁰ La BCE effettuerà in via diretta la vigilanza delle c.d. «*Significant Banks*» ossia quegli istituti aventi uno dei seguenti requisiti: 1) attività superiori a trenta miliardi di euro; 2) tali che il rapporto fra attività e PIL dello stato di appartenenza sia superiore al 20%; 3) segnalati da autorità nazionale competente i quali rappresentano circa l'85% delle attività bancarie totali nell'area Euro.

- In modo indiretto su tutti gli altri gruppi bancari della zona Euro (c.d. *Less Significant Banks* o "non-SIBs"), attraverso l'intervento diretto delle autorità di vigilanza dei singoli Paesi di appartenenza, secondo le linee guida fornite dalla BCE.

Nel tempo l'autorità di vigilanza è passata da un approccio di tipo strutturale ad uno di tipo prudenziale, fino ad arrivare all'attuale schema *Market Oriented*, che le delega la funzione di "validazione" di ogni processo di *risk management* operato all'interno delle banche. Il primo tipo ossia l'approccio di tipo strutturale prevedeva regole e vincoli all'attività strategica delle banche. Successivamente, nel 1988, il Comitato di Basilea¹¹ raggiunse un primo accordo sui requisiti prudenziali delle banche (c.d. Basilea 1), con lo scopo di rafforzare la struttura patrimoniale compromessa dalla condotta irruente delle banche su un mercato privo di regolamenti adeguati. Pertanto è stato introdotto il concetto di requisito patrimoniale minimo cioè la quota di capitale designata a proteggere coloro che hanno depositato i propri risparmi dal rischio che gli attivi bancari e, quindi, i prestiti alla clientela subiscano delle perdite. Il capitale bancario deve essere almeno pari al 8% dei crediti alla clientela per far fronte al *rischio di credito* e al *rischio di mercato*. Inoltre sono previsti coefficienti di ponderazione, in funzione del tipo di prenditore del prestito (cittadino, impresa, banca, paese, ecc.) e in presenza di garanzie prestate.

GLANTZ M. nel suo libro "*Managing Bank Risk*" definisce il rischio di credito così di seguito: <<*Credit risk is most simply defined as the potential that bank borrower or counterparty will fail to meet its obligations in accordance with agreed terms.*¹²>>

Il rischio di natura creditizia sorge ogniqualvolta la controparte (può definirsi cliente, impresa o stato) in un contratto di debito non assolve alle sue obbligazioni (quali ad esempio il mancato pagamento della quota capitale e/o interessi di un mutuo) prefissate all'origine dalla banca. Si deve tener presente che tale rischio sussiste anche nel caso in cui la controparte migra verso una situazione personale creditizia peggiore. Le banche devono inoltre considerare la correlazione che c'è tra il rischio di credito e gli altri rischi inerenti, sia

¹¹ Il Comitato di Basilea è un'organizzazione internazionale fondata alla fine del 1974 all'interno della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) con lo scopo di incoraggiare i supervisori bancari a livello mondiale per promuovere pratiche concrete per la gestione del rischio di credito. Attualmente, il Comitato è composto dai governatori delle banche centrali di 27 paesi e da organismi specifici di vigilanza bancaria.

¹² GLANTZ M., "*Managing Bank Risk: An Introduction to Broad-Base Credit Engineering*", Academic Press, 2002.

nell'intero portafoglio, sia nella singola transazione. Attualmente tutti gli istituti di credito dovrebbero avere una valida consapevolezza della necessità di individuare, misurare e controllare il rischio di credito nonché determinare che detengano un capitale adeguato contro questi rischi e che siano adeguatamente compensati per i rischi assunti.

L'altro rischio che teneva in considerazione Basilea 1 è quello di mercato (c.d. *Market Risk*) e si riferisce al rischio derivante dai movimenti negativi del prezzo di mercato, dei principali indicatori finanziari come il tasso di cambio, l'*Euribor*, il *Libor* o degli indicatori reali come il tasso di inflazione, di disoccupazione relativo ad un determinato Paese. Negli ultimi anni, un altro gruppo di attività tipicamente negoziate sui mercati finanziari è rientrato sotto la lente delle autorità di vigilanza. Queste attività costituiscono il c.d. "*trading book*" (portafoglio di negoziazione), in opposizione con il "*banking book*" (portafoglio bancario) associato con attività tradizionalmente non scambiate nel breve periodo ma detenute fino a scadenza (*Held to Maturity*) per particolari vincoli strategici e/o di partecipazione. Per la maggior parte delle grandi banche, mentre il portafoglio di negoziazione è relativamente piccolo rispetto a quello bancario, la sua crescente rilevanza rende il rischio di mercato un'importante preoccupazione per l'attività di regolamentazione. Pertanto, il Comitato di Basilea ha prescritto alle banche commerciali con un'intensa attività di negoziazione l'utilizzo di modelli di misurazione del rischio interno andando così a definire il "*Value at Risk*" ovvero il valore a rischio (VaR). Tale modello ha l'obiettivo di calcolare la perdita potenziale generabile dai rischi definiti *ut supra*, su un dato orizzonte temporale e con un dato livello di confidenza statistica.

Il Comitato di Basilea disciplina le attività ponderate per il rischio o *Risk-Weighted Assets* (RWA) a tal fine di stimare gli assorbimenti patrimoniali complici della inadeguatezza patrimoniale delle banche. Le attività ponderate per il rischio sintetizzano i prioritari fattori di rischio relativi ad una determinata attività finanziaria. Tali componenti vengono esaminati a tal fine di rettificare il valore nominale dell'attività in modo da includere il rischio intrinseco. Questo si realizza attraverso l'attribuzione di un coefficiente di ponderazione, via via crescente all'aumentare della rischiosità stessa, all'*asset* che si detiene in portafoglio.

Nel giugno del 2004 il Comitato di Basilea ha approvato un secondo accordo internazionale (c.d. *Basilea 2*) sulla vigilanza prudenziale, così definendo dei nuovi requisiti minimi patrimoniali; tale accordo è successivamente entrato in vigore nel primo gennaio del 2008. Basilea 2 mira all'efficienza e ad una capacità

ottimale di tenuta del sistema bancario mondiale, per tale motivo ammonisce le banche di quantificare il rischio connesso a ciascuna attività detenuta e di dotarsi di un capitale disponibile a fronteggiare il rischio stesso, quest'ultimo comunemente denominato "Patrimonio di Vigilanza". In questo modo l'ammontare del patrimonio di vigilanza di una determinata banca può essere visto come un indicatore del rischio assunto nello svolgimento delle sue attività.

Il requisito minimo di capitale dell'ente creditizio viene calcolato nel seguente modo.

$$\frac{\text{Patrimonio di Vigilanza}}{\text{Attività ponderate per il rischio}} \geq 8\%$$

Basilea 2 è fondato su tre pilastri fondamentali (*pillar*):

1. Nel primo pilastro vengono migliorati i parametri di calcolo dei requisiti patrimoniali minimi rendendo la regola dell'8% più sensibile al rischio dei singoli prestiti, essendo consentito alla banca l'utilizzo di *rating*¹³ assegnati *ad hoc*. Vengono inoltre considerati il rischio operativo (ad esempio frodi, terremoti, crash informatici, ecc.) e il rischio di controparte¹⁴.
2. Il secondo pilastro presuppone che gli intermediari implementino una strategia e un processo di controllo interno sull'adeguatezza patrimoniale, attuale e prospettica, considerando inoltre le *policies* per la misura e la gestione dei rischi assunti (c.d. controllo prudenziale).
3. Il terzo pilastro introduce obblighi di trasparenza informativa al pubblico relativi all'idoneità patrimoniale, all'esposizione e ai sistemi di gestione e monitoraggio dei rischi¹⁵ (*disclosure*). La normativa prevede la predisposizione di appositi quadri sinottici in cui sono classificate le informazioni da pubblicare. In questo modo si accresce la trasparenza e la comparabilità dei dati garantendo maggiori condizioni di parità competitiva. Si procede altresì all'inserimento dell'ICAAP all'interno della Nota Integrativa (sezione D).

¹³ Il *rating* è la classificazione dell'affidabilità creditizia della controparte in un contratto di debito.

¹⁴ È il rischio che la controparte di una transazione in derivati negoziati in un mercato *over the counter* (OTC) divenga insolvente prima della scadenza dello stesso e renda dunque necessario per la banca sostituire la posizione sul mercato a condizioni contrattuali differenti.

¹⁵ In seguito ad una Circolare della Banca d'Italia è stato introdotto il concetto di *Risk Appetite Framework* (RAF), ovvero il sistema degli obiettivi di rischio che ogni banca deve adottare in funzione del massimo rischio assumibile, del *business model* e del piano strategico. Tramite questa struttura posta in essere dall'intermediario si esplicita la sua propensione al rischio e le politiche di gestione attuate, in Circolare n. 263 del 27/12/2006 di Banca d'Italia.

L'accordo di Basilea 2 ha implicitamente avvisato le banche che i costi di finanziamento dipendono dal *rating* della clientela con cui stringono rapporti contrattuali. Questo significa che gli istituti di credito dovranno aumentare il patrimonio se vogliono concedere prestiti ad una clientela più rischiosa o passare alla selezione accurata di clienti con *rating* alto senza incrementare la patrimonializzazione.

Per ogni prestito rischioso concesso le banche devono vincolare del capitale a patrimonio di vigilanza, pertanto minor capitale vincolato significa possibilità di utilizzo dello stesso per impieghi alternativi. Esaminando il caso contrario si genera invece la perdita di una opportunità di investimento, il cui onere viene riversato sui propri clienti con un incremento di tasso per i prenditori più rischiosi.

1.3) L'avvento di Basilea 3, riforme e nuovi *ratio* patrimoniali

Nel settembre 2009, il Comitato di Basilea ha sottoscritto un terzo accordo denominato "Basilea 3" avente linee guida differenti rispetto al passato. Le motivazioni alla base dell'accordo le si trovano nel documento pubblicato dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) nel dicembre 2010 dal titolo "*Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*". La rinominata crisi economica e finanziaria del 2007 trova fondamento nell'eccessiva leva finanziaria che aumentava da anno in anno nei sistemi bancari mondiali. Inoltre, a questo si è aggiunto il deterioramento sia qualitativo che quantitativo del patrimonio bancario, trovandosi le banche sprovviste di riserve di liquidità. Conseguentemente l'intero sistema bancario si è trovato incapace di far fronte alle ingenti perdite derivanti dalle attività di negoziazione e di *lending* (concessione del credito). La risposta del mercato è stata immediata e diffidente nei confronti di molti istituti di credito risultati insolubili e con livelli insufficienti di liquidità. La crisi ha preso così il sopravvento sull'economia globale, passando dal settore finanziario a quello reale, attraverso successive contrazioni di liquidità e di credito. *In extremis* sono dovuti intervenire gli organismi competenti di ogni paese per massicce iniezioni di liquidità e contromisure adeguate quali ricapitalizzazioni involontarie, concessioni di garanzie cercando così di salvaguardare la maggior parte dei contribuenti da questo "ciclone" economico-finanziario di grandezza anomala¹⁶.

¹⁶ Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, "*Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*", dicembre 2010, pp. 7, 8.

Le riforme proposte dal Comitato di Basilea si possono suddividere nel seguente modo.

A livello di capitale:

- il rafforzamento della qualità e dell'importanza del *common equity* (azioni ordinarie più riserve di utili al netto dei filtri prudenziali e deduzioni) nella composizione del *Tier1*;
- *ratio* patrimoniali minimi più alti: il *Common Equity* (azioni ordinarie più riserve di utili) viene incrementato dal 2% al 4,5%, il *Tier1* (*Common Equity* più altri strumenti finanziari) viene incrementato dal 4% al 6%;
- necessità di un *buffer* aggiuntivo di capitale con limitazioni alla distribuzione degli utili;
- il rafforzamento dei requisiti richiesti agli strumenti di capitale, diversi dal *common equity*, per essere inclusi nel *Tier1* (criteri più stringenti di eleggibilità);
- la semplificazione del *Tier2*, con rimozione del precedente limite (non può superare il *Tier1* e l'esplicitazione di requisiti minimi in termini di *common equity*, *Tier1* e *total capital ratio* su RWA;
- l'abolizione del *Tier3*;
- l'accostamento al coefficiente di solvibilità (*risk based*) di un nuovo *ratio* per il contenimento della leva finanziaria che prescinde dal concetto di rischio (utilizzo di dati principalmente di bilancio).
- il rafforzamento della *disclosure* in termini di capitale.

Di seguito una tabella illustrativa dei nuovi requisiti patrimoniali in Basilea 3 messi a confronto con il precedente accordo di Basilea 2.

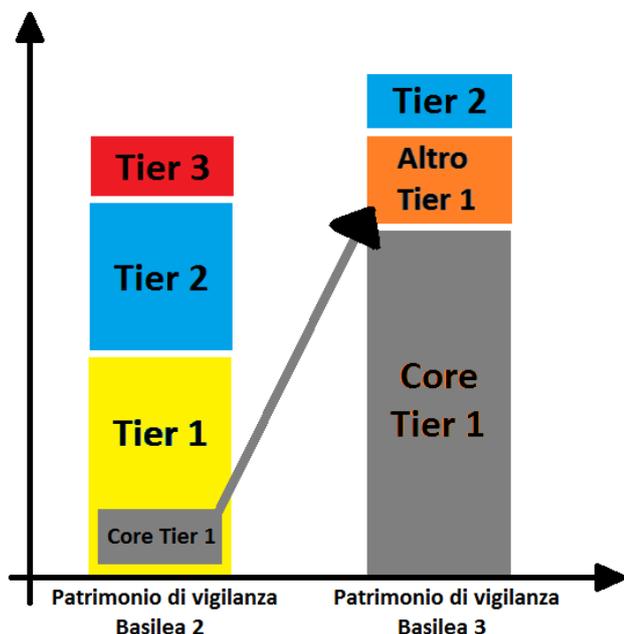
TABELLA N° 1¹⁷ – “Requisiti patrimoniali delle banche e delle imprese di investimento”.

	Requisiti patrimoniali							Componenti macroprudenziali aggiuntive
	Common Equity			Patrimonio di base (Tier 1)		Patrimonio di Vigilanza		Riserva anticiclica
	Minimo	Riserva di conservazione del capitale	Requisito complessivo	Minimo	Requisito complessivo	Minimo	Requisito complessivo	
Basilea 2	2	-	-	4	-	8	-	-
Basilea 3	4,5	2,5	7,0	6	8,5	8	10,5	0-2,5

¹⁷ Fonte: Camera dei deputati, XVI Legislatura, Dossier di documentazione, Ufficio Rapporti con l'Unione Europea, “Requisiti patrimoniali delle banche e delle imprese di investimento”, gennaio 2012. Dati in percentuale alle attività ponderate per il rischio.

Di seguito un grafico illustrativo della nuova composizione del patrimonio di vigilanza bancario in Basilea 3 messa a confronto con il precedente accordo di Basilea 2.

GRAFICO N° 1¹⁸ – “Composizione del nuovo patrimonio di vigilanza bancario in Basilea 3”.



Tier 1: patrimonio di base (capitale, sovrapprezzi, riserve).

Tier 2: patrimonio supplementare (riserve di rivalutazione, plusvalenze nette su partecipazioni).

$$\text{Common Equity Tier 1} = \frac{\text{Patrimonio di qualità primaria}}{\text{Attività ponderate per il rischio}}: 4,5\%$$

Tier 1: 1%

Riserva di conservazione del capitale (*Tier 2*): 2,5%

} = 8% *Total capital ratio*

Come evidenzia Borsa Italiana in un report pubblicato nell’ottobre del 2011, il principale indicatore della capitalizzazione di una banca è il *Tier 1* (c.d. patrimonio di base) e, allo stesso tempo, tale indice può sintetizzare l’affidabilità di un istituto bancario nell’odierno contesto di crisi finanziaria. Un altro indicatore da tenere in considerazione è il *Core Tier 1* dato dal rapporto tra il *Tier 1* e le attività ponderate per il rischio; in sostanza è l’indice che esprime con quali risorse primarie la banca riesce a garantire i prestiti effettuati e i rischi che ne possono scaturire dal deterioramento dei prestiti.

¹⁸ Elaborazione personale.

L'accordo di Basilea 3 ha previsto due nuovi provvedimenti a cui gli istituti di criteri devono attenersi per limitare la pro ciclicità delle norme prudenziali: al tal fine si devono costituire dei “cuscinetti” di capitale (*buffer*) al di sopra della soglia minima regolamentare (pari al 2,5% di *Common Equity* in rapporto all'attivo a rischio). Il secondo provvedimento consiste nell'accantonamento a forma di garanzia di risorse patrimoniali in eccesso durante una fase espansiva del credito cumulativo.

A livello di rischio:

- l'introduzione di un nuovo *ratio* per il contenimento della leva finanziaria (c.d. *leverage ratio*);
- richiesti requisiti più stringenti per i prodotti oggetto della crisi: cartolarizzazioni e derivati OTC;
- richiesti maggiori requisiti sul rischio di mercato (modello interno) a copertura dello “*Stressed VaR*” (le riforme prevedono che il “*Value at Risk*”, i nessi tra le attività, ovvero i parametri per la valutazione dei requisiti vengano calcolati simulando differenti scenari di stress economico-finanziario).

A livello di liquidità:

- nuovi standard di *governance*;
- il rafforzamento del monitoraggio (anche infra giornaliero);
- l'integrazione degli strumenti di misurazione con due nuovi ratio, il “*Liquidity Coverage Ratio*¹⁹” a breve termine (trenta giorni) e il “*Net Stable Funding Ratio*²⁰” nel medio/lungo termine;
- il rafforzamento delle analisi di stress e del *Contingency Funding Plan*²¹.

Di seguito una tabella rappresentativa delle fasi di applicazione delle nuove riforme prescritte da Basilea 3.

¹⁹ Le definizioni qui di seguito elencate (*LCR*, *NSFR*, *CFP*) sono tratte da Banca d'Italia, Liquidity Risk Management, “*Documento di consultazione integrativo del Documento di Basilea su International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring*”, giugno 2010. Il *Liquidity Coverage Ratio* (*LCR*) è dato dal rapporto tra attività liquide di elevata qualità e deflussi di cassa totali netti in trenta giorni. Questo rapporto deve essere maggiore o uguale al 100% per far sì che la banca non ricorra spesso al mercato o al rifinanziamento presso la BCE nel breve termine.

²⁰ Il *Net Stable Funding Ratio* (*NSFR*) è dato dal rapporto tra provvista stabile disponibile (fonti) e provvista stabile richiesta (impieghi). Questo rapporto deve essere maggiore o uguale al 100% per far sì che le fonti di finanziamento stabili sovvenzionino le attività meno liquide. Inoltre, in tal modo, si evita il c.d. “effetto precipizio” che si avrebbe mantenendo solo la formula di breve termine, Banca d'Italia *op cit.*

Per far sì che la banca arrivi ad avere queste due percentuali sopra prescritte deve detenere al momento un capitale fondamentale per l'operatività e deve far sì che lo “sbilancio di cassa” sia coperto da un *cluster* di attività che costituiscono l'unico presidio per tale sbilancio e per andare sul mercato a richiedere liquidità.

²¹ Il *Contingency Funding Plan* (*CFP*) è una policy volta a fronteggiare eventuali situazioni di crisi di liquidità in modo tempestivo ed efficace, attivando risorse e procedure non riconducibili alle condizioni di operatività ordinaria. Banca d'Italia *op cit.*

TABELLA N° 2²² – “Fasi di applicazione dell’accordo di Basilea 3”.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Dal 1° gennaio 2019
Indice di leva (<i>leverage ratio</i>)	Monitoraggio regolamentare		Fase di sperimentazione 1° gennaio 2013 - 1° gennaio 2017 Informativa dal 1° gennaio 2015					Migrazione al primo pilastro	
Requisito minimo per il <i>common equity</i>			3,5%	4,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
<i>Buffer</i> di conservazione del capitale						0,625%	1,25%	1,875%	2,50%
Requisito minimo per il <i>common equity</i> più <i>buffer</i> di conservazione del capitale			3,5%	4,0%	4,5%	5,125%	5,75%	6,375%	7,0%
Introduzione delle deduzioni dal CET1 (compresi gli importi eccedenti il limite per DTA, MSR e investimenti in istituzioni finanziarie)				20%	40%	60%	80%	100%	100%
Requisito minimo per il patrimonio di base (Tier 1)			4,5%	5,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Requisito minimo per il capitale totale			8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Requisito minimo per il capitale totale più <i>buffer</i> di conservazione del capitale			8,0%	8,0%	8,0%	8,625%	9,25%	9,875%	10,5%
Strumenti di capitale non più computabili nel non-Core Tier 1 e nel Tier 2			Esclusione su un arco di 10 anni con inizio dal 2013						
Indicatore di breve termine (Liquidity Coverage Ratio)	Inizio periodo di osservazione				Introduzione requisito minimo				
Indicatore strutturale (Net Stable Funding Ratio)		Inizio periodo di osservazione						Introduzione requisito minimo	

²² Fonte: Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, “Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari”, Allegato 4, Fasi di applicazione, dicembre 2010, p. 81.

2. Le sottoscrizioni privilegiate: normativa e confronto con le offerte pubbliche

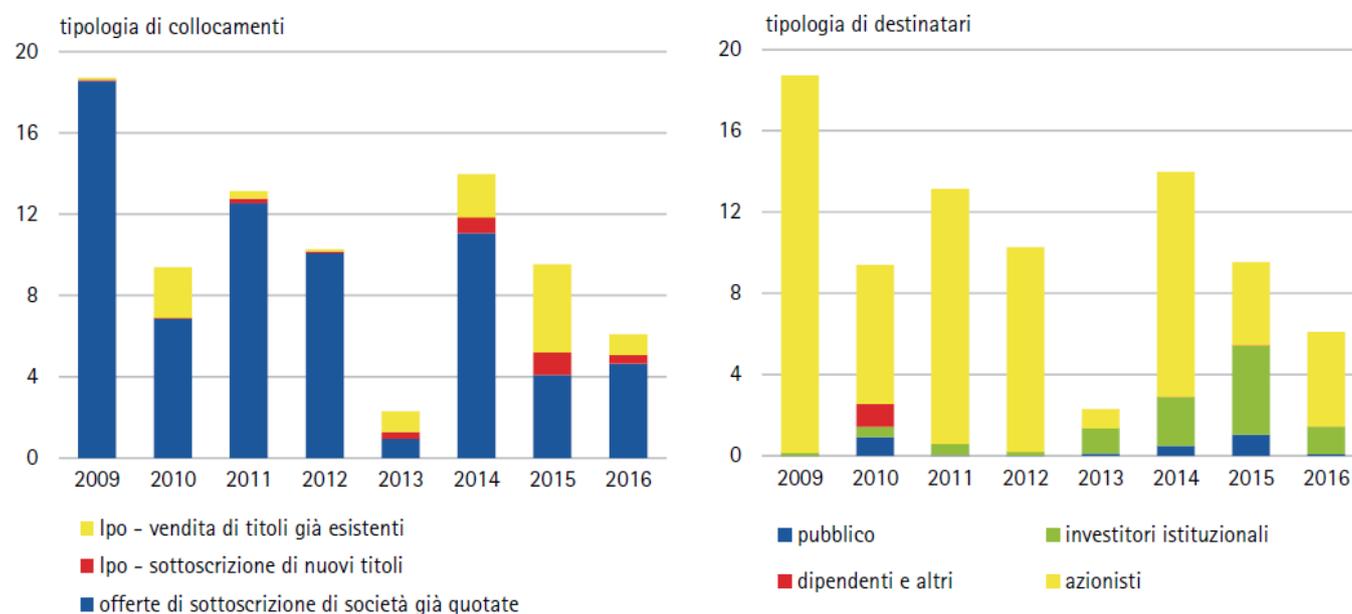
2.1) Disciplina generale

La metodologia di riferimento per le ricapitalizzazioni delle società italiane è rappresentata dalle sottoscrizioni privilegiate, ossia emissioni offerte in opzione agli azionisti esistenti.

Di seguito sono riportati due grafici: a sinistra la tipologia di collocamenti di azioni e obbligazioni convertibili quotate sul mercato italiano e a destra la tipologia di destinatari. Si tratta di emissioni di nuovi titoli e vendita di titoli già esistenti.

GRAFICI N° 2 - 3²³.

“Collocamenti complessivi di azioni e obbligazioni convertibili quotate sul mercato italiano”.



Da un'attenta analisi del grafico si evince come nel 2016 l'offerta di sottoscrizioni di società già quotate sia prevalente rispetto alla sottoscrizione di nuovi titoli e alla vendita di titoli già esistenti. Viene in rilievo, inoltre, come nel corso degli anni sia profondamente cambiata la tipologia di destinatari caratterizzata nel 2016 dai soli azionisti e investitori istituzionali mentre il pubblico dei risparmiatori e i dipendenti risultano essere quasi del tutto assenti.

Puntando lo sguardo oltre Europa, giova evidenziare come negli Stati Uniti quasi la totalità delle nuove emissioni viene offerta indistintamente a tutti gli investitori²⁴. Saltuariamente, tuttavia, le società

²³ Fonte: CONSOB, “Relazione annuale per il 2016”, p. 122, l'elaborazione dei grafici è a cura di Borsa Italiana, dati espressi in miliardi di euro.

²⁴ Nel mercato statunitense, il diritto di opzione viene regolamentato in modo differente in relazione agli Stati della federazione ma, allo stesso tempo, viene lasciata ampia autonomia circa l'esistenza o l'eliminazione del c.d. “preemptive right” allo statuto della società. AWWAD A. A., “Il problema del diritto di opzione nelle società quotate”, EDUCatt, 2012.

riconoscono un diritto di sottoscrizione limitato ai vecchi azionisti che hanno la facoltà di venderlo, utilizzarlo o rinunciare all'esercizio. I sottoscrittori al contrario di come accade in un'offerta pubblica, ricavano un *stand by fee*, ovvero una tassa versata dalla società emittente al sottoscrittore in cambio di un accordo: il sottoscrittore acquisterà tutte le azioni che non verranno acquistate dagli investitori durante il periodo di offerta delle azioni. In altre parole, alcuni sottoscrittori accettano di acquistare le azioni rimaste invendute in cambio di una commissione generalmente addebitata come percentuale dell'impegno di sottoscrizione.

Nel caso in cui le società vogliano risparmiare le commissioni di sottoscrizione, dovrebbero optare per un prezzo di emissione basso, sempre sperando che il prezzo di mercato non precipiti al di sotto del prezzo optato²⁵.

Si rende necessario illustrare brevemente la disciplina normativa italiana sull'aumento di capitale.

*<<Il capitale sociale può essere aumentato con l'acquisizione di effettiva ricchezza (aumento effettivo o reale) ovvero senza incrementi patrimoniali. Nel primo caso l'operazione si realizza con conferimenti ulteriori rispetto a quelli iniziali (c.d. aumento a pagamento); nell'altro con l'imputazione a capitale della parte disponibile delle riserve e dei fondi iscritti in bilancio (c.d. aumento gratuito, art. 2442, comma 1, cod. civ.)>>.*²⁶

Passando solo alla disamina dell'aumento a pagamento (o reale), lo scopo che la società intende perseguire è quello di reperire nuove risorse finanziarie a titolo di capitale di rischio (*equity*) o di rafforzare il patrimonio della società.

Non è consentito eseguire un aumento di capitale *<<fino a che le azioni precedentemente emesse non siano interamente liberate*²⁷>> ciò affinché il capitale non sia rischiosamente rappresentato prevalentemente da crediti verso soci.

²⁵ Vi sono diversi motivi alla base dello sconto proposto dalla società emittente sul prezzo di emissione rispetto al relativo prezzo di mercato quotato sul mercato (c.d. *underpricing*). *In primis*, in questo modo la società può concedere un incentivo agli investitori per aderire all'offerta o per diffondere al meglio i titoli azionari fra il pubblico. Altresì, lo sconto viene concesso in presenza di notevoli asimmetrie informative fra i destinatari dell'offerta e i soggetti coinvolti (Rock 1984; Ritter J. R., Welch I. 2002).

Nella letteratura sull'*underpricing* si possono rilevare altri fenomeni di natura comportamentale (Ibbotson, Jaffe 1975), quali ad esempio lo sconto attribuito agli investitori in relazione ai titoli già negoziati sul mercato di altre imprese confrontabili.

²⁶ Cfr. BUONOCORE V., Manuale di diritto commerciale, Giappichelli Editore, XIII edizione, p. 336.

²⁷ Ex art. 2438 cod. civ.

La violazione di tale norma non comporta però la nullità della delibera di aumento; semplicemente gli amministratori sono responsabili in solido per gli eventuali danni arrecati a soci e terzi²⁸.

<<Competente a deliberare l'aumento di capitale è in via di principio l'assemblea straordinaria dei soci>>²⁹. Lo statuto e le sue eventuali, e successive, modificazioni prevedono però la delega all'organo amministrativo della facoltà di aumento del capitale sociale in una o più volte. Tuttavia è prevista una predeterminazione dell'ammontare massimo dell'aumento e la delega può essere concessa per un periodo massimo di cinque anni con possibilità di rinnovo.

“La deliberazione di aumento deve fissare il termine, non inferiore a 30 giorni dalla pubblicazione dell'offerta, entro il quale le sottoscrizioni devono essere raccolte. Può però verificarsi che l'aumento di capitale non sia integralmente sottoscritto. In tal caso, il capitale è aumentato di un importo pari alle sottoscrizioni raccolte, soltanto se la deliberazione di aumento lo abbia espressamente previsto (c.d. aumento scindibile). In mancanza di espressione nella delibera, l'aumento di capitale è inscindibile e la sottoscrizione parziale pertanto determina l'annullarsi dell'operazione: i sottoscrittori sono liberati dall'obbligo di conferimento assunto ed hanno diritto alla restituzione delle somme già versate³⁰.

Per i conferimenti in sede di aumento di capitale vale la medesima disciplina per i conferimenti in sede di costituzione, con l'unica differenza che il 25% dei conferimenti in danaro deve essere versato al momento della sottoscrizione direttamente alla società e non presso una banca. Inoltre, se le azioni sono emesse con sovrapprezzo, questo dovrà essere integralmente versato all'atto di sottoscrizione (*ex art. 2439, comma 1, cod. civ.*)”³¹.

2.2) La classificazione degli aumenti di capitale

Si rende necessario descrivere sinteticamente i vari tipi di aumenti di capitale, risaltandone i profili prettamente economico-finanziari rispetto a quelli normativi:

- **aumento di capitale a pagamento (o reale):** l'aumento reale del capitale sociale fa sì che l'emissione di nuove azioni siano legate ad un valore che generalmente include un sovrapprezzo di emissione, i cui

²⁸ Ex art. 2395 cod. civ.

²⁹ Ex art. 2368, comma 2, cod. civ.

³⁰ Ex art. 2439, comma 2, cod. civ.

³¹ CAMPOBASSO G.F.: Diritto commerciale, UTET, Torino, volume II, ult. ed.

ricavi vengono tesaurizzati nella “riserva da soprapprezzo azioni” del patrimonio netto (*ex art. 2424 cod. civ.*). Tali nuove azioni vengono sottoscritte dai soci esistenti, ai quali *ex lege* è riconosciuto il diritto di opzione, oppure da terzi che in tal modo divengono soci;

- **aumento di capitale gratuito (o nominale)**: l’aumento nominale del capitale sociale non attribuisce nuovi conferimenti e non genera un aumento del patrimonio sociale. L’aumento nominale viene deliberato dall’assemblea straordinaria <<*imputando a capitale le riserve e gli altri fondi iscritti in bilancio, in quanto disponibili*>>³². L’aumento è tutt’altro che privo di conseguenze giuridiche, infatti, il trasferimento a capitale di riserve e fondi disponibili causa l’indisponibilità per i soci dei corrispondenti valori del patrimonio netto.

Tale operazione può avvenire o aumentando il valore nominale delle azioni in circolazione oppure emettendo nuove azioni, tuttavia, queste ultime <<*devono avere le stesse caratteristiche di quelle in circolazione e devono essere assegnate gratuitamente agli azionisti in proporzione a quelle già possedute*>>³³;

- **aumento di capitale misto**: consiste nel mero abbinamento di un aumento di capitale nominale e reale. La società emittente provvede al collocamento di prodotti finanziari differenti (azioni a pagamento, azioni gratuite, obbligazioni convertibili e/o *warrant*);
- **aumento di capitale con emissione di obbligazioni convertibili e/o *warrant***³⁴: le obbligazioni convertibili (in azioni) consentono all’azionista di convertire le proprie obbligazioni in una partecipazione azionaria della società emittente. *Ex art. 2420-bis cod. civ.*: <<*L’assemblea straordinaria può deliberare l’emissione di obbligazioni convertibili in azioni, determinando il rapporto di cambio e il periodo e le modalità della conversione. [...] Contestualmente la società deve deliberare l’aumento del capitale sociale per un ammontare corrispondente alle azioni da attribuire in conversione*>>. Pertanto, anche se non tutti gli azionisti opereranno nella conversione delle obbligazioni in azioni, la società emittente deve comunque adeguare a priori il proprio capitale.

³² *ex art. 2442 cod. civ.*

³³ *ex art. 2442 cod. civ.*

³⁴ Le obbligazioni *cum warrant* sono titoli che presentano un diritto di acquisto di azioni (*warrant*) ad un numero ed a condizioni prefissate ed entro una certa data. Il *warrant* può essere negoziato separatamente sul mercato.

2.3) La classificazione delle nuove emissioni azionarie

La diffusione delle azioni può avvenire con modalità differenti, che possono essere ricondotte ad una delle quattro tipologie enumerate di seguito.

- 1) **Offerta in opzione:** è realizzata ogniqualvolta le azioni di nuova emissione vengono offerte dapprima agli azionisti esistenti in proporzione alle azioni che possiedono e successivamente ai terzi interessati.
- 2) **Offerta pubblica di sottoscrizione (OPS):** la società colloca sul mercato borsistico una particolare categoria di azioni, ovvero quelle rimaste inoprate dai soci esistenti, per reperire nuovo capitale sociale. Il collocamento si realizza di solito con l'ausilio di un intermediario finanziario o di un consorzio di intermediari che, tramite il loro pacchetto clienti, collocano i titoli e, successivamente, offrono come ulteriore garanzia la possibilità di sottoscrizione dell'eventuale parte insoddisfatta entro la fine dell'operazione. L'OPS può essere anche finalizzata alla quotazione dell'impresa in Borsa attraverso il collocamento sul mercato di una quota di nuove azioni sufficiente a raggiungere la soglia di flottante minimo per la quotazione. Lo scopo dell'OPS è quello di realizzare un aumento del capitale di rischio dell'impresa senza coinvolgere i soci. Questa scelta viene spesso effettuata da imprese che intendono evolvere la propria struttura e quindi passare da aziende con una base azionaria ristretta a pochi individui ad una società con una base più ampia.
- 3) **Offerta pubblica di vendita (OPV):** attraverso questa procedura la società propone agli investitori tutte le azioni ordinarie, ovvero quelle aventi diritto di voto, o parte di esse, ogni qualvolta necessita di ampliare e/o mutare il proprio assetto proprietario. A titolo informativo è opportuno specificare che l'OPV rappresenta lo strumento con il quale una società avvia il processo di privatizzazione.
- 4) **Offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS):** questa procedura nasce dalla combinazione tra OPS e OPV, perciò le azioni offerte agli investitori hanno origine in parte da un'offerta pubblica di vendita di azioni già esistenti, e il restante dall'offerta pubblica di sottoscrizione delle nuove azioni emesse mediante un aumento di capitale.

2.4) La normativa del diritto di opzione

Il diritto di opzione è il diritto dei soci attuali di essere anteposti ai terzi nella sottoscrizione dell'aumento di capitale reale. Questo diritto dà modo, *ex art. 2441 cod. civ.*, di mantenere inalterata la proporzione in cui ciascun socio partecipa al capitale ed al patrimonio della società (c.d. funzione patrimoniale), e pertanto, attraverso il voto, alla formazione della volontà sociale (c.d. funzione amministrativa). Il valore della partecipazione azionaria di ciascun socio diminuirebbe nel caso in cui le azioni fossero sottoscritte da terzi ad un prezzo inferiore al valore effettivo delle azioni già in circolazione. Ciò significa che il diritto di opzione possiede un suo valore economico, che può essere monetizzato dall'azionista attraverso la cessione a terzi nel caso in cui quest'ultimo non sia in grado di concorrere all'aumento di capitale.

Per far sì che il diritto di opzione possa essere esercitato dagli azionisti, la società deve stabilire un termine non inferiore a trenta giorni dalla pubblicazione dell'offerta mediante deposito presso il registro delle imprese e contestuale avviso sul sito internet o presso la sede della società. Diverso risulta essere il termine per le società quotate, disciplinate dal T.U.F., che è diminuito a quindici giorni dalla pubblicazione dell'offerta azionaria.

Lo scenario normativo cambia se le azioni rimangono inoprate. In particolare:

- a) Per le sole azioni non quotate, sussiste un diritto di prelazione in capo agli esercenti del diritto d'opzione sempre che ne facciano richiesta al momento dell'esercizio dell'opzione.
- b) Se le azioni sono quotate, gli amministratori hanno il dovere di offrire i diritti di opzione sul mercato regolamentato, per almeno cinque riunioni, e il ricavato va ad incrementare il patrimonio sociale³⁵.
- c) Infine, se le due ipotesi sopra elencate non hanno successo, solo in tal caso le azioni di nuova emissione potranno essere collocate senza impedimenti.

Il quadro normativo prevede anche l'esclusione del diritto di opzione il quale può essere in tutto o in parte limitabile in presenza di situazioni oggettive che rispondono ad un fondato interesse della società. Analizzando i singoli casi di esclusione è possibile rilevare quanto segue.

³⁵ BUONOCORE V., *op. cit.*

- a) Il diritto di opzione è escluso *ex lege* quando le azioni devono essere liberate mediante conferimenti in natura. In tal caso l'interesse alla base della società a ottenere tali beni da terzi è giudicato come preminente rispetto all'interesse individuale dei soci alla sottoscrizione dell'aumento.
- b) Il diritto di opzione può essere escluso o limitato con la delibera di aumento del capitale *ex art. 2441 cod. civ. <<quando l'interesse della società lo esige>>*.
- c) Nelle società quotate, è rimessa all'autonomia statutaria la facoltà di escludere il diritto di opzione nel limite del 10% del capitale preesistente, purché il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni, e ciò sia confermato da apposita relazione di un revisore legale o di una società di revisione.
- d) La delibera dell'assemblea straordinaria può escludere il diritto d'opzione nel caso in cui le azioni vengano sottoscritte dai dipendenti della società, o di società controllanti o controllate.

Non è prevista l'esclusione o la limitazione del diritto di opzione se le azioni di nuova emissione vengono sottoscritte da banche o da altri intermediari finanziari, con l'obbligo di offrirle successivamente agli azionisti rispettando la disciplina del diritto di opzione³⁶.

2.5) Il valore teorico del diritto di opzione

Analizzando lo scenario economico-finanziario italiano, agli azionisti di una società che esegue un aumento di capitale viene offerto, solitamente, un diritto d'opzione per ogni azione posseduta.

A titolo esemplificativo, l'azionista che è in possesso di dieci diritti di opzione ha la facoltà di esercitarli per acquistare dieci azioni di nuova emissione ad un prezzo stabilito, altrimenti può monetizzarli sul mercato o, *in extremis*, non utilizzarli. Occorre approfondire il particolare fenomeno osservabile in Borsa della progressiva diminuzione di prezzo del diritto sul titolo azionario in concomitanza ad un aumento di capitale.

Varie ricerche empiriche³⁷ italiane hanno studiato tale fenomeno da cui sono risultate alcune atipicità di cui si rende brevemente necessaria la descrizione.

In primis, nell'ultimo giorno di negoziazione dei diritti si rileva generalmente un valore di mercato più basso in confronto ai valori rilevati nei giorni precedenti e al valore teorico. Gli economisti ritengono

³⁶ Ex art. 2441 cod. civ. commi da 4 a 7.

³⁷ ZAMBRUNO G.M., "L'analisi quantitativa del mercato mobiliare italiano", pp. 17-23, Comitato Direttivo Agenti di Cambio, Borsa Valori di Milano, 1989.

che questa diminuzione dei prezzi dei diritti sia ricondotta all'operazione degli intermediari, che, nell'ipotesi in cui non abbiano ricevuto ordini dai destinatari dell'offerta, procedono alla vendita dei diritti nell'ultimo giorno di scambio. Inoltre, si è osservato che una delle principali cause dello scarto tra il valore di mercato e il valore teorico potrebbe essere la difficoltà del diritto d'opzione di trasformarsi in moneta in tempi brevi e in condizioni favorevoli (c.d. illiquidità del mercato dei diritti d'opzione)³⁸.

Altre ricerche condotte in tempi più recenti³⁹, invece, hanno imputato questo scarto a due cause:

- uno sconto rispetto al valore teorico, finalizzato a rendere più desideroso per gli investitori l'acquisto del diritto di opzione, risultante illiquido sul mercato;
- un premio, rispetto alla quotazione teorica, corrispondente al *time value* dell'opzione di esercizio del diritto.

Da quest'ultimo punto di vista il diritto di opzione può essere comparato ad un'opzione *call*⁴⁰ ed il suo valore teorico è pari al valore dell'opzione nell'ipotesi in cui venisse immediatamente esercitata. Il valore temporale (c.d. *time value*) di un'opzione è uguale al suo premio (il costo dell'opzione) meno il suo valore intrinseco (la differenza tra il prezzo di esercizio e il prezzo del sottostante). Di norma, più tempo rimane fino alla scadenza, maggiore è il valore temporale dell'opzione. Questo perché gli investitori sono disposti a pagare un premio più elevato per un contratto di durata più lunga poiché avrà più tempo a disposizione per diventare redditizio a causa di una mossa favorevole nel sottostante.

³⁸ GUALTIERI P., "Il valore del diritto di opzione di società quotate: notazioni tecniche e verifica di mercato", in Finanza Imprese e Mercati, dicembre 1991, n.3, pp. 323-346.

³⁹ BIGELLI M., "Gli aumenti di capitale nelle società quotate: un'analisi economico finanziaria", Giappichelli, Torino, 1996.

⁴⁰ Le opzioni sono contratti che conferiscono al possessore il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere l'attività sottostante a un prezzo di esercizio ("*strike price*") e ad (entro) una data specifica. L'opzione può essere esercitata in un qualsiasi momento prima della scadenza (opzione americana) o soltanto il giorno della scadenza (opzione europea). A fronte del pagamento al venditore di un premio: le opzioni *call* conferiscono all'acquirente il diritto di comprare l'attività sottostante al prezzo *strike*; le opzioni *put* conferiscono all'acquirente il diritto di vendere l'attività sottostante al prezzo *strike*.

3. I diversi metodi di emissione azionaria: *the key indicators*

3.1) Introduzione

È opportuno analizzare i fattori chiave che indirizzano la scelta delle imprese verso il metodo di emissione maggiormente adatto alle loro peculiarità e più idonea a conseguire gli obiettivi prefissati, dato che alcuni di questi fattori hanno influito nelle decisioni adottate dal legislatore in materia di emissione azionaria. Nello scenario italiano si nota come la modalità esclusiva per aumentare il capitale sociale è l'offerta in opzione agli azionisti esistenti, visto che l'obiettivo comune della maggior parte delle imprese presenti sul territorio è il mantenimento della quota di controllo. Lo studio dei fattori chiave permette, altresì, di capire a pieno i vantaggi derivanti dalla comparazione delle due tecniche di offerta di azioni predominanti e di svelare le contingenze in cui si possa preferire una modalità all'altra.

3.2) *The participation fee*

Il contrasto più rilevante fra le due modalità di emissione azionaria deriva dalla natura del diritto di opzione contrariamente da quanto avviene nell'offerta pubblica nella quale vi è un consorzio incaricato del collocamento delle azioni che provvede ad assegnarle sulla base della quantità domandata nel momento della sottoscrizione e, quindi, ripartendole solo nel caso in cui la domanda supera l'offerta. La Consob è intervenuta nella regolamentazione in materia di offerte pubbliche d'acquisto. Ai fini della realizzazione delle finalità della regolamentazione l'Autorità Amministrativa Indipendente ha tenuto conto delle specificità del mercato dei capitali italiano, caratterizzato dalla prevalenza di strutture proprietarie accentrate nelle quali il controllo è nelle mani di un unico azionista o di una coalizione di azionisti aderenti a un patto parasociale (rispettivamente, 66% e 20% dei casi a fine 2010). Assetti proprietari più "contendibili" sono propri di un ristretto numero di società in cui non è individuabile un azionista o una coalizione di controllo (circa 12% del totale delle società). In un mercato caratterizzato da elevata concentrazione proprietaria, i mutamenti degli assetti di controllo avvengono per lo più tramite trasferimenti amichevoli; più frequenti sono le operazioni di rafforzamento del controllo da parte dell'azionista di maggioranza, anche relativa, finalizzate al *delisting* della società. Ne deriva che le caratteristiche del mercato italiano in termini di scarsa contendibilità del controllo e le specificità dei problemi di agenzia che, in un contesto di strutture proprietarie accentrate, sorgono tra azionisti di

maggioranza e minoranza costituiscono quindi il punto focale per la regolazione delle offerte pubbliche di acquisto⁴¹.

Giova ricordare, a titolo di maggiore esaustività, come la tecnica dell'offerta in opzione sia funzionale da un lato a soddisfare la necessità dell'impresa di rinvenire nuovo *equity*, dall'altro ad evitare che le quote di partecipazione dei soci si diluiscano. D'altronde, la *ratio* del diritto di opzione risponde alla tradizionale funzione conservativa, ovvero la protezione degli azionisti contro i cambiamenti indesiderati nell'equilibrio del potere e la diffida di coloro che ritengono necessario il cambiamento.

3.3) La scelta del prezzo di emissione

All'interno di un'emissione offerta in opzione si assiste ad una irrilevanza del prezzo, dato che gli azionisti e gli investitori generalmente si scambiano azioni e diritti sul mercato con l'aspettativa di ricevere il giusto prezzo dall'incontro di domanda e offerta. In effetti, il prezzo di emissione non può influenzare le attività reali possedute dall'impresa. L'unico interesse per il management è di evitare che il prezzo di emissione non superi il prezzo di mercato, infatti di norma si assiste ad uno sconto sul primo dei due prezzi. Questo rischio può essere anche evitato tramite un accordo *stand-by* con il sottoscrittore. Tali accordi tendono ad essere molto onerosi e quindi risulterebbe più conveniente fissare un prezzo di emissione sufficientemente basso onde evitare un eventuale fallimento dell'operazione⁴².

3.4) Costi e tempi di un'offerta pubblica

In letteratura economica risulta essere ampiamente documentata la reazione negativa che il mercato assume nei confronti di una nuova emissione azionaria⁴³.

⁴¹ Regolamento in materia di offerte pubbliche di acquisto: "Relazione illustrativa sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione", Consob, pp. 2-3.

⁴² Dal lato dell'offerta pubblica, la fissazione del prezzo è più sofisticata, perché, se il prezzo di emissione fosse notevolmente inferiore a quello di mercato, un qualsiasi investitore potrebbe trarne un profitto maggiore a discapito dei vecchi azionisti. A tal fine, è consueto osservare come l'emissione avvenga con un prezzo incorporato di uno sconto del 5-10% rispetto al prezzo di mercato, a differenza dello sconto applicato al prezzo di emissione nella sottoscrizione privilegiata notevolmente più elevato (40-50%). BREALEY R., MYERS S., ALLEN F., SANDRI S., Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill Libri Italia, settima edizione, 2014.

⁴³ Per un approfondimento delle dinamiche in questione si veda: DENIS D. J., DENIS D. K. "Majority owner-managers and organizational efficiency", *Journal of Corporate Finance*, 1994, vol. 1, issue 1, pp. 91-118; LUCAS D. J., MCDONALD R. L., "Equity Issues and Stock Price Dynamics", *The Journal of the American Finance Association*, 1990.

All'interno delle diverse interpretazioni del fenomeno, la teoria dell'asimmetria informativa presenta una spiegazione basata sulla considerazione che una nuova emissione di azioni sia un monito di sopravvalutazione del prezzo cui il mercato quota, in quel particolare momento, le azioni della società emittente.

Il management, avendo a disposizione informazioni privilegiate sulla situazione economico-finanziaria della propria società, potrebbero approfittare di questa anomalia del mercato per reperire nuovi capitali ad un costo nettamente inferiore.

Un simile effetto negativo, che, ovviamente si riverbera sul prezzo delle azioni, implica, come conseguenza, un aumento del costo medio ponderato per la società⁴⁴, obbligandola a ricorrere a questa soluzione solo nel caso in cui le altre forme di finanziamento non siano attuabili, o quando queste ultime risultino più onerose.

Inoltre, va considerato che l'*iter* da seguire sino alla conclusione di un'emissione azionaria è di prassi tutt'altro che rapido⁴⁵ e implica ingenti costi dovuti sia alle *fees* richieste dalle società di consulenza e dalle banche di investimento coinvolte nell'operazione, che agli ulteriori oneri informativi previsti dalla normativa di vigilanza⁴⁶.

A quanto detto va aggiunto che Paesi che possiedono una disciplina sulla trasparenza societaria ed obblighi informativi più elevati a carico delle società, contribuiscono alla creazione di un mercato del capitale di rischio maggiormente efficiente, con benefici diretti in termini di riduzione del rischio. Analizzando la disciplina statunitense, si osserva come il prezzo di emissione viene fissato a ridosso dell'offerta approfittando delle condizioni favorevoli di mercato. Altresì, la tecnica adottata per le offerte pubbliche statunitensi è la *shelf registration* data la sua flessibilità e tempistiche ridotte. Al contrario, nella disciplina si stabilisce e si diffonde il prezzo molto tempo prima dell'offerta in opzione, visto che gli azionisti hanno a disposizione il tempo per esercitare il loro diritto.

⁴⁴ Per un approfondimento sul tema si veda ROSS S. A., WESTERFIELD R., JAFFE J. F., "Corporate Finance", McGraw-Hill/Irwin, 2009.

⁴⁵ Il processo che porta all'emissione azionaria è un'operazione piuttosto lunga, in quanto richiede l'effettuazione di una sequenza di attività parzialmente in linea tra loro.

⁴⁶ Nel nostro Paese sono previsti discipline specifiche per le società che svolgono attività bancaria, ovvero finanziaria, le quali devono attenersi a quanto previsto dal D.lgs. 1 settembre 1993, n. 385 recante "Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia" (TUB) e dal D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, recante "Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria" (TUF).

3.5) Gli aumenti di capitale in Italia e negli Stati Uniti, normative e reazioni del mercato a confronto

Le due principali forme di emissione pubblica di titoli azionari, ovvero l'offerta pubblica di vendita a tutti gli investitori e la sottoscrizione privilegiata agli azionisti già esistenti, presentano una differenza sostanziale. Nella prima, risulta essere importante il prezzo di emissione in quanto nell'ipotesi in cui la società procedesse alla vendita delle azioni a un prezzo inferiore rispetto a quello di mercato, l'investitore ne trarrebbe profitto a danno degli azionisti già esistenti. Tale rischio, che scaturisce dalla sottovalutazione del prezzo del titolo azionario, risulta essere maggiore nella fase delle prime emissioni di azioni sul mercato, dato che, in tal caso, la sottoscrizione privilegiata non risulta essere un'alternativa realizzabile.

Un contributo fondamentale per la comparazione delle due tecniche di emissione dei nuovi titoli è stato dato da Hansen⁴⁷ e Pinkerton, contributo ispirato al c.d. *survivor principle* (il c.d. principio del sopravvissuto), in virtù del quale le forme contrattuali efficienti dovrebbero durare nel tempo, mentre quelle inefficienti dovrebbero, prima o poi, scomparire dal mercato; pertanto, la contemporanea presenza sul mercato di diverse tecniche di emissione dei titoli azionari implica non solo l'efficienza di entrambe ma anche l'esistenza di un ipotetico vantaggio che dovrebbe essere comparato soprattutto dal lato dei costi di emissione (c.d. *comparative cost hypothesis*). Inoltre, i due studiosi hanno osservato e analizzato la quota azionaria detenuta dal Consiglio di Amministrazione o da un singolo azionista esterno, su un campione di 54 aumenti di capitale offerti in opzione, nel periodo 1971-1979 e dai risultati ottenuti è emerso che i costi di un'offerta in opzione dovrebbero diminuire sia all'aumentare della dimensione dell'operazione sia al crescere della concentrazione azionaria.

In definitiva, la scelta di emettere nuovi titoli attraverso una sottoscrizione privilegiata, piuttosto che mediante offerta pubblica, sarebbe giustificata dal fatto che solo la prima risulta essere meno onerosa nei casi in cui la dimensione sia considerevole e l'assetto proprietario sia concentrato. D'altronde giova sottolineare come sia la tecnica più diffusa in Paesi come l'Italia in cui le imprese sono possedute da famiglie con quote azionarie rilevanti⁴⁸.

⁴⁷ Cfr. HANSEN R.S. "The Demise of the Rights Issue", in *The Review of Financial Studies*, n. 1, pp. 289-310, 1988.

⁴⁸ Cfr. Regolamento in materia di offerte pubbliche di acquisto: "Relazione illustrativa sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione", Consob, pp. 2-3. Op. cit.

Precisato quanto precede e passando alla analisi delle possibili reazioni del mercato all'emissione azionaria, occorre prendere in considerazione uno studio⁴⁹ condotto da Cornett e Tehranian su un campione di operazioni poste in essere da banche commerciali. Alcune di queste erano involontarie⁵⁰, vale a dire prescritte dall'autorità di vigilanza bancaria per adeguarsi ai requisiti minimi del patrimonio di vigilanza, le restanti erano emissioni volontarie di azioni con il fine di reperire capitale per diversi obiettivi societari. Da qui, lo studio ha evidenziato che le emissioni involontarie hanno portato a una diminuzione del prezzo delle azioni notevolmente inferiore rispetto quella causata dalle emissioni volontarie⁵¹. Pertanto, se l'emissione risulta essere al di fuori della discrezionalità del management, il suo annuncio non comunica alcuna informazione circa la loro opinione sulle prospettive dell'impresa.

Analizzando il contesto istituzionale in cui un aumento di capitale viene posto in essere emergono sostanziali differenze a seconda che si consideri lo scenario statunitense o italiano. Nel primo caso, le condizioni tipiche sottostanti ad una ricapitalizzazione statunitense costituiscono un problema di selezione avversa (c.d. *adverse selection*), analizzato nel lavoro di Myers e Majluf⁵². Infatti, l'assetto proprietario delle società statunitensi è tipico del modello della *public company*. Per rendere appetibili i nuovi titoli azionari, il loro prezzo di emissione viene fissato circa pari al prezzo di mercato comprensivo di uno sconto modesto (generalmente 0,5-1%). Il management è disincentivato ad acquistare le nuove azioni dati i costi di mancata diversificazione in cui incorrerebbero concentrando il proprio portafoglio nei titoli dell'impresa. Inoltre i manager sono generalmente obbligati a priori ad aumentare gli investimenti nel capitale societario dai piani di incentivo basati sulle opzioni (c.d. *stock option*). A tale contesto devono aggiungersi le probabili asimmetrie informative tra i manager (c.d. *insider*), i quali sono in possesso di maggiori informazioni rispetto agli investitori esterni (c.d. *outsider*).

Questi risultano essere i presupposti di un problema di *adverse selection*.

I manager, agendo negli interessi degli azionisti esistenti, devono decidere se procedere o meno all'aumento di capitale per finanziare un nuovo progetto di investimento. Infatti, venendo i nuovi titoli

⁴⁹ CORNETT M.M., TEHRANIAN H., "An Examination of Voluntary versus Involuntary Issuances by Commercial Banks", in *Journal of Financial Economics*, n. 35, pp. 99-122, 1994.

⁵⁰ Gli emittenti involontari hanno potuto scegliere di non procedere all'emissione e correre il rischio di non essere in grado di rispettare i vincoli al capitale posti dagli organi di vigilanza bancaria. Ciononostante, le banche che risultavano essere contrarie a correre tale rischio sono state poi quelle maggiormente coinvolte nell'emissione.

⁵¹ BREALEY r., MYERS S.C., ALLEN F., SANDRI S., op. cit.

⁵² MYERS S.C., MAJLUF N.S., "Corporate Financing When Firms Have Information That Investors Do Not Have", in *Journal of Financial Economics*, n. 13, pp. 187-222, 1984.

acquistati solo dai nuovi azionisti, un aumento di capitale, realizzato mediante offerta pubblica dei nuovi titoli al prezzo di mercato, comporta un passaggio di ricchezza dai nuovi azionisti ai vecchi azionisti, in caso di sopravvalutazione dei titoli.

Questa è la *ratio*, per cui appare più conveniente emettere nuove azioni specialmente quando le quotazioni borsistiche dei titoli risultano essere sopravvalutate, in quanto è proprio in tale ipotesi che si genera un fenomeno di selezione avversa⁵³.

Tale problema di selezione avversa è assente negli aumenti di capitale mediante sottoscrizione privilegiata. Uno studio empirico⁵⁴, infatti, rileva che i gruppi di controllo delle società italiane quotate tendono a partecipare pro quota alla sottoscrizione delle nuove azioni emesse, risultando così meno conveniente effettuare aumenti di capitale esclusivamente in presenza di una sopravvalutazione dei titoli. In ultima analisi, e a fini meramente esauritivi, giova evidenziare come sussista un altro elemento che contribuisce alla favorevole reazione del mercato durante un'offerta mediante sottoscrizione privilegiata, ossia il segnale implicito di aumento del *dividend yield* (*Quasi-split effect*).

⁵³ Le imprese che realizzano aumenti di capitale tendono a essere quelle con titoli sopravvalutati e gli investitori non sono in grado di distinguerle dalle imprese che intendono effettuare emissioni di titoli per finanziare validi progetti di investimento.

⁵⁴ BIGELLI M. e RINALDI D., "Aumenti di capitale combinati e trasferimenti di ricchezza fra diverse categorie di azionisti: una verifica empirica per il mercato italiano", in *Finanza, Imprese e Mercati*, n. 2. BREALEY r., MYERS S.C., ALLEN F., SANDRI S., op. cit.

4. Il caso UniCredit: la maxi ricapitalizzazione

4.1) Introduzione

Il sistema bancario europeo in seguito alla grande crisi economica del lontano 2009 si trova nuovamente in difficoltà vista la consistente presenza di crediti deteriorati all'interno dei bilanci dei principali istituti di credito. A tal proposito, in questo lavoro si vuole analizzare la strategia che il Gruppo UniCredit ha implementato per la gestione dei NPLs insita nel Piano Industriale 2016-2019. Questa strategia è tutt'ora in azione e sta dando i suoi primi frutti, inoltre può essere presa come riferimento per gli altri istituti bancari italiani in difficoltà, quale, ad esempio, Intesa San Paolo. La gestione delle sofferenze bancarie è il tema odierno della regolamentazione europea e nazionale e sono diversi gli attori coinvolti in tale normativa. Tale gestione avviene in modo differente a seconda delle risorse di cui dispone un istituto bancario e della composizione del proprio portafoglio crediti. Generalmente, l'operazione più consueta è la cessione di tali pacchetti di crediti non performanti presso società *ad hoc* di gestione e fondi di investimento, spesso stranieri. L'attività bancaria tradizionale è la concessione del credito dal privato alla grande impresa, se tale problematicità dei NPLs non venisse costantemente monitorata e risolta si comprometterebbe la crescita economica del nostro paese e dell'Eurozona. A tal fine, è opportuno descrivere brevemente la difficile situazione in cui versava il Gruppo UniCredit nel 2016 e le successive operazioni poste in essere dal *management* per il risanamento dell'attivo bancario e la riconquista della fiducia da parte del mercato.

UniCredit S.p.A. è tra i primi gruppi di credito italiani ed europei, secondo per capitalizzazione (34075.36 milioni di euro⁵⁵) in Italia. Dall'ultimo bilancio approvato (2016) risulta che il Gruppo ha subito una perdita di 11,8 miliardi di Euro dovuta al sostenimento di oneri non ricorrenti, i quali scaturiscono dall'iscrizione in bilancio di una enorme quantità di crediti deteriorati (*non performing loans*) considerati dalla nuova direttiva BCE altamente rischiosi per l'attività bancaria⁵⁶.

La copertura di questi crediti, risultati problematici, ha ridotto i coefficienti patrimoniali (*Cet1*) dell'istituto creditizio portandoli al di sotto dei limiti prudenziali (10,5 per cento per il *Cet1*) dettati dalla stessa BCE. UniCredit alla fine del 2016 ha rilevato un *Cet1* pari all'8 per cento, quindi due punti e mezzo percentuali al

⁵⁵ Dati aggiornati al 6 giugno 2017, da "Il Sole 24 Ore", Finanza e Mercati.

⁵⁶ BCE, "Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)", marzo 2017.

di sotto della soglia minima. Il Gruppo attribuisce a questo dato lo sfasamento temporale tra gli impatti negativi, derivanti dal piano strategico, e l'arrivo di nuove risorse con l'aumento di capitale e la cessione degli asset. La banca comunque ha posto l'obiettivo di avere un *Cet1* al di sopra del 12,5 per cento nel 2019.

Inoltre, dal Documento di Registrazione sull'aumento di capitale, depositato dal Gruppo in data 30 gennaio 2017 presso la CONSOB, sono emerse svalutazioni, pari a circa 1 miliardo di euro, derivanti principalmente da una maggiore svalutazione della quota nel fondo Atlante⁵⁷, da alcune partecipazioni e imposte differite, dovute a differenze temporali, e dai contributi straordinari al Fondo di Risoluzione⁵⁸.

Sulla base di quanto precedentemente espresso, si deve notare che qualora non ci fossero stati i suddetti oneri non ricorrenti il risultato del Gruppo sarebbe stato certamente positivo.

Alla fine di gennaio 2017, la BCE ha chiesto alla Banca di presentare una strategia in materia di NPL, supportata da un piano operativo efficace ad affrontare l'elevato livello di crediti divenuti difficilmente esigibili⁵⁹. Nel Documento di Registrazione sull'aumento di capitale, il Gruppo sottolinea come le operazioni poste alla base del Piano Strategico siano finalizzate a mitigare i profili di debolezza evidenziati dall'esito del *Supervisory Review and Evaluation Process* (SREP) 2016. Così UniCredit si è preparata all'aumento di capitale da 13 miliardi, il più grande mai realizzato a Piazza Affari, realizzatosi nel periodo tra il 6 febbraio e il 23 febbraio 2017.

Il presente lavoro è rivolto ad illustrare la situazione della compagine azionaria di UniCredit ante aumento di capitale e a evidenziarne i motivi alla base e gli effetti che sono scaturiti da questa operazione.

⁵⁷ Il Fondo Atlante è un fondo d'investimento alternativo formalmente privato gestito da Quaestio Capital Management Sgr, nato sotto stimolo del governo Italiano, con l'obiettivo di intervenire nelle crisi bancarie causate dalla presenza massiccia di crediti deteriorati. Il fondo è partecipato da 67 Istituzioni italiane ed estere, che includono banche, società di assicurazioni, Fondazioni bancarie e Cassa Depositi e Prestiti. Nello statuto, è stabilito che il 70% dei fondi verranno stanziati per sostenere la ricapitalizzazione delle banche italiane (entro il 26 giugno 2017) e il 30% per favorire la cessione delle sofferenze del sistema. Nel primo trimestre del 2017 UniCredit ha ridotto il valore della propria partecipazione del 79,7% passando così da 686 a 139 milioni di euro. Cfr. DAVI L., "Il fondo Atlante e la quota da svalutare", da "Il Sole 24Ore" del 1/02/2017.

⁵⁸ Il Fondo di Risoluzione (*Single Resolution Fund*, SRF) è un fondo unico per la risoluzione della crisi, cui tutte le banche appartenenti all'Unione Europea hanno iniziato a contribuire dal 2014, al fine di arrivare ad un ammontare target pari a 55 miliardi di euro.

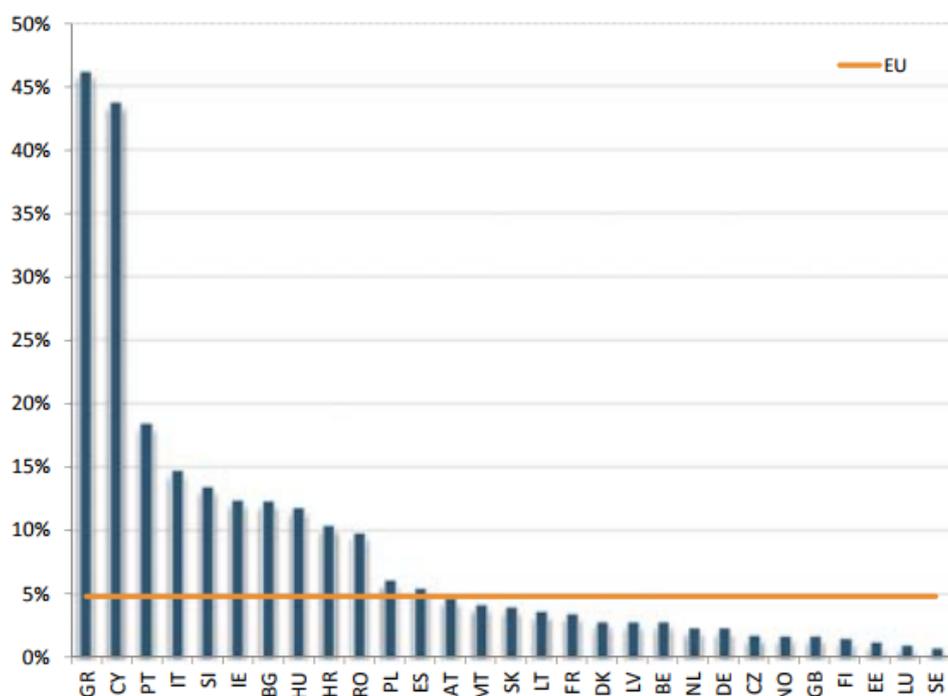
⁵⁹ SPINI F., "Unicredit, perdite da 12 miliardi. La Bce: ora un piano sulle sofferenze", La Stampa del 31/01/2017.

4.2) I fattori determinanti della ricapitalizzazione del Gruppo UniCredit: i crediti deteriorati

Il sistema bancario italiano detiene una quantità di NPL pari a 203,052 miliardi⁶⁰ e un *NPL ratio* circa pari al 15% ovvero superiore di circa 10 punti percentuali alla media europea, il che certamente non è un buon segno per la stabilità dell'economia del Paese.

Di seguito un grafico riportante la media europea dell'*NPL ratio* e le singole percentuali relative ai paesi dell'Unione Europea.

GRAFICO N° 4⁶¹ – “*Ratio of non-performing loans and advances (NPL ratio) – Country Dispersion – March 2017*”.



Si tratta di crediti per i quali la riscossione è incerta sia in termini di rispetto della scadenza che per ammontare dell'esposizione di capitale. Una svalutazione di un credito si concretizza in una perdita, ovvero in una diminuzione del patrimonio della banca. C'è infatti la necessità di liberarsi di questi crediti che richiedono accantonamenti di capitale sempre più consistenti che inficiano così sulla redditività degli istituti.

Le istituzioni finanziarie hanno successo finché i rischi che essi assumono sono prudenti e all'interno di parametri definiti di obiettivi del proprio portafoglio. Ciò significa che le politiche e le procedure adottate devono garantire che le esposizioni siano correttamente identificate, monitorate e controllate e che i prezzi di

⁶⁰ Banca d'Italia, "Banche e Moneta", febbraio 2017.

⁶¹ Grafico riportato dall'EBA, "Risk Dashboard, Data as of Q1 2017", p.10.

prestito, i termini e le altre garanzie contro la mancata esecuzione o la mancata presentazione siano commisurati con i livelli di rischio assunti dalle banche.

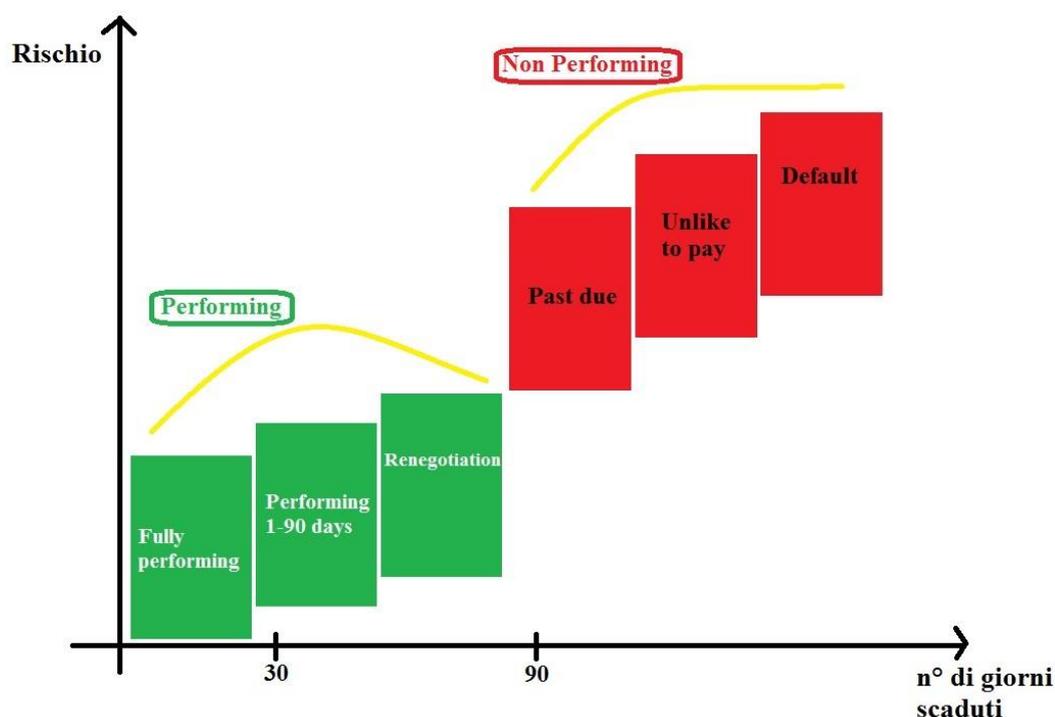
A seguito del *comprehensive assessment* effettuato dal sistema europeo di vigilanza bancaria in capo alla BCE, ossia la valutazione dello *status* degli attivi bancari dell'Eurozona, l'Autorità Bancaria Europea ha elaborato i c.d. *Implementing Technical Standard (ITS)* successivamente adottati dalla Commissione Europea con il regolamento UE n. 227/2015. Con l'attuazione di tale regolamento Banca d'Italia ha regolato la classificazione dei crediti deteriorati (*non performing*) introducendo così la nuova categoria dei crediti c.d. *forborne* (esposizioni oggetto di concessione quale può essere, a titolo esemplificativo, la riduzione del tasso d'interesse del finanziamento).

In seguito alle modifiche apportate alla “*Circolare 272 del 30 luglio 2008*” di Banca d'Italia, la nuova cornice delle attività finanziarie deteriorate comprende:

1. *Sofferenze*: il complesso delle esposizioni per cassa e fuori bilancio nei confronti di un soggetto in stato di insolvenza (anche non accertato giudizialmente), o in situazioni sostanzialmente equiparabili, indipendentemente dalle eventuali previsioni di perdita formulate dalla banca. Sono escluse le esposizioni la cui situazione di anomalia sia riconducibile a profili attinenti al rischio Paese.
2. *Inadempienze probabili* (“*unlikely to pay*”): la classificazione in tale categoria è, innanzitutto, il risultato del giudizio della banca circa l'improbabilità che, senza il ricorso ad azioni quali escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente (in linea capitale e/o interessi) alle sue obbligazioni creditizie. Tale valutazione operata in maniera indipendente dalla presenza di eventuali importi (o rate) scaduti e non pagati. Non è, pertanto, necessario attendere il sintomo esplicito di anomalia (il mancato rimborso) laddove sussistano elementi che implicano una situazione di rischio di inadempimento del debitore (ad esempio, una crisi del settore industriale in cui opera il debitore).
3. *Esposizioni scadute e/o sconfinati deteriorate*: esposizioni per cassa, diverse da quelle classificate tra le sofferenze o le inadempienze probabili, che, alla data di riferimento della segnalazione, sono scadute o sconfinanti.

Di seguito un grafico illustrativo della nuova classificazione dei crediti.

GRAFICO N° 5⁶² – “La nuova classificazione dei crediti di Banca d’Italia”.



Pertanto sono state abrogate le categorie degli incagli e delle esposizioni ristrutturate. La nuova categoria “*forborne exposure*” risulta essere trasversale sia alle attività *performing* che *non performing* e va a costituire un’informazione aggiuntiva delle singole esposizioni indipendentemente dal loro “stato di salute⁶³”. <<All’interno della predetta categoria rientrano le esposizioni oggetto di concessione accordate dalla banca, nella forma di rinegoziazioni degli originari termini contrattuali o di rifinanziamento totale o parziale del debito, al debitore che presenta o sta per presentare difficoltà finanziarie⁶⁴>>. Questa nuova classificazione dei *non performing loans* ha rilasciato alle banche un ulteriore strumento per consolidare il rapporto con i propri clienti e per contenere l’eventuale impatto drastico sul conto economico derivante dall’inadempienza dei propri debitori.

La gestione di queste attività non performanti rappresenta il principale quesito delle banche italiane e in particolare del Gruppo UniCredit. Le regolamentazioni finora poste in essere dalle autorità di vigilanza impattano sugli NPLs, i quali per loro stessa natura deteriorano il patrimonio di vigilanza, ovvero il capitale bancario. La cessione di tali crediti ad un prezzo ragionevole rappresenta la modalità migliore per ridurre le

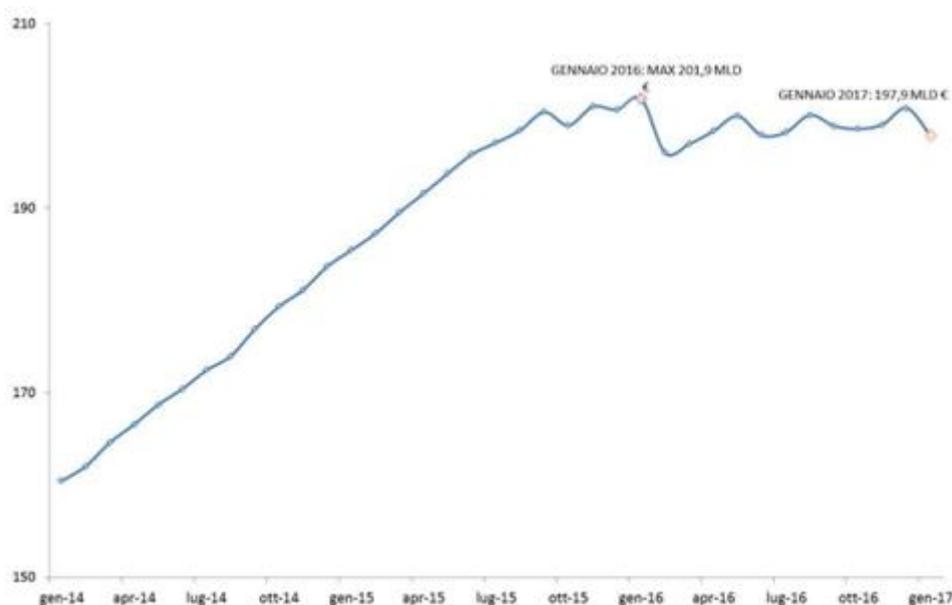
⁶² Elaborazione personale.

⁶³ Nella classificazione e successiva misurazione di tali crediti deteriorati, le banche dovrebbero tenere in considerazione quante e quali attività non performanti migrano verso una situazione creditizia peggiore (c.d. tasso di decadimento).

⁶⁴ Circolare Banca d’Italia n. 272/2008 – 7° aggiornamento del 20 gennaio 2015, Premessa.

attività ponderate per il rischio (RWA), e quindi per liberare capitale precedentemente stanziato per fini prudenziali. Questo tutt'ora avviene appositamente attraverso la creazione di società veicolo o di *factoring*, altresì attraverso la gestione “*in-house*”, ossia con la costituzione all'interno della banca di un reparto specializzato nella gestione di tali crediti problematici. Da uno studio condotto da Banca d'Italia⁶⁵, queste due modalità di gestione degli NPLs risultano differenti dal punto di vista del tasso effettivo di recupero del credito stesso. Tra il 2006 e il 2015 il *recovery rate* derivante dalle operazioni di cessione è stato del 23% a fronte del 43% della gestione c.d. “*in-house*”. Tuttavia, secondo uno studio effettuato dalla banca Ifis, il mercato degli NPLs è in forte crescita nel 2017 con un volume di operazioni stimato intorno ai 100 miliardi di euro rispetto ai 17.3 miliardi del 2016 e ai 19,1 miliardi del 2015⁶⁶. Visto che i volumi sono aumentati significativamente anche gli attori coinvolti si sono moltiplicati. Così si sono formate diverse piattaforme di gestione del credito dove avviene l'incontro tra domanda e offerta dei *bundles* di NPLs. L'utilizzo di tali piattaforme è incentivante per le banche visto che minimizzano i costi connessi al recupero delle sofferenze, quali ad esempio i costi connessi alle visure catastali, alle notifiche e al tempo impiegato dai dipendenti. Altresì, gli istituti di credito si stanno dotando di appropriati sistemi informatici per l'archiviazione e il continuo aggiornamento dei dati relativi ai clienti.

GRAFICO N° 6⁶⁷ – “Sofferenze lorde complessive del sistema bancario italiano 2014-2017”.



⁶⁵ CIOCCHETTA F., CONTI F. M., DE LUCA R., GUIDA I., RENDINA A., SANTINI G., Banca d'Italia, “*Il tasso di recupero delle sofferenze*”, Note di Stabilità Finanziaria e Vigilanza n. 7, gennaio 2017.

⁶⁶ VALENTINI P., “*Ifis, nel 2017 il mercato degli Npl sfonderà quota 100 mld*” da Milano Finanza del 15/09/2017.

⁶⁷ Dati tratti dalle statistiche di Banca d'Italia, espressi in miliardi di euro.

<<In Italia l'incidenza degli NPLs a livello lordo è del 21% circa, per la BCE il benchmark per essere considerata una banca ad alta incidenza di NPLs è il 7%. Ciononostante, nel 2017 sono previste cessioni per più di 60 miliardi di euro ma il volume complessivo rimane molto significativo e lontano dai benchmark europei considerati l'optimum a cui le banche italiane dovrebbero arrivare.⁶⁸>>

Dal "Documento di Registrazione" di UniCredit S.p.A. depositato presso CONSOB in data 30 gennaio 2017 emergono dati importanti riguardanti l'ammontare dei crediti e la qualità degli stessi: al 30 settembre 2016 i crediti netti verso la clientela si sono attestati a Euro 481 miliardi (pari al 54,9% dell'attivo consolidato alla medesima data). All'interno dell'aggregato, gli impieghi non deteriorati (*performing*) verso la clientela si sono attestati a Euro 445 miliardi al netto delle relative svalutazioni e i crediti deteriorati (*non performing*) a Euro 36 miliardi, al netto delle relative svalutazioni, corrispondenti rispettivamente al 92,4% e al 7,6% dei crediti complessivi verso la clientela. Questi dati evidenziano come UniCredit rientra nei benchmark dettati dalla BCE per essere classificata come banca ad alta incidenza di NPLs.

4.3) Il Gruppo e il Piano Strategico 2016-2019: la gestione degli NPLs

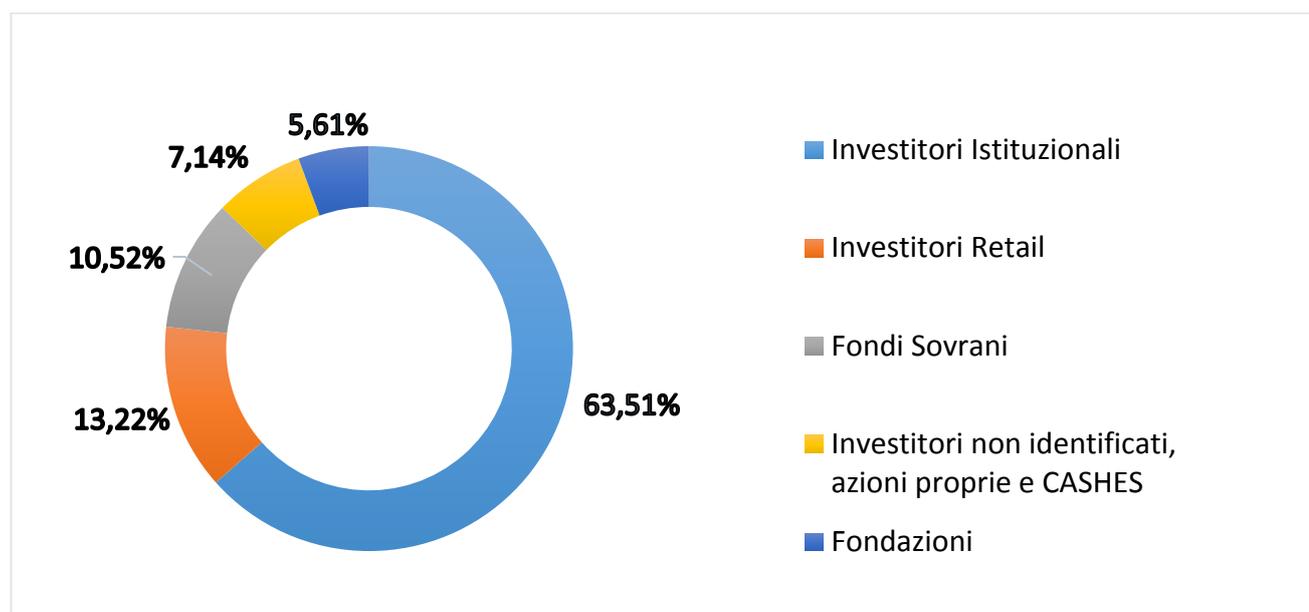
UniCredit è una banca commerciale paneuropea attiva, insieme alle proprie controllate, in 17 Paesi dell'Europa, con 137.505 dipendenti e 6.592 filiali.

In particolare, il Gruppo UniCredit ha un modello di business improntato su un *Corporate & Investment Banking*, un *Asset Management* e un *Asset Gathering*. Offre servizi bancari, finanziari, di investimento ed attività connesse e strumentali su scala globale; complessivamente vanta di una rete di oltre 25 milioni di clienti e risulta essere uno dei maggiori prestatori di denaro in Europa⁶⁹.

⁶⁸ MASENZA P., "Il mercato Italiano degli NPL: The Place To Be", PwC, luglio 2017.

⁶⁹ Con oltre 300 milioni di euro di prestiti emessi in Europa al 31 dicembre 2016 (Analisi interna basata sui bilanci di esercizio delle banche e sulle presentazioni al mercato).

GRAFICO N° 7⁷⁰ - “Composizione azionariato ante ricapitalizzazione, novembre 2016”.



L'aumento di capitale deliberato in data 12 gennaio 2017 dall'Assemblea Straordinaria dei Soci di UniCredit è stato il quarto in otto anni e risulta essere uno dei pilastri del piano strategico del Gruppo 2016-2019.

Dal Documento di Registrazione depositato in data 30 gennaio 2017 presso la CONSOB emerge il rischio connesso all'interruzione dell'attività bancaria in caso di fallimento totale o parziale dell'aumento di capitale, visto che erano e sono, tuttora, poste in essere operazioni di cessione di attività definite non performanti ma comunque contribuenti all'assorbimento di capitale.

Le Autorità di Vigilanza Competenti avrebbero potuto intervenire in modo invasivo nel funzionamento della banca ma, non essendosi verificato ciò, il Gruppo ha deciso di avviare la maxi ricapitalizzazione da 13 miliardi di euro contestuale ad una serie di azioni poste in essere dal piano strategico 2016-2017 (c.d. “*Trasform 2019*”).

Le principali azioni del Piano Strategico possono essere così elencate:

- il completamento di determinate operazioni straordinarie di cessione di attività (tra cui, in particolare, la cessione del Gruppo Pioneer Investments e di Bank Pekao), in aggiunta alle operazioni di cessione già completate⁷¹;

⁷⁰ Grafico tratto dal sito ufficiale di UniCredit Group. Composizione Azionariato aggiornata al 22 novembre 2016. Nasdaq Shareholders ID di febbraio 2017 e successivi "Modello 120A". Libro Soci e dati pubblici. Sodali Shareholders ID di marzo 2017. Nasdaq Shareholders ID di febbraio 2017.

⁷¹ In data 13 dicembre 2016, UniCredit S.p.A. ha annunciato di aver stipulato due accordi separati, uno con Fortress Investment Group e l'altro con PIMCO per trasferire i due portafogli di crediti in sofferenza a delle nuove società costituite e indipendenti in cui UniCredit manterrà una partecipazione di minoranza. Le operazioni di cessione comportano il trasferimento di crediti lordi per

- il miglioramento della qualità dell'attivo, attraverso il progetto "FINO" (*Failure is not a option*) (avente ad oggetto la riduzione del portafoglio di crediti *non core* classificati a sofferenza attraverso un'operazione di mercato) e il progetto "PORTO" (ossia l'incremento del grado di copertura⁷² sulle sofferenze e inadempienze probabili del portafoglio crediti italiano);
- la riduzione significativa del numero di dipendenti e conseguentemente dei costi del personale e degli altri costi operativi.

Tali operazioni avranno come scopo quello di evitare che l'istituto bancario si affacci di nuovo sul mercato nei prossimi anni per reperire nuovo capitale. La Banca, pertanto, sulla base di quanto appena esposto, e, quindi, fino al 2019, sarà soggetta a un processo di trasformazione finalizzato sia a far cogliere tutte le opportunità future, sia a conseguire una redditività a lungo termine.

A titolo esemplificativo, nel processo di trasformazione della Banca, si consideri di seguito una tabella riportante la diminuzione in percentuale dei dipendenti (FTE) e degli sportelli tra il terzo trimestre del 2015 e il primo trimestre del 2017.

TABELLA N° 3⁷³ – "Il taglio del numero dei dipendenti e degli sportelli di UniCredit S.p.A. dal terzo trimestre del 2015 al primo trimestre 2017".

Dati di struttura					
	3 trim 2015	1 trim 2016	1 trim 2017	Variazione % 2016 vs 2015	Variazione % 2017 vs 2016
Dipendenti (FTE)	126849	100139	96423	-21,06%	-3,71%
Sportelli	7055	6842	6137	-3,02%	-10,30%

un ammontare complessivo alla data del 30 giugno 2016 di 17,7 miliardi di euro. Si veda il comunicato stampa del 13 dicembre 2016, "UniCredit firma due accordi per la cessione di un portafoglio di crediti in sofferenza italiani di 17,7 mld di euro".

⁷² Il tasso di copertura è il rapporto tra le rettifiche di valore e l'ammontare lordo dei crediti deteriorati. In data 31 dicembre 2016, il c.d. *coverage ratio* del portafoglio di crediti deteriorati di UniCredit ammonta al 73,1% (incluso il progetto FINO, se invece escluso al 65,6%). Dati riportati nel Supplemento al Prospetto relativo all'emissione dei titoli offerti in opzione.

⁷³ Full Time Equivalent (FTE): personale conteggiato per le ore effettivamente lavorate e/o pagate dall'azienda presso cui presta servizio. Documento di Registrazione depositato da UniCredit S.p.A. presso la CONSOB in data 30 gennaio 2017. Dati di struttura aggiornati al 12 maggio 2017 riportati sul sito ufficiale del Gruppo UniCredit.

Deve essere esaminato, inoltre, un ulteriore fattore determinante relativo alla politica dei dividendi considerando dapprima quanto perseguito finora ed analizzando poi, più nello specifico, le eventuali azioni ad essa connessa in una prospettiva futura.

TABELLA N°4⁷⁴ – “La politica dei dividendi seguita negli anni 2013 -2014- 2015 da UniCredit S.p.A.”.

In relazione all'esercizio chiuso al 31 dicembre ...	Dividendo lordo per ciascuna azione ordinaria	Dividendo lordo per ciascuna azione di risparmio
2013	€0,10	€0,10
2014	€0,12	€1,065
2015	€0,12	€0,12

Il Gruppo ha deciso di non effettuare alcun pagamento di dividendi per il 2016, prevedendo, invece, nel Piano Strategico un *pay-out ratio*⁷⁵ del 20% nel periodo 2017-2019 e, sulla base dei risultati effettivi che verranno realizzati negli anni del piano, tale *pay-out ratio* potrà essere aumentato fino al 50%, ferma restando le necessarie delibere da parte delle relative Assemblee Ordinarie.

La distribuzione dei dividendi potrebbe, infatti, in futuro, essere limitata⁷⁶ o, addirittura, esclusa, dalla necessità di rispettare i requisiti di adeguatezza patrimoniale, statuiti dalle norme di legge e/o regolamentari applicabili alla Banca, imposti o dall'Autorità di Vigilanza o da successive eventuali modifiche alla normativa vigente dei Paesi in cui è attivo il Gruppo UniCredit.

Considerando la natura di UniCredit, quale società capogruppo, il *pay out ratio* è connesso ai dividendi e alle riserve corrisposti dalle società controllate e collegate e, quindi, risulta essere strutturalmente condizionato anche ai risultati economici conseguiti da queste ultime.

Passando ora ad esaminare il livello dei crediti deteriorati, definiti secondo la nuova classificazione introdotta dall'EBA, si riporta la seguente tabella, contenuta nel Documento di Registrazione del Gruppo UniCredit relativo all'aumento di capitale, all'interno della quale sono posti a confronto sia alcuni indici espressivi della

⁷⁴ Tabella adattata ai dati riportati sul sito ufficiale del Gruppo UniCredit.

⁷⁵ Il *Pay Out Ratio* è il complemento a uno della parte degli utili destinata all'autofinanziamento dell'impresa e quindi equivale alla parte di utili assegnata agli azionisti sotto forma di dividendi. Per quanto concerne UniCredit si precisa che il *pay-out ratio* è da calcolarsi sull'utile netto del Gruppo ridotto per il contributo straordinario delle Operazioni di Cessione di Attività.

⁷⁶ Si precisa, sul punto, che, nonostante risultino utili distribuibili, la BCE, con la Raccomandazione del 13 dicembre 2016, ha imposto a tutte le banche l'adozione di politiche di distribuzione dei dividendi basate su assunzioni, conservative e prudenti, che consentano di mantenere condizioni di adeguatezza patrimoniale coerenti con il complesso dei rischi assunti e idonee a garantire la copertura dei livelli di capitale interno calcolati nell'ambito dello SREP.

qualità dei crediti verso la clientela della banca sia i livelli medi di copertura delle varie categorie di crediti deteriorati, con i dati settoriali al 30 giugno 2016.

TABELLA N°5⁷⁷ – “L’incidenza dei crediti deteriorati del Gruppo UniCredit sui crediti lordi e netti e i relativi tassi di copertura”.

Incidenza sui crediti lordi	Al 30 Giugno 2016		
	Gruppo	Banche significative (1)(2)	Totale (1)(3)
Sofferenze	9,6%	10,7%	10,6%
Inadempienze probabili	4,5%	6,7%	6,5%
Esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate	0,4%	0,5%	0,5%
Crediti deteriorati	14,5%	17,9%	17,7%
Crediti non deteriorati	85,5%	82,1%	82,3%

Incidenza sui crediti netti	Al 30 Giugno 2016		
	Gruppo	Banche significative (1)(2)	Totale (1)(3)
Sofferenze	4,0%	4,8%	4,8%
Inadempienze probabili	3,2%	5,2%	5,1%
Esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate	0,3%	0,4%	0,5%
Crediti deteriorati	7,5%	10,5%	10,4%
Crediti non deteriorati	92,5%	89,6%	89,6%

Tassi di copertura	Al 30 Giugno 2016		
	Gruppo	Banche significative (1)(2)	Totale (1)(3)
Sofferenze	61,6%	58,8%	59,0%
Inadempienze probabili	34,8%	28,5%	28,3%
Esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate	27,4%	21,6%	17,7%
Crediti deteriorati	52,4%	46,6%	46,4%
Crediti non deteriorati	0,5%	0,6%	0,6%

(1) Fonte: Banca d’Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 2, novembre 2016.

(2) “Banche significative” indica le banche significative sono quelle vigilate direttamente dalla BCE.

(3) “Totale” comprende anche le filiazioni di banche estere che non sono classificate né come significative italiane né come “meno significative italiane” (i.e. quelle vigilate dalla Banca d’Italia in stretta collaborazione con la BCE) e rappresentano circa il 9 per cento del totale dei crediti lordi verso la clientela. Sono escluse le filiali di banche estere.

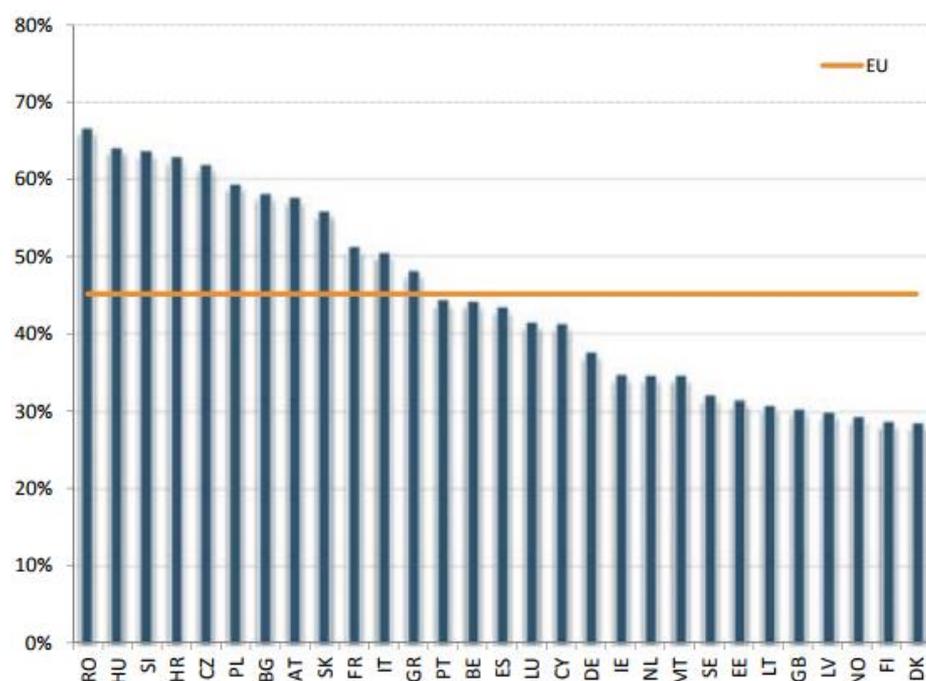
Come si può notare, il Gruppo ha una percentuale di crediti deteriorati minore in confronto a quella detenuta dalle c.d. *significant banks* e, inoltre, un tasso di copertura maggiore (52,4 per cento rispetto al 46,6 per cento di quest’ultime).

Eventuali scenari di stress economico-finanziario potrebbero provocare successivamente delle rettifiche sulla valutazione e la copertura dei suddetti crediti, per questo motivo le banche italiane e in particolare UniCredit

⁷⁷ Tabella riportata nel “Documento di Registrazione” relativa all’aumento di capitale di UniCredit. La fonte dei dati sulle banche significative è Banca d’Italia, “Rapporto sulla stabilità finanziaria”, n. 2, novembre 2016.

hanno proceduto ad aumentare il *coverage ratio* degli NPLs. A tal proposito, prendendo in esame il grafico proposto dall'EBA nel “*Risk Dashboard. Data as of Q1 2017*”, si evidenzia che il tasso di copertura medio dei crediti deteriorati per le banche dell'unione Europea ammonta circa al 45%. In Italia, il *coverage ratio* dei gruppi bancari italiani significativi è più elevato di circa cinque punti percentuali rispetto a quello delle principali banche europee.

GRAFICO N° 8⁷⁸ - “*Tasso di copertura dei crediti deteriorati e degli anticipi delle banche europee nel primo quadrimestre del 2017, dispersione per Paese*”.



4.4) Le peculiarità dell'aumento di capitale

L'Offerta, per un controvalore complessivo di massimi Euro 12.999.633.449,53, ha avuto ad oggetto massime n. 1.606.876.817 nuove azioni rivenienti dall'aumento di capitale. Le nuove azioni sono state offerte in opzione agli azionisti dell'emittente, al prezzo di offerta di €8,09 (incorporato di uno sconto del 38 per cento rispetto al prezzo teorico ex diritto), sulla base del rapporto di opzione di n. 13 nuove Azioni ogni n. 5 azioni ordinarie e/o di risparmio detenute.

Nella seguente tabella, riassuntiva dei dati rilevanti dell'emissione, si rileva che nel caso in cui gli azionisti non avessero esercitato il loro diritto di opzione, gli stessi avrebbero visto una diluizione massima della loro

⁷⁸ EBA, *Risk Dashboard. Data as of Q1 2017*, marzo 2017, p. 11. Il campione europeo è composto da 198 banche, di cui 15 italiane.

quota di un valore massimo, in termini percentuali, sul capitale sociale, pari al 72,22%. Questo dimostra come gli aumenti di capitale offerti in opzione vengano presentati sempre con prezzi di emissione inferiori a quelli di mercato.

TABELLA N° 6 – “Dati rilevanti dell’offerta in opzione di UniCredit S.p.A.”

Numero di Nuove Azioni offerte in opzione	massime n. 1.606.876.817 Nuove Azioni
Rapporto di opzione	n. 13 Nuove Azioni ogni n. 5 azioni ordinarie e/o di risparmio UniCredit detenute
Prezzo di Offerta	Euro 8,09
Controvalore totale dell’Aumento di Capitale	Euro 12.999.633.449,53
Numero di azioni dell’Emittente in circolazione alla Data della Nota di Sintesi di cui.	n. 618.034.306
- azioni ordinarie	n. 617.781.817
- azioni di risparmio	n. 252.489
Numero di azioni dell’Emittente in caso di integrale sottoscrizione dell’Aumento di Capitale in Opzione di cui.	n. 2.224.911.123
- azioni ordinarie	n. 2.224.658.634
- azioni di risparmio	n. 252.489
Capitale Sociale Ordinario di UniCredit Post Offerta	Euro 20.860.594.619,09
Capitale Sociale di UniCredit Post Offerta	Euro 20.862.962.205,11
Percentuale delle Nuove Azioni sul totale azioni emesse dell’Emittente in caso di integrale sottoscrizione dell’Aumento di Capitale in Opzione	72,22%

Lunedì 6 febbraio 2017 ha preso il via l’aumento. Il prezzo di chiusura di venerdì 3 febbraio 2017, pari a 26,16 euro, è stato rettificato a 13,11 euro. Di conseguenza, il prezzo iniziale dei diritti (10,59 euro) è stato fissato a 13,05 euro.

GRAFICO N° 9⁷⁹ – “Corso azionario del titolo UniCredit S.p.A. durante il periodo della ricapitalizzazione”.



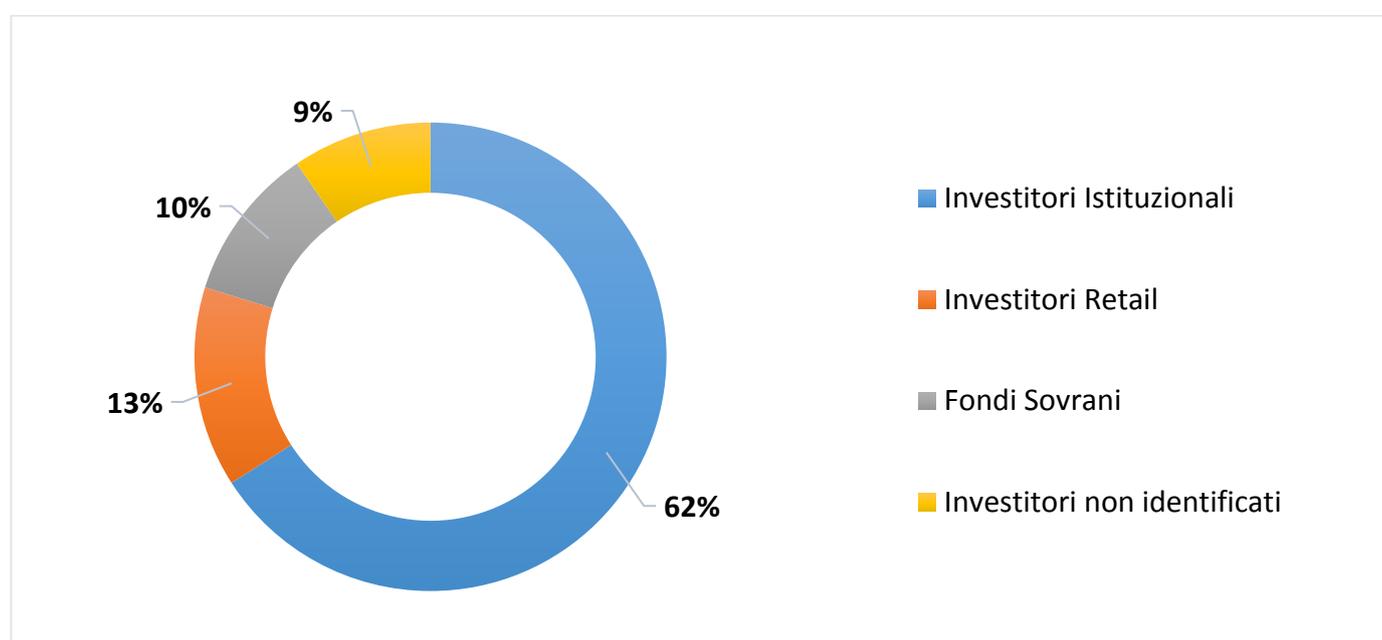
In Italia e Germania, i diritti di opzione sono stati esercitati, a pena di decadenza, dal 6 al 23 febbraio 2017, estremi inclusi. In Polonia invece tale periodo è stato dall’8 al 22 febbraio 2017.

⁷⁹ Grafico adattato da Teleborsa.

Il 23 febbraio 2017 l'aumento di capitale di UniCredit è terminato con successo data un'altissima adesione all'offerta (99,8 per cento). Il risultato è stato di 616.559.900 diritti di opzione esercitati e dunque di 1.603.055.740 nuove azioni sottoscritte. L'inoptato è risultato pari allo 0,2 per cento e i diritti non esercitati sono stati 1.469.645 relativi a 3.821.077 nuove azioni. Tali diritti sono stati successivamente offerti al mercato nelle sessioni di Borsa dal 27 febbraio al 3 marzo.

L'aumento è stato destinato a rivoluzionare la compagine sociale di UniCredit, riducendo ulteriormente il peso delle Fondazioni e rafforzando quello dei grandi fondi d'investimento.

GRAFICO N° 10⁸⁰ – “Composizione azionariato post ricapitalizzazione”.



Gli americani di Capital Research (6,7%) e gli arabi di Aabar (5,04%) avrebbero sottoscritto per intero le loro quote, secondo Bloomberg, che da sole valgono ormai quasi tre volte il peso delle Fondazioni, sceso tra il 4,5 e il 5%. Solo Crt e Cariverona, diluitesi entrambe all'1,8%, conservano un minimo di peso ma l'ente veronese ha già detto che intende mantenere il profilo dell'investitore istituzionale senza partecipare alla *governance*. Gli investitori *retail* hanno visto più del dimezzarsi della loro quota (a novembre il 28,8%, ora il 13%).

⁸⁰ Fonte dei dati: FERRANDO M., “La mappa del nuovo azionariato UniCredit: il 72% in mano a fondi esteri. Montezemolo lascia la vicepresidenza”, Il Sole 24 Ore del 20/04/2017.

In sostanza, l'aumento di capitale ha ricevuto un segnale positivo dal mercato dato dal riequilibrio economico-finanziario raggiunto dal Gruppo e contemporaneamente si è assistito ad una ricomposizione dell'azionariato derivata dalle cessioni delle partecipazioni sociali.

4.5) La risposta degli *stakeholders* dopo il successo dell'operazione

UniCredit S.p.A. ha ristabilito il primato a Piazza Affari della ricapitalizzazione più grande di sempre, d'altronde il record precedente era stato raggiunto dalla stessa banca nel 2012 con un aumento di capitale corrispondente a 7,5 miliardi di euro. Questa operazione ha consentito al Gruppo guidato dal ceo Jean Pierre Mustier di rafforzarsi patrimonialmente e di guardare con un'altra prospettiva le opportunità future di investimento. Con l'implementazione dei progetti "FINO" e "PORTO" sopra citati e le operazioni di cessione poste in essere, il *Cet1* dell'istituto bancario è passato dall'8% circa (ante ricapitalizzazione) all'attuale 11% circa, quindi oltre i limiti prudenziali dettati dalla BCE. Inoltre, secondo il piano strategico iniziato dalla banca nel 2016, il principale indicatore della qualità dell'asset del Gruppo (*Cet1*) salirà sino al 12,5%⁸¹, suscitando così ottimismo nei confronti degli *stakeholders*. I tassi di copertura del portafoglio crediti deteriorati sono stati aumentati al fine di implementare l'azione di *de-risking* dell'attivo bancario e, inoltre, è in fase embrionale un nuovo progetto di cessione di asset deteriorati (c.d. "Progetto Firenze") nel quale sono coinvolte le società di investimento precedentemente coinvolte nel progetto "FINO" ovvero Pimco e Fortress. Una volta giunto al termine, questo piano realizzerà una dismissione complessiva di crediti (per lo più chirografi ed ipotecari) dal valore nominale che si aggira tra 1 e 1,5 miliardi di euro. Tale operazione posta in essere tragherà il Gruppo verso una situazione patrimoniale qualitativamente più chiara.

A seguito di una ricerca condotta dalla società di consulenza Value Partners, il portafoglio crediti di UniCredit nel primo trimestre 2017 è risultato il più pulito del sistema bancario europeo. Di seguito due grafici illustrativi della consistenza del portafoglio crediti non performanti delle banche italiane più rilevanti nel primo trimestre 2017 e dei relativi indicatori della qualità del credito e della sua copertura nel caso di deterioramento.

⁸¹ PEVERARO S., "Unicredit, *Cet1* salirà all'11,15%" da Milano Finanza del 10/02/2017.

GRAFICO N° 11⁸² – “Struttura del portafoglio crediti non performanti delle banche italiane più rilevanti, 1° trimestre 2017”.

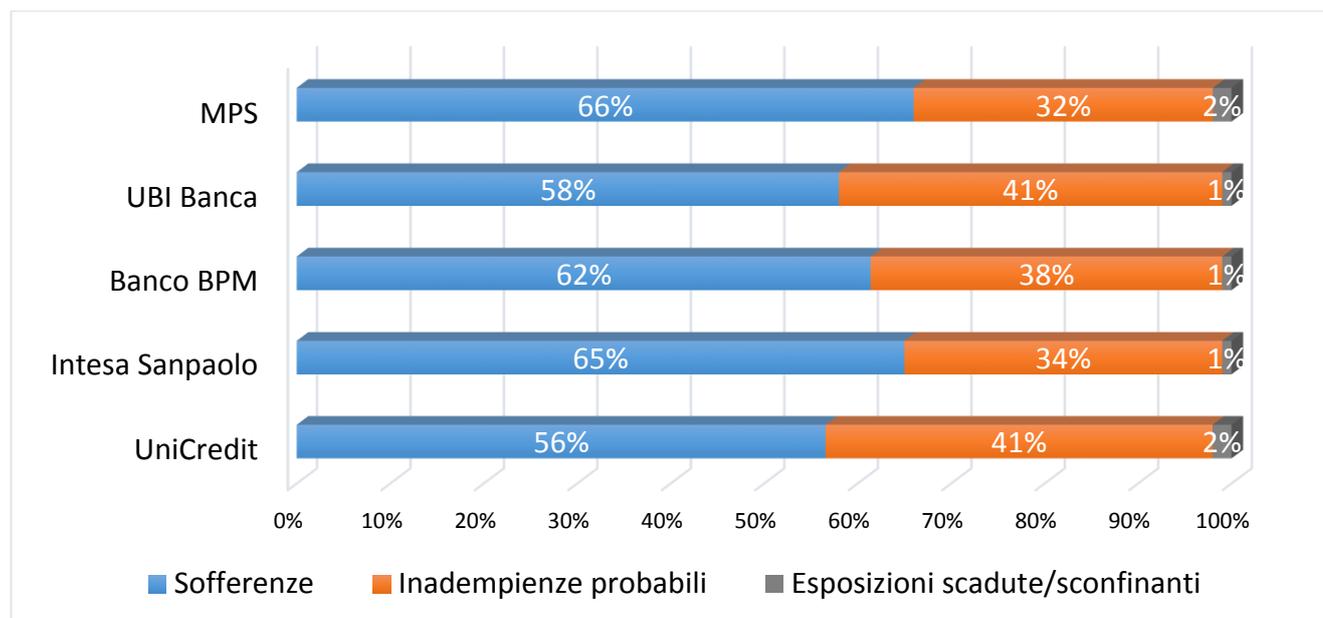
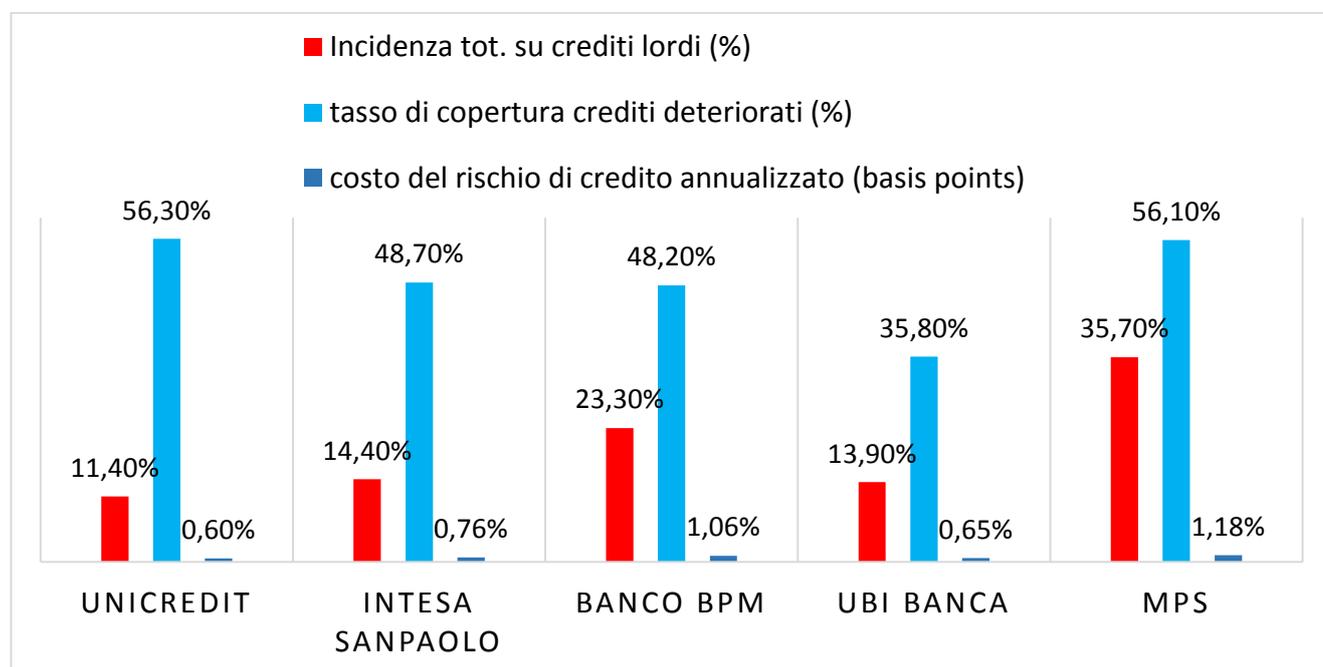


GRAFICO N° 12 - “Incidenza totale dei crediti deteriorati sui crediti lordi, tasso di copertura dei crediti deteriorati e costo del rischio di credito annualizzato degli istituti bancari italiani più rilevanti relativi al 1° trimestre 2017”.



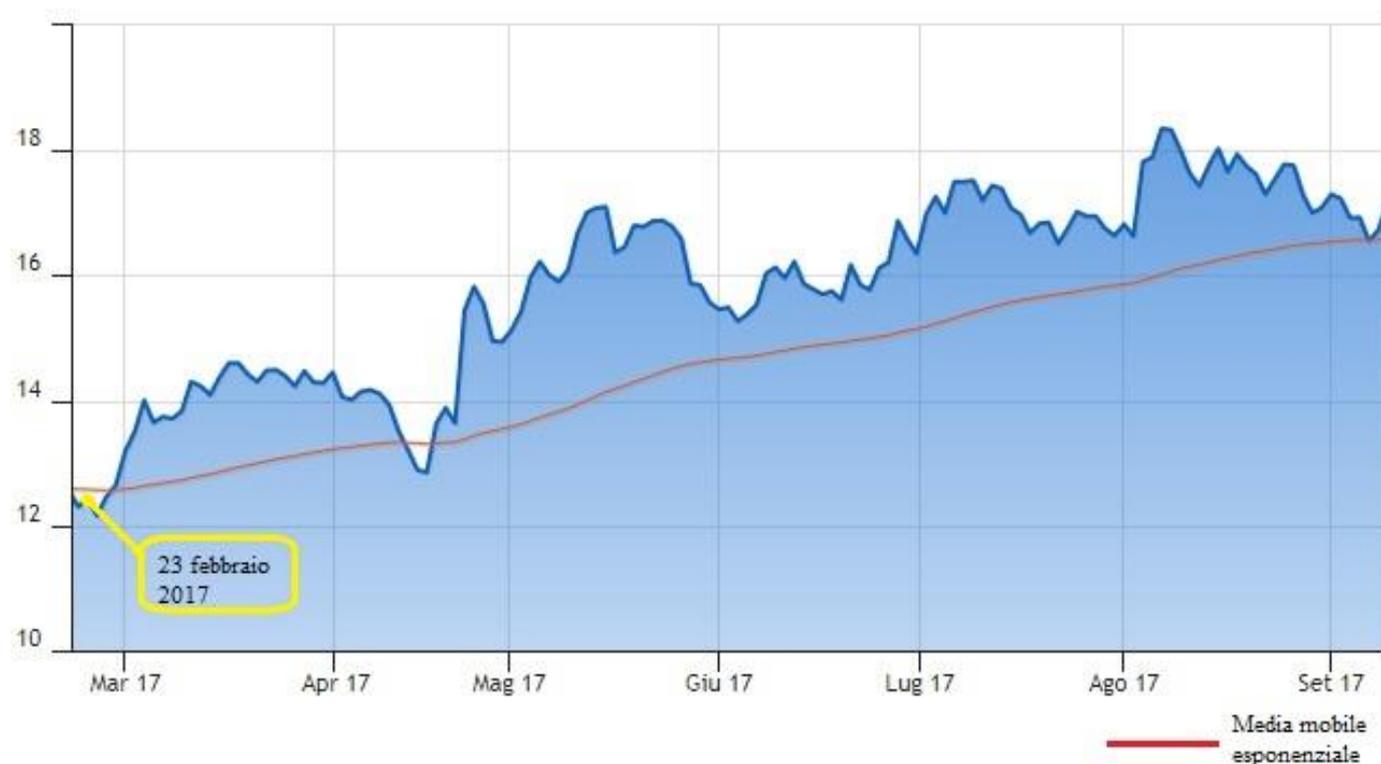
Dall’analisi dei due grafici sopra riportati si evince come il Gruppo UniCredit detiene *in primis* la percentuale minore di sofferenze che sono state ridotte in modo consistente dopo le operazioni del Piano Strategico posto in essere nel 2016. Inoltre, tali operazioni hanno diminuito l’incidenza degli NPLs sul totale dei crediti lordi

⁸² Grafici adattati dall’articolo di BONAFEDE A., GRECO A., Value Partners, “Npl, la riscossa di UniCredit ora ha il portafoglio più pulito del sistema”, Affare & Finanza, La Repubblica, luglio 2017.

portandola al di sotto delle percentuali degli altri istituti bancari italiani. Successivamente il Gruppo ha incrementato il tasso di copertura dei crediti non performanti al fine di detenere capitale a sufficienza nell'eventuale svalutazione degli stessi.

Dal giorno di chiusura dell'aumento di capitale (23 febbraio 2017) ad oggi l'andamento del titolo azionario di UniCredit S.p.A. è stato mediamente crescente.

GRAFICO N° 12⁸³ – “Andamento dell'azione di UniCredit S.p.A. (UCG) quotata sulla Borsa di Milano dal giorno di chiusura dell'operazione di ricapitalizzazione (23 febbraio 2017) fino a settembre 2017”.



Il 23 febbraio 2017 l'azione di UniCredit S.p.A. alla chiusura del mercato quotava €12,44. Il 23 settembre dello stesso anno, quindi sei mesi dopo, l'azione è quotata sul mercato a €17,81. L'incremento del prezzo dell'azione è stato circa pari al 43%. Questo risultato positivo è attribuibile in gran parte alle politiche di gestione degli NPLs finora attuate dal Gruppo, quindi dalla ristrutturazione dell'attivo bancario che si trasforma in un segnale di fiducia per il mercato borsistico. Il piano strategico “Trasform 2019” non è ancora giunto al termine ma a due anni dall'attuazione sta dando i suoi frutti in termini di fiducia da parte degli stakeholders nelle azioni proposte in seguito. Altresì, il modo con cui il Gruppo sta gestendo le sofferenze bancarie è divenuto linea guida per gli altri istituti di credito che presentano le stesse difficoltà finanziarie.

⁸³ Grafico adattato da Teleborsa.

Conclusioni

Il sistema bancario italiano ed europeo dovrebbe stimolare la crescita economica dell'Eurozona e dei singoli Paesi membri diffondendo un vento di fiducia nel mercato e nel pubblico dei risparmiatori. Attualmente, le banche si trovano a dover fare i conti con i vincoli di redditività e di capitale imposti dalle Autorità di Vigilanza Competenti risultanti restrittivi per l'attività tradizionale bancaria, la concessione del credito alle famiglie e alle imprese. La riduzione del livello degli NPLs dai bilanci è indispensabile per ripristinare la salute del settore bancario e sostenere la crescita del credito in Europa. Se così non fosse, l'elevata concentrazione di crediti non performanti restringerebbe l'offerta di credito limitando il capitale che potrebbe essere utilizzato per sostenere il prestito. D'altro canto, la presenza di bassi tassi di svalutazione impediscono la ristrutturazione aziendale necessaria e prolungano il sovraccarico del debito, restringendo così la domanda di credito. La via da seguire quindi è una sola, ossia ridurre il livello delle attività deteriorate ma non tutti i soggetti coinvolti la percorrono questa via allo stesso modo. Il Gruppo UniCredit ha dimostrato finora notevoli passi in avanti mediante le operazioni poste in essere e può permettersi di guardare al futuro da una posizione decisamente migliore rispetto agli altri istituti bancari. I parametri di solidità parlano chiaro, il Gruppo vanta di una posizione di piena solidità ma va detto che da solo non può trainare l'intero sistema bancario verso una situazione complessivamente migliore. I problemi strutturali comuni alla base del disfacimento delle sofferenze sono le riserve di capitale bancario limitate, l'eccessiva dipendenza dalle garanzie che il debitore dispone nei confronti della banca, la mancanza di incentivi fiscali per la svalutazione del credito, la presenza di una modesta base di investitori aventi capitale di rischio limitato, il costo elevato per la ristrutturazione del debito e, infine, un processo giudiziario, inerente la riscossione del credito, decisamente lungo ed inefficiente. A tal fine giova evidenziare come è indispensabile avviare delle procedure adeguate di ristrutturazione delle sofferenze tramite strumenti extra giudiziali, quali piattaforme di gestione del credito guidate da fondi di investimento costituiti *ad hoc*, l'avvalersi di accordi di rinegoziazione con il cliente al fine di ricondurre il credito in *re-performing* ossia trovando soluzioni di pagamento adeguate per entrambe le parti e, infine, l'utilizzo di società veicolo di cartolarizzazione. D'altro canto, il governo italiano tramite la legge di conversione del D.L. n. 50/2017 ha facilitato la vendita dei suddetti crediti tramite il rinnovamento della disciplina della cartolarizzazione, ovvero ampliando le funzioni delle società veicolo nella gestione degli NPLs agevolando così il governo delle garanzie

disposte dal debitore ceduto. In aggiunta, la banca dovrebbe cercare di minimizzare le asimmetrie informative che vi sono nel mercato degli NPLs per facilitare il processo di cessione e quindi dotarsi di *database* specifici per ogni portafoglio creditizio al fine di diffondere documenti informativi appropriati a tutti gli investitori, visto che questi ultimi giocano un ruolo fondamentale nella determinazione del prezzo. Le strategie adottate da ogni intermediario inoltre dovrebbero avere un orizzonte temporale ben definito (almeno un anno) a tal fine di poterle monitorare e revisionarle per il conseguimento di risultati concreti in termini di riqualificazione dell'attivo bancario. Ove non sia possibile implementare tali strategie, o nel caso in cui le banche non vogliano attuare politiche troppo invasive nei confronti dei loro clienti per non compromettere i rapporti commerciali e la loro immagine sul mercato, gli istituti di credito dovrebbero affacciarsi sul mercato per reperire nuovo capitale di rischio a tal fine di aumentare le garanzie a tutela degli *stakeholders*, riequilibrare la situazione patrimoniale attuando le opportune svalutazioni dei crediti divenuti inesigibili, ovvero tutelando il circuito dei clienti diffondendo così un vento di fiducia sull'indotto industriale. Questa problematica attuale, una volta superata, darà un contributo significativo alle successive politiche di credito adottate dalle banche attraverso un'analisi più acuta dei prenditori di denaro a tal fine di avere un maggior *standing* creditizio e quindi una maggiore spinta all'intera economia del paese.

BIBLIOGRAFIA

- AWWAD A. A., “Il problema del diritto di opzione nelle società quotate”, EDUCatt, 2012.
- BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, “*Principi fondamentali per un’efficace vigilanza bancaria*”, settembre 2012.
- BANCA D’ITALIA, Circolare 272 del 30 luglio 2008 - 7° aggiornamento del 20 gennaio 2015.
- BANCA D’ITALIA, Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari, Circolare n. 288 del 3 aprile 2015.
- BANCA D’ITALIA, Circolare n. 263 del 27 dicembre 2016.
- BANCA D’ITALIA, “Banche e Moneta”, febbraio 2017.
- BANCA D’ITALIA, *Liquidity Risk Management*, “Documento di consultazione integrativo del Documento di Basilea su *International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring*”, giugno 2010.
- BANCA D’ITALIA, “Rapporto sulla stabilità finanziaria”, n. 2, novembre 2016.
- BANCA D’ITALIA, “Rapporto sulla stabilità finanziaria”, aprile 2017.
- BCE, “Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)”, marzo 2017.
- BIGELLI M., “Gli aumenti di capitale nelle società quotate: un’analisi economico finanziaria”, Giappichelli, Torino, 1996.
- BIGELLI M. e RINALDI D., “Aumenti di capitale combinati e trasferimenti di ricchezza fra diverse categorie di azionisti: una verifica empirica per il mercato italiano”, in *Finanza, Imprese e Mercati*, n. 2.
- BREALEY R., MYERS S., ALLEN F., SANDRI S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill Libri Italia, settima edizione, 2014.
- BUONOCORE V., *Manuale di diritto commerciale*, Giappichelli Editore, XIII edizione.
- CAMERA DEI DEPUTATI, XVI Legislatura, Dossier di documentazione, Ufficio Rapporti con l’Unione Europea, “Requisiti patrimoniali delle banche e delle imprese di investimento”, gennaio 2012.
- CAMPOBASSO G.F.: *Diritto commerciale*, UTET, Torino, volume II: 2015.
- CIOCCHETTA F., CONTI F. M., DE LUCA R., GUIDA I., RENDINA A., SANTINI G., Banca d’Italia, “Il tasso di recupero delle sofferenze”, *Note di Stabilità Finanziaria e Vigilanza* n. 7, gennaio 2017.
- COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, “Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari”, dicembre 2010.
- CONSOB, C. DI NOIA E L. PIATTI, *Quaderni di Finanza*, “Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano”, n. 30, settembre 1998.
- CONSOB, Regolamento in materia di offerte pubbliche di acquisto: “Relazione illustrativa sull’attività di analisi d’impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione”.
- CONSOB, “Relazione annuale per il 2016”, Roma, marzo 2017.
- CORNETT M.M., TEHRANIAN H., “*An Examination of Voluntary versus Involuntary Issuances by Commercial Banks*”, in *Journal of Financial Economics*, n. 35, pp. 99-122, 1994.

DENIS D. J., DENIS D. K. “Majority owner-managers and organizational efficiency”, *Journal of Corporate Finance*, 1994, vol. 1, issue 1, pages 91-118.

EBA, *Risk Dashboard. Data as of Q1 2017*, marzo 2017.

GLANTZ M., “*Managing Bank Risk: An Introduction to Broad-Base Credit Engineering*”, Academic Press, 2002.

GUALTIERI P., “Il valore del diritto di opzione di società quotate: notazioni tecniche e verifica di mercato”, in *Finanza Imprese e Mercati*, dicembre 1991, n.3, pp. 323-346.

HANSEN R.S. “*The Demise of the Rights Issue*”, in *The Review of Financial Studies*, n. 1, pp. 289-310, 1988.

LUCAS D. J., MCDONALD R. L., “*Equity Issues and Stock Price Dynamics*”, *The Journal of the American Finance Association*, 1990.

MASENZA P., “Il mercato Italiano degli NPL: The Place To Be”, PwC, luglio 2017.

MYERS S., MAJLUF N., “*Corporate Financing and Investment decisions when Firms have information Investors do not have*”, *Journal of Financial Economics*, n.13, 1984.

ROSS S. A., WESTERFIELD R., JAFFE J. F., “*Corporate Finance*”, McGraw-Hill/Irwin, 2009.

TESTO UNICO BANCARIO (TUB), D. Lgs. 1° settembre 1993, n. 385, versione aggiornata al D. Lgs. 14 novembre 2016, n. 223.

TESTO UNICO DELLE DISPOSIZIONI IN MATERIA DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA (TUF), D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

UNICREDIT S.p.A., Documento di Registrazione” depositato presso CONSOB in data 30 gennaio 2017.

UNICREDIT S.p.A., Supplemento al Prospetto relativo all’emissione dei titoli offerti in opzione.

ZAMBRUNO G.M., “L’analisi quantitativa del mercato mobiliare italiano”, pp. 17-23, Comitato Direttivo Agenti di Cambio, Borsa Valori di Milano, 1989.

SITOGRAFIA

BONAFEDE A., GRECO A., Value Partners, “*Npl, la riscossa di UniCredit ora ha il portafoglio più pulito del sistema*”, *Affare & Finanza*, La Repubblica, luglio 2017.

DAVI L., “*Il fondo Atlante e la quota da svalutare*”, da “*Il Sole 24Ore*” del 1/02/2017.

FERRANDO M., “*La mappa del nuovo azionariato UniCredit: il 72% in mano a fondi esteri. Montezemolo lascia la vicepresidenza*”, *Il Sole 24 Ore* del 20/04/2017.

SPINI F., “*Unicredit, perdite da 12 miliardi. La Bce: ora un piano sulle sofferenze*”, *La Stampa* del 31/01/2017.

PEVERARO S., “*Unicredit, Cet1 salirà all’11,15%*” da *Milano Finanza* del 10/02/2017.

UNICREDIT S.p.A., comunicato stampa del 13 dicembre 2016, “*UniCredit firma due accordi per la cessione di un portafoglio di crediti in sofferenza italiani di 17,7 mld di euro*”.

VALENTINI P., “*Ifis, nel 2017 il mercato degli Npl sfonderà quota 100 mld*” da *Milano Finanza* del 15/09/2017.