



Dipartimento di IMPRESA E MANAGEMENT

Cattedra di ECONOMIA DEI MERCATI E DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

**Sull'applicabilità delle metodologie di
valutazione d'azienda alle banche centrali:
il caso Banca d'Italia**

RELATORE

Daniele Previtali

CANDIDATO

Federica Guiducci

Matr. n. 206751

*Ai miei genitori,
che con tanti sacrifici,
hanno permesso tutto questo.*

Sull'applicabilità delle metodologie di valutazione d'azienda alle banche centrali: il caso Banca d'Italia

INDICE:

| | |
|-------------------|---|
| INTRODUZIONE..... | 5 |
|-------------------|---|

CAPITOLO 1:

Trade-off tra proprietà pubblica e privata nelle banche centrali

| | |
|--|----|
| 1.1 Evoluzione delle banche centrali: dal carattere privatistico a quello pubblicistico..... | 7 |
| 1.2 Le banche centrali secondo una prospettiva privatistica: come creano valore? | 10 |
| 1.3 Il bilancio della Banca d'Italia: caratteristiche principali..... | 13 |
| 1.4 Partecipazione al capitale delle banche centrali: è possibile una privatizzazione? | 17 |
| 1.5 La Banca d'Italia: una banca privata non quotata..... | 20 |

CAPITOLO 2:

La rivalutazione del capitale della Banca d'Italia: l'aspetto legislativo

| | |
|---|----|
| 2.1 La legge IMU-Bankitalia: cosa si voleva risolvere? | 26 |
| 2.1.1 La concentrazione dei partecipanti al capitale della Banca..... | 26 |
| 2.1.2 Determinazione dei dividendi..... | 29 |
| 2.1.3 Il capitale sociale non più in linea con la reale situazione economica..... | 30 |
| 2.1.4 Ampliare la platea dei partecipanti al capitale della Banca d'Italia..... | 32 |
| 2.1.5 Sancire l'indipendenza della banca centrale dalle istituzioni sia pubbliche sia private..... | 33 |
| 2.2 Conseguenze sul bilancio dei partecipanti al capitale..... | 33 |
| 2.3 Conseguenze a livello fiscale: come la legge n. 5 del 2014 ha influito in termini di gettito..... | 38 |
| 2.4 Riacquisto delle proprie quote: la Banca d'Italia diventa un <i>market maker</i> | 42 |
| 2.5 Il parere della BCE: la normativa nella prospettiva Europea..... | 45 |
| 2.6 Le principali critiche: aiuti alle banche o aiuti allo stato? | 46 |

CAPITOLO 3

Luci e ombre sulla valutazione del capitale di una banca centrale: il caso italiano

| | |
|--|----|
| 3.1 Perché la Banca d'Italia aumenta il capitale azionario? | 48 |
| 3.2 La teoria alla base della rivalutazione: il Dividend Discount Model..... | 51 |
| 3.3 Il criterio di valutazione: il modello a due stadi. Osservazione e calcoli | 54 |
| 3.3.1 Il periodo esplicito: un calcolo indiretto | 55 |
| 3.3.2 Il <i>Terminal Value</i> | 58 |
| 3.3.3 Complessivo..... | 59 |
| 3.3.4 Analisi di sensitività..... | 60 |
| 3.4 Limiti qualitativi del modello..... | 61 |
| 3.5 Conclusioni..... | 65 |
| | |
| BIBLIOGRAFIA | 70 |
| SITOGRAFIA | 73 |

INTRODUZIONE

Nella società moderna, le banche centrali ricoprono un ruolo fondamentale nella gestione dell'economia reale influenzandola attraverso l'emissione o il ritiro di moneta. Per questo carattere di interesse comune gli istituti di emissione sono ad oggi visti come società pubbliche con l'obiettivo principale di indirizzare le decisioni di politica monetaria. Le banche centrali, però, anche se di forte connotazione pubblica, hanno molte caratteristiche tipiche delle società private rendendole quindi degli enti strutturati molto particolari che necessitano uno studio approfondito e tutt'altro che banale.

Il trade-off tra una visione privata e una pubblica degli istituti di emissione è sicuramente un tema centrale e molto delicato che ogni Paese deve affrontare per riuscire ad avere una gestione della politica monetaria indipendente e priva di alcuna influenza esterna. Nel mondo, d'altronde, esistono sia banche centrali di carattere pubblico, sia banche concepite come vere e proprie imprese private, tanto da essere quotate nei mercati regolamentati e non.

La quotazione in borsa di un istituto pubblico è sicuramente spunto per una riflessione più approfondita in merito alle caratteristiche che lo rendono possibile. La domanda che ci si pone, infatti, riguarda quale sia l'assetto migliore che una banca centrale possa avere al fine di tutelare al meglio l'indipendenza. Le banche centrali, per il delicato compito che svolgono, dovrebbero essere controllate dallo Stato e dunque sotto le influenze politiche? È immaginabile pensare a banche centrali private? Ed in questo caso, quale dovrebbero essere i metodi per la stima del loro valore intrinseco?

Sotto quest'ultimo aspetto, la dottrina finanziaria si è da sempre concentrata sulla valutazione delle attività delle imprese private e degli intermediari finanziari trascurando, sia per la singolarità sia per la difficoltà di individuazione delle attività che creano valore, le banche che operano come emittenti di moneta. Nonostante non esistano vere e proprie metodologie di valutazione per questi particolari enti, le peculiarità delle banche centrali hanno permesso comunque a cinque di esse di essere quotate e prezzate secondo le tecniche proposte dalla finanza.

Nel 2013, la necessità di avere un metodo di valutazione conforme alle caratteristiche delle banche centrali emerse tra le mura di Palazzo Koch, nell'ambito della decisione di un aumento del capitale azionario e di una radicale mutamento delle disposizioni previste in merito all'assetto dei partecipanti.

Con il decreto-legge n.133 del 30 novembre 2013 – convertito in legge nel gennaio del 2014 – si è dato il via ad una radicale trasformazione dell’assetto proprietario della Banca d’Italia, cercando di eliminare tutti i dubbi emersi negli anni, in particolare dopo la legge n. 262 del 28 dicembre 2005¹.

La Banca d’Italia, in quel periodo, aveva numerosi problemi pertinenti non solo alla proprietà del capitale azionario, ma anche alla politica dei dividendi, la concentrazione degli azionisti, al rinnovamento del valore del capitale sociale e per sottolineare l’indipendenza da qualsiasi forma di influenza in particolare quella privata, spesso oggetto di critiche dalla stampa. La riforma ha quindi avuto l’obiettivo di rispondere a queste problematiche, cercando di rendere più chiaro l’ordinamento e la struttura della proprietà della Banca.

Dal punto di vista puramente finanziario, sicuramente uno degli aspetti più interessanti della riforma riguarda la rivalutazione del valore del capitale azionario. Per la particolarità dell’argomento, il compito di determinare il valore della Banca d’Italia è stato affidato a un Comitato di esperti di alto livello nominati dalla Banca stessa.

Il metodo utilizzato è stato il Modello a Due Stadi, sviluppato sulla teoria del Dividend Discount Model, che in finanza è ampiamente utilizzato nella valutazione delle società private. D’altronde è bene notare che la banca centrale italiana è effettivamente un istituto pubblico ma con capitale sociale privato e caratterizzato da numerose peculiarità di una società privata, è quindi risultato automatico utilizzare un approccio vicino alla prassi finanziaria. Tale ragionamento, anche se teoricamente corretto, porta a riflettere che una banca centrale, seppur con caratteristiche affini a un’impresa, non può essere rapportata ad essa e valutata con la stessa meccanicità e privandosi invece di un approccio più pragmatico. Da questa osservazione, la domanda nasce spontanea: quali sono allora le metodologie che più si avvicinano alla stima del vero valore di una banca centrale?

¹ La legge n.262 del 2005, anche se mai attuata, ordinava il passaggio della proprietà della Banca d’Italia da istituti privati a istituti pubblici, a seguito dei famosi scandali di Bancopoli.

Capitolo 1

Trade-off tra proprietà pubblica e privata nelle banche centrali

1.1 EVOLUZIONE DELLE BANCHE CENTRALI: DAL CARATTERE PRIVATISTICO A QUELLO PUBBLICISTICO

Le banche centrali sono considerate come degli enti di emissione di diritto pubblico, indipendenti con grado diverso a seconda del Paese. Ad esse è concessa la gestione della valuta di uno Stato o di un gruppo di Stati, il controllo dell'offerta di moneta e quindi, in generale, il controllo della politica monetaria. L'attuale definizione di *banca centrale* è stata raggiunta attraverso diversi secoli, che hanno portato ad acquisire progressivamente delle diverse funzioni sempre più articolate, nonché a una connessione crescente con il sistema bancario e finanziario fungendo da “ponte” tra Stato ed economia.

Partendo dalle loro origini, le banche centrali sono nate dall'esigenza degli Stati di avere degli enti di supporto che potessero finanziare le loro politiche espansionistiche, in particolare le spese belliche, tramite l'emissione di banconote. Le banconote erano considerate come delle promesse di pagare al portatore un corrispettivo in moneta metallica e le banche erano, di norma, costituite come delle vere e proprie società private dove gli azionisti erano in parte lo Stato e in parte privati.

Prendendo come esempio la *Banca d'Inghilterra*, si può vedere come la concezione inizialmente privatista delle banche centrali si sia modificata, nel corso della storia, in una visione prettamente pubblicistica. La *Bank of England* fu costituita nel 1694 come istituto privato in cui il Re e la Regina dell'epoca erano due dei sottoscrittori del capitale. Lo scopo dello Statuto era quello di “*Promoting the good of the people of the United Kingdom by maintaining monetary and financial stability*”² e non concedeva alcuna posizione di privilegio rispetto alle altre banche, né di essere l'unico istituto legale per l'emissione di moneta, come invece sarebbe avvenuto in seguito. La Banca d'Inghilterra, infatti, svolgeva sia il compito di emissione di moneta che quello di prestare denaro al pubblico: aveva quindi, delle funzioni di normale attività bancaria.

Con il tempo, in particolare dopo la Grande Recessione del '29 e la Seconda Guerra Mondiale, la maggior parte delle banche centrali che si erano venute a creare – compresa la Bank of England – vennero nazionalizzate. Gli Stati ne acquisirono piena o parziale proprietà conferendo ai governi il potere di impartire

² Cfr. il sito ufficiale della Bank of England nella sezione storia: sito www.bankofengland.co.uk/about/history

direttive a scapito dell'indipendenza della politica monetaria, principio attualmente fondamentale per una banca centrale e ripreso appunto, durante gli scorsi anni Novanta.

Il principio dell'indipendenza della banca centrale venne per la prima volta discusso nel saggio “*Plans for the Establishment of a National Bank*” scritto nel 1824 da David Ricardo. L'autore, riferendosi alla Banca d'Inghilterra, affermava che le due funzioni contemporaneamente svolte da essa, cioè l'emissione di banconote come sostituto della moneta metallica e prestiti di denaro al pubblico, dovessero essere separate in due “corpi” distinti. Ricardo suppose che il privilegio di emettere moneta dovesse essere assegnato allo Stato, vincolandolo con gli stessi obblighi imposti alla BoE (pagare le banconote a vista e in natura): in questo modo, lo Stato non sarebbe stato più debitore della Banca e non avrebbe più dovuto pagarle interessi, mantenendo al contempo le stesse posizioni verso tutti gli altri soggetti privati.

Sulla scorta dell'idea di una banca centrale statale, Ricardo solleva però un problema fondamentale: se il potere di emissione di moneta non appartenesse ad un organo privato controllato dal governo, ma al governo stesso, questo potrebbe abusare del potere a lui concesso a causa dell'assenza di un'entità posta al di sopra che ne controlli l'operato. Per far fronte a tale inconveniente, elaborò delle soluzioni che delinearono *i tre pilastri dell'indipendenza* delle banche centrali:

1. ***Separazione istituzionale tra il potere di emettere denaro e il potere di utilizzarlo:*** in questo primo pilastro si analizza come un istituto di emissione debba essere composto. I commissari della banca centrale dovrebbero essere diversi rispetto ai ministri del Parlamento: per garantire l'indipendenza, i ministri devono avere il potere di eleggerli, ma non quello di rimuoverli una volta legittimati. La proposta, inoltre, intendeva impedire ogni rapporto tra commissari e ministri, vietando ogni specie di transazione monetaria tra di loro.
2. ***Divieto del finanziamento monetario del bilancio dello Stato:*** l'organo emittente moneta non può effettuare transazioni dirette con il governo, tanto per il prestito quanto per l'acquisto diretto di titoli pubblici. Esso potrà, solo nel mercato aperto, effettuare transazioni in titoli di Stato, riconosciute come mezzo per regolare la liquidità. Su questo presupposto l'autore anticipa uno degli strumenti principali per una banca centrale: le *operazioni di mercato aperto*. Da un estratto del saggio si legge:

If Government wanted money, it should be obliged to raise it in the legitimate way; by taxing the people; by the issue and sale of Exchequer bills, by funded loans, or by borrowing from any of the

*numerous banks which might exist in the country; but in no case should it be allowed to borrow from those, who have the power of creating money.*³

- 3. *Obbligo di render conto della politica monetaria svolta dalla banca centrale:*** qui l'autore propone l'obbligo di rendicontare l'operato della banca centrale affinché ci possa essere un controllo diretto dal Parlamento e per garantire maggiore trasparenza riguardo al suo operato.

Con la firma del trattato di Maastricht nel 1992 venne nuovamente ripreso il principio dell'indipendenza delle banche centrali tramite l'introduzione dell'art. 130 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE): [...] *né la Banca centrale europea né una banca centrale nazionale né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni, dagli organi o dagli organismi dell'Unione, dai governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni, gli organi e gli organismi dell'Unione nonché i governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali nell'assolvimento dei loro compiti.*

L'introduzione di tale principio ha consentito, così, di mitigare il forte carattere pubblicistico che si era venuto a creare negli anni dopo la Seconda Guerra Mondiale, nei quali si è affermato il periodo della c.d. *dominanza fiscale*, caratterizzato da varie forme di finanziamento diretto a enti pubblici. Durato dalla metà degli anni Sessanta fino ai Novanta, vide crescente predominanza dell'autorità fiscale rispetto a quella monetaria: il dovere di soddisfare il vincolo di bilancio del governo ricadeva, in buona parte, sulla politica monetaria invece che sulla politica fiscale.

In generale, la situazione di dominanza fiscale può essere vista come uno schema nel quale l'autorità monetaria è soggiogata dai vincoli imposti dalla necessità di garantire la solvibilità dell'autorità fiscale la quale agisce indipendentemente.

La dominanza fiscale ha avuto effetti soprattutto in Italia: dopo gli *shock* petroliferi degli anni Settanta e l'abbandono del sistema di cambi fissi⁴, si trovò in una situazione di notevole aumento del debito pubblico e del disavanzo, aumentando sempre di più la necessità di raccogliere fondi attraverso l'emissione di titoli di Stato. In queste condizioni critiche, dove l'inflazione sembrava incontrollata, la Banca d'Italia, così come le

³ Traduzione: *Se il Governo avesse voluto del denaro, avrebbe dovuto raccogliarlo nel modo legittimo; attraverso la tassazione sulle persone; attraverso l'emissione e la vendita di Titoli di Stato, con prestiti finanziati, o prendendo a prestito da qualsiasi delle numerose banche che potrebbero esistere nel Paese; ma in nessun caso dovrebbe essergli permesso di prendere a prestito da coloro che hanno il potere di creare il denaro.*

⁴ Con l'innalzamento del debito americano a seguito anche della guerra in Vietnam, il 15 agosto del 1971, il Presidente degli Stati Uniti, Nixon dichiarò l'inconvertibilità del dollaro per l'assottigliamento delle riserve auree. A seguito il G10 stipulò lo Smithsonian Agreement mediante il quale si cercò di ripristinare il sistema dei cambi fissi, che però durò solo due anni, nel 1973, il gold exchange standard fu definitivamente abbandonato.

altre banche centrali Europee, agiva come compratore di ultima istanza dei titoli di Stato immessi nel mercato primario, comprando, cioè i titoli invenduti.

L'immissione di nuova moneta per finanziare lo Stato rese necessario un costante controllo della base monetaria attraverso operazioni di vendita dei titoli nel mercato secondario e il ricorso al controllo diretto dell'esercizio del credito. Le operazioni però, con il tempo, diminuirono la loro efficacia portando la Banca d'Italia a porre sempre maggiore importanza alla stabilità dei prezzi e infine, nel 1981, a quello che si definì «divorzio» tra Banca d'Italia e il Tesoro. Nello specifico, attuando questa azione così drastica la Banca non ebbe più l'obbligo di comprare i titoli di Stato invenduti e venne posto il tema dell'indipendenza della banca centrale come punto fondamentale, anche se solo formalmente: gli aiuti della Banca D'Italia nei confronti dello Stato cessarono effettivamente solo dopo la firma del trattato di Maastricht.

L'attuale Governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco, nel commentare il bilancio pubblicato il 29 marzo 2019 in riferimento all'anno 2018, ha ritenuto necessario ribadire l'importanza dell'indipendenza all'interno di una banca centrale non solo dal punto di vista privato ma anche da quello pubblico. Visco infatti ricorda che se dal lato dell'indipendenza nei confronti del potere pubblico *l'Istituto e i suoi organi non possono sollecitare o accettare istruzioni né da organismi pubblici, nazionali o europei, né da soggetti privati*, dal lato dell'indipendenza dall'influenza privata *i Partecipanti non hanno alcun diritto sulle riserve auree e valutarie della Banca d'Italia*.

Naturalmente nella relazione è stato tenuto largamente conte anche della natura pubblicistica della Banca d'Italia: esse è di fatto un istituto volto a elargire servizi - come la tutela del risparmio - di interesse comune e che quindi di fatto separa *“i propri compiti amministrativi — che presuppongono imparzialità — dai legami tra l'ente e i possessori del suo capitale”*.⁵

Ad oggi, si può affermare che le banche centrali hanno un carattere pubblicistico che risiede essenzialmente nel fatto che possiedono il monopolio nella gestione della politica monetaria, pur mantenendo molti aspetti di carattere privatistico (in particolare l'indipendenza).

1.2 LE BANCHE CENTRALI SECONDO UNA PROSPETTIVA PRIVATISTICA: COME CREANO VALORE?

Acquisendo una prospettiva privatistica – concessa proprio dal fatto che le banche centrali nascono come organismi di natura privata e nel tempo si sono evolute fino a diventare enti di natura pubblica con forti caratteristiche di società private –, esse possono essere viste come delle società il cui scopo principale risiede negli obiettivi prefissati all'interno degli statuti. La legittimazione che permette tale visione, oltre che nella

⁵ BELLARDINI L. *Bankitalia, un bilancio che ne riflette l'indipendenza (da tutelare)*, del 26 aprile 2019, visionabile sul sito <https://associazionecarli.eu/>

sua natura storica, risiede anche nella forte importanza attribuita al principio di indipendenza: esso è perseguito attraverso l'impiego di una serie di norme che impongono, oltre che l'attuazione dei tre pilastri dell'indipendenza di David Ricardo precedentemente menzionati, anche particolari vincoli di *governance*, tra i quali l'obbligo di redigere un bilancio separatamente rispetto agli altri enti di natura pubblica.

Sulla base di questi presupposti si può osservare come le banche centrali, a seconda del proprio livello di indipendenza, tendano ad assomigliare a delle aziende private piuttosto che a degli enti pubblici. A favore di ciò, prendendo in considerazione la Banca d'Italia, si possono utilizzare diversi strumenti modellistici di carattere aziendale che possano mettere in luce le caratteristiche principali di una banca centrale e come essa può creare valore. Il modello sicuramente più utilizzato e indicato per questo tipo di analisi è il Business Model Canvas (BMC), strumento che consente di rappresentare visivamente il modo con cui un'azienda crea, distribuisce e cattura valore per i propri clienti. È composto da 9 riquadri, ognuno dei quali mette in evidenza un aspetto costitutivo dell'attività in forma di tabella in modo da favorire la comprensione e l'analisi del *business*. Nella prospettiva della Banca d'Italia, il BMC può essere così descritto:

| PARTNER CHIAVE | ATTIVITÀ CHIAVE | VALUE PROPOSITION | RELAZIONI CON I CLIENTI | SEGMENTI DI CLIENTELA |
|---|---|---|------------------------------------|-------------------------|
| Banca Centrale Europea | analisi economiche | Assicurare la stabilità finanziaria e monetaria | servizi di assistenza al cittadino | cittadini risparmiatori |
| | analisi monetarie | | statistiche e report | |
| altre banche centrali nazionali | | emettere moneta | trasparenza | |
| | RISORSE CHIAVE | garantire il sistema dei pagamenti | CANALI | banche |
| Ministero dell'Economia e della finanza | autorità concessa dallo stato a emettere moneta | vigilare sul sistema bancario italiano | operazioni convenzionali e non | |
| | competenze degli operatori | | | |
| STRUTTURA DEI COSTI | | FLUSSI DI RICAVI | | |
| Costi amministrativi | | interessi attivi | | |
| interessi passivi | | commissini e tariffe | | |
| tariffe e commissioni | | partecipazioni e rendite | | |

- 1) **Segmenti di clientela:** si sono identificati tutti i soggetti cui è indirizzata la politica monetaria, quindi essenzialmente i cittadini risparmiatori e gli enti creditizi del sistema bancario italiano, in particolare quelli non soggetti alla diretta vigilanza diretta della BCE.
- 2) **Value proposition:** con riguardo alla Banca Centrale, essa offre dei servizi che sono principalmente esplicitati all'interno degli obiettivi indicati nello statuto; in particolare si fa riferimento alla funzione di

assicurare la stabilità monetaria e finanziaria, emettere banconote, garantire il sistema dei pagamenti e offrire la vigilanza all'interno del sistema finanziario stesso.

- 3) **Relazioni con i clienti:** la trasmissione degli elementi della *value proposition* ai vari segmenti di clientela si esplica nei servizi di assistenza al cittadino, nelle comunicazioni riguardo alla vigilanza e nelle statistiche – prodotte periodicamente – circa l'andamento dell'economia o le politiche monetarie che sono state adottate per il perseguimento della *value proposition*.
- 4) **Canali:** vengono definiti nei modi con cui la banca trasmette le politiche monetarie all'economia reale. Tali modalità si suddividono in: operazioni di mercato aperto, definite anche «convenzionali», e le altre operazioni «non convenzionali», come le *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTRO)⁶.
- 5) **Flussi di ricavi:** i ricavi della Banca d'Italia sono principalmente quelli riguardanti gli interessi sui prestiti che la banca centrale concede alle altre banche (es. nelle operazioni di rifinanziamento marginale), le commissioni applicate per i vari servizi offerti e le partecipazioni o le rendite che sono conseguite dalla gestione del portafoglio titoli posseduti. Queste sono le principali voci che del Conto Economico.
- 6) **Flussi dei costi:** le principali componenti negative del Conto Economico sono rappresentate dalle voci che riguardano le spese amministrative (es. per il personale e le utenze) e gli interessi passivi circa la gestione del portafoglio titoli o derivanti operazioni effettuate dalla banca: tra queste ultime rilevano in particolare le operazioni di deposito *overnight* – per le quali la Banca d'Italia dovrebbe corrispondere un interesse alle banche che depositano i loro fondi presso di essa, a un tasso che però è oggi negativo⁷ – e le commissioni passive.
- 7) **Partner chiave:** questi possono essere identificati come tutti quei soggetti che perseguono la medesima *value proposition* della Banca d'Italia, con la quale cercano di collaborare. Tra questi soggetti si possono identificare le altre banche centrali facenti parte del SEBC, in particolare la BCE e le altre autorità governative come il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF).

⁶ I TLTRO sono programmi relativi a delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine emanate dalla BCE, per dare la possibilità agli enti creditizi dell'Eurosistema finanziamenti con scadenze pluriennali. Sono inoltre diretti a migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, sostenendo l'erogazione del credito bancario all'economia reale.

⁷ I tassi ufficiali delle operazioni dell'Eurosistema sono fissati dal Consiglio direttivo della BCE. Attualmente sono registrati tassi di interesse per la riserva obbligatoria pari allo 0,00%, mentre i tassi sui depositi *Overnight* pari a -0,40%. Fonte: <https://www.bancaditalia.it/>

- 8) **Attività chiave:** tutte le analisi economiche e monetarie svolte dalla Banca d'Italia per poter indirizzare al meglio tutte le operazioni degli strumenti monetari.
- 9) **Risorse chiave:** sono essenziali in quanto sono le parti che consentono alla banca centrale di poter sviluppare tutte le operazioni per la trasmissione di politica monetaria all'economia reale. Una delle risorse chiave può essere vista come l'autorità conferita alla banca centrale di emettere moneta e attuare in piena autonomia le operazioni di politica monetaria. Un'altra risorsa chiave è costituita dalle alte competenze richieste al personale della banca centrale.

Da tale analisi aziendale si può evincere che la Banca d'Italia è molto più simile a un'impresa di quanto si pensi. Per questa ragione è possibile avanzare un'ipotesi sul ritorno a una concezione privatistica di banca centrale, nella quale il capitale azionario – anziché essere detenuto dallo Stato o dai soli enti designato, come per la Banca d'Italia – sia liberamente detenuto da azionisti privati.

1.3 IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA: CARATTERISTICHE PRINCIPALI

In questo contesto è bene fare luce su quali siano le principali caratteristiche dei bilanci delle banche centrali, in modo da poter mettere in evidenza le modalità con cui esse creano valore. Il bilancio è infatti il punto di partenza per qualsiasi tipo di valutazione, che sia per determinare una rivalutazione del capitale – come si vedrà nei capitoli successivi – o per l'eventuale determinazione del prezzo. In questa analisi si prenderà in considerazione le modalità di redazione che sono utilizzate per la Banca d'Italia che, grazie ai notevoli miglioramenti dell'armonizzazione dei principi contabili internazionali, è molto simile agli altri bilanci delle banche centrali Europee.

Nel rispetto del principio dell'indipendenza finanziaria, la Banca d'Italia redige annualmente un bilancio di esercizio separato dal bilancio degli altri enti pubblici. Secondo le disposizioni presenti nello statuto, il bilancio di esercizio è composto dallo Stato Patrimoniale, dal Conto Economico, dalla Nota integrativa e corredato da una relazione annuale sulla gestione che ha il compito di fornire informazioni dettagliate riguardo l'operato della Banca Centrale. In riguardo alla prassi utilizzata per l'approvazione del Bilancio può essere sintetizzata in 4 fasi:

1. Il Direttorio redige il progetto di bilancio, la relazione annuale sulla gestione e determina il piano di riparto dell'utile netto.
2. Il Consiglio approva il bilancio e delibera in materia di riparto dell'utile netto.
3. Il Collegio Sindacale verifica le scritture contabili ed esprime un proprio parere in riguardo alla destinazione dell'utile.
4. Infine, l'assemblea dei partecipanti approva i documenti, nomina i nuovi membri del consiglio sindacale (se necessario) e conferisce l'incarico alla società di revisione.

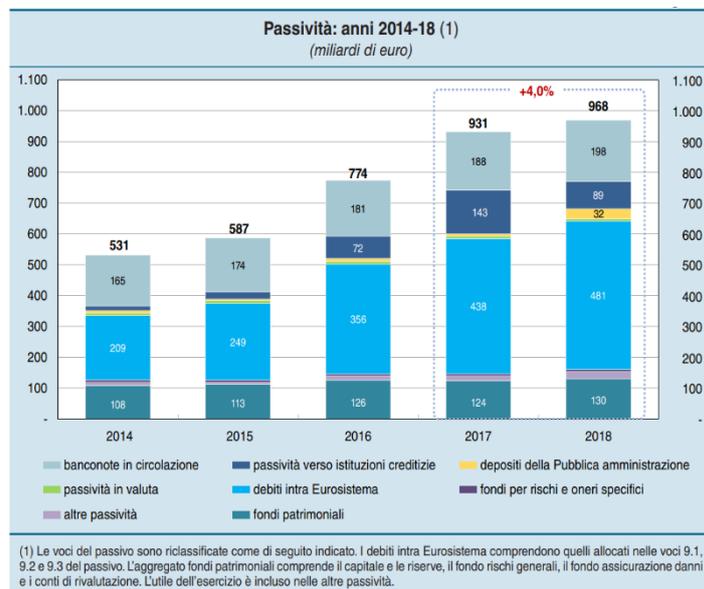
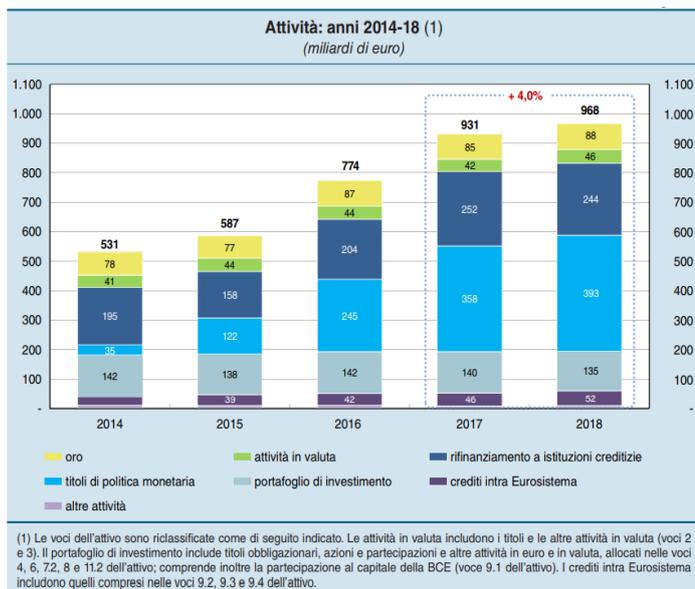
Tutti i documenti contabili sono soggetti a verifica da parte di una società di revisione esterna, indipendente e proposta da Consiglio Direttivo. Alla società individuata vengono dati pieni poteri e il diritto di essere ampiamente informata su tutte le operazioni che sono state svolte dalla Banca Centrale.

Lo Stato Patrimoniale e il Conto Economico sono redatti secondo i principi contabili speciali; per quanto non disciplinato si fa riferimento al Codice Civile. I documenti rendicontano di tutte le attività che sono state svolte dal 1° gennaio al 31 dicembre di un determinato anno. Lo Stato Patrimoniale è redatto – come per tutte le altre imprese – a sezioni contrapposte, le cui voci principali sono:

| STATO PATRIMONIALE | |
|---|--|
| ATTIVO | PASSIVO |
| <i>Oro</i> | <i>Banconote in circolazione</i> |
| <i>Attività in valuta estera</i> | <i>Passività verso istituzioni creditizie</i> |
| <i>Titoli detenuti per finalità di politica monetaria</i> | <i>Depositi della Pubblica Amministrazione</i> |
| <i>Portafoglio delle attività finanziarie</i> | <i>Posizione intra Eurosystema</i> |
| <i>rifinanziamento a istituti creditizi</i> | <i>Passività in valuta estera</i> |
| <i>Posizione intra Eurosystema</i> | <i>Fondi per rischi e oneri</i> |
| <i>Altre attività</i> | <i>Conti di rivalutazione</i> |
| | <i>Capitale, Riserve e Utile netto</i> |
| TOTALE ATTIVO | TOTALE PASSIVO |

Elaborazione dello schema dello Stato Patrimoniale in riferimento alle principali voci contenute nel bilancio del 2018

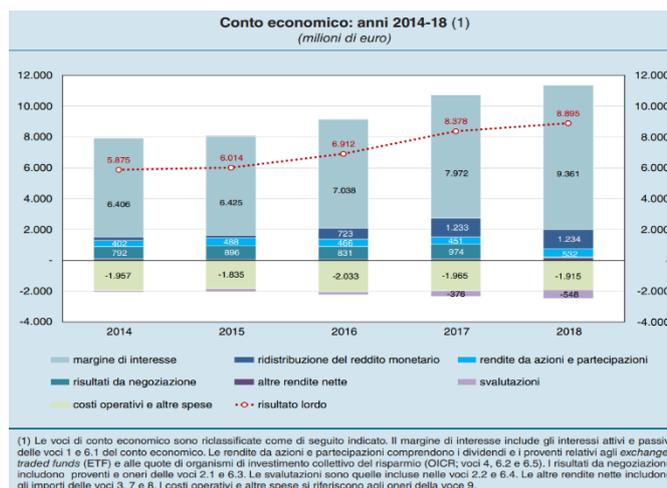
Prendendo visione degli ultimi cinque bilanci, si può notare che il totale dell'attivo ha avuto un *trend* crescente ed è principalmente composto dai titoli di politica monetaria e le attività riguardanti il rifinanziamento a istituti creditizi; il *trend* positivo del lato passivo è invece da imputare ai debiti di natura intra-europea, alle passività verso istituzioni creditizie e alle banconote in circolazione.



Fonte: Il bilancio della Banca d'Italia in riferimento all'anno 2018

Il Conto Economico è invece in forma scalare, così da mettere in evidenza i principali aggregati che portano alla formazione dell'utile di esercizio. I principali aggregati e la composizione delle principali voci sono riportati nelle due immagini sotto riportate:

| CONTO ECONOMICO | |
|-----------------|--|
| ± | Margine di interesse |
| ± | Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti dai fondi rischi |
| ± | Risultato netto da tariffe e commissioni |
| + | Rendite da partecipazioni |
| ± | Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario |
| ± | Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi |
| ± | Altri utilizzi dei fondi |
| ± | Altre rendite |
| ± | Spese e oneri diversi |
| ± | Altri accantonamenti ai fondi |
| ± | Risultato ANTE imposte |
| = | UTILE NETTO DI ESERCIZIO |



Elaborazione del Conto Economico in riferimento al bilancio del 2018

Fonte: Il bilancio della Banca d'Italia in riferimento all'anno 2018

Per quanti riguarda la relazione sulla gestione, essa ha lo scopo di fornire informazioni sulla governance dell'Istituto: esse sono di natura finanziaria, patrimoniale ed economica, risultando essenziali per la comprensione della complessa attività svolta dalla Banca e l'identificazione dei principali rischi cui essa si espone.

I rischi principali che vengono individuati attualmente dal sistema di valutazione interno – sulla base del modello delle «tre linee di difesa» sono:

- **rischio finanziario:** si intende il rischio derivante dalle operazioni di politica monetaria (condiviso con le altre banche centrali europee) e dalla gestione delle riserve valutarie e del portafoglio. Il metodo di analisi prevede due prospettive: quella finanziaria che stima l'esposizione al rischio, non considerando i principi contabili e valuta l'impatto sui valori di mercato e quella contabile che stima, invece l'impatto che essi hanno sul bilancio.
- **Rischio operativo:** rappresenta il rischio “*da fallimenti o inadeguatezza dei processi interni, delle risorse umane e dei sistemi tecnologici oppure derivanti da eventi esterni*” (Il bilancio della Banca d'Italia, anno 2018). È previsto un sistema interno denominato Operational Risk Management (ORM) che si occupa di identificare e valutare tali rischi.

In conclusione, nonostante il *trend* positivo, nel 2018 la crescita dell'attivo e del passivo è stata di circa il 4% a seguito del decremento nel ritmo mensile di acquisto di titoli di politica monetaria, dovuta alla quasi uscita dalla crisi finanziaria dell'Europa.

La crisi finanziaria che ha colpito l'Europa tra il 2010 e il 2011, ha sicuramente inciso in maniera sensibile sui bilanci delle banche centrali dell'eurozona, come si nota dalle figure sopra riportate, le quali sotto il controllo della BCE di Mario Draghi, hanno cominciato ad adottare misure non convenzionali di carattere eccezionale e temporaneo.

Le politiche non convenzionali, come le TLTRO precedentemente menzionate, hanno portato ad un aumento dell'immissione di nuova moneta al fine di ristabilire il meccanismo di trasmissione di politica monetaria perso con la crisi.

Nel 2017 e nel 2016, in particolare, si registra rispettivamente un aumento dello stato patrimoniale di banca d'Italia del 20,3% e del 31,7%. L'aumento del 2017 è dovuto all'erogazione dell'ultima della seconda serie di quattro operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine volta a sostenere ulteriormente l'afflusso di prestiti all'economia reale. Il 2016 invece è stato l'anno in cui si è dato il via al programma PSPP (*Public Sector Purchase Programme*) che ha contribuito a innalzare il totale di bilancio (un andamento del tutto simile a quello registrato nelle altre banche centrali dell'area dell'euro).

La crescita della dimensione del bilancio, l'inflessione dei tassi medi di rendimento e i cambiamenti nella composizione delle attività e delle passività finanziarie hanno inciso di molto sul risultato della Banca d'Italia.

La componente che risulta rilevante nel Conto Economico è la componente del margine di interesse, che negli ultimi anni risulta essere aumentata costantemente a causa degli acquisti dei titoli relativi all'*Expanded Asset Purchase Programme* (APP) nonostante l'azzeramento dei tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento da parte della BCE.

1.4 PARTECIPAZIONE AL CAPITALE DELLE BANCHE CENTRALI: È POSSIBILE UNA PRIVATIZZAZIONE?

Storicamente, come si è visto, le banche centrali erano costituite come banche private che operavano per il governo e indipendenti dallo stesso. Per questo merito, ancora oggi esistono delle banche centrali private, quotate o meno in Borsa.

Le banche centrali che possono essere considerate “private” ma non sono quotate sono quelle che perseguono il principio dell'indipendenza e per questo non vengono influenzate dal governo. Tale è l'assetto della Banca d'Italia, come possiamo leggere sul sito dell'istituto in parola:

L'assetto funzionale e di governo della Banca riflette l'esigenza di tutelarne rigorosamente l'indipendenza da condizionamenti esterni, presupposto essenziale per svolgere con efficacia l'azione istituzionale. Le normative nazionali ed europee garantiscono l'autonomia necessaria a perseguire il mandato; a fronte di tale autonomia sono previsti stringenti doveri di trasparenza e pubblicità.

Esistono però altre banche centrali – cinque in totale – che si possono effettivamente considerare private in quanto, oltre a essere informate dal principio dell'indipendenza, sono private anche per la composizione del capitale sociale: le loro azioni, infatti, vengono quotate all'interno dei mercati, siano essi regolamentati o meno. Si tratta della Banca Nazionale del Giappone, della Banca della Grecia, della South Africa Reserve Bank, della Banca Nazionale Svizzera e della Banca Nazionale del Belgio. Di seguito si riportano le caratteristiche delle tre quotate in Borsa

Banca Nazionale del Belgio (BNB):



Google Finance, andamento degli ultimi 5 anni dei titoli quotati nel mercato dal giorno 25 aprile 2018

Il capitale della banca ammonta a 10 milioni di euro, rappresentati da 400mila azioni: di queste, la metà sono detenute dallo Stato e non possono essere trasferite, mentre le altre – detenute dal pubblico – sono liberamente negoziabili. Secondo lo statuto, i dividendi non possono superare il 6% del capitale sociale.

Banca Nazionale del Giappone:



Google Finance, andamento degli ultimi 5 anni dei titoli quotati nel mercato dal giorno 25

La Banca Nazionale del Giappone ha 100 milioni di yen in capitale appartenenti per il 55% al governo, mentre il restante 45% è coperto dal settore privato.

Banca Nazionale Svizzera



Google Finance, andamento degli ultimi 5 anni dei titoli quotati nel mercato dal giorno 25 aprile

Il capitale azionario della Banca Nazionale Svizzera ammonta a 25 milioni di franchi ed è detenuto per circa il 55% da enti pubblici, mentre le restanti azioni sono perlopiù in mano a privati. Il dividendo massimo previsto dalla legge è del 6%.

Il problema fondamentale per le banche centrali quotate risiede nella determinazione del prezzo: le azioni possono essere assimilate a obbligazioni a rendita perpetua prive (o quasi) di rischio, grazie al fatto che negli statuti di tutte le banche centrali quotate è presente una quota fissa massima di dividendi che possono essere distribuiti e che – come visto – si aggirano intorno al 6%. Tale visione può portare a una stima del prezzo attraverso una rendita perpetua secondo il Modello di Gordon:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r - g}$$

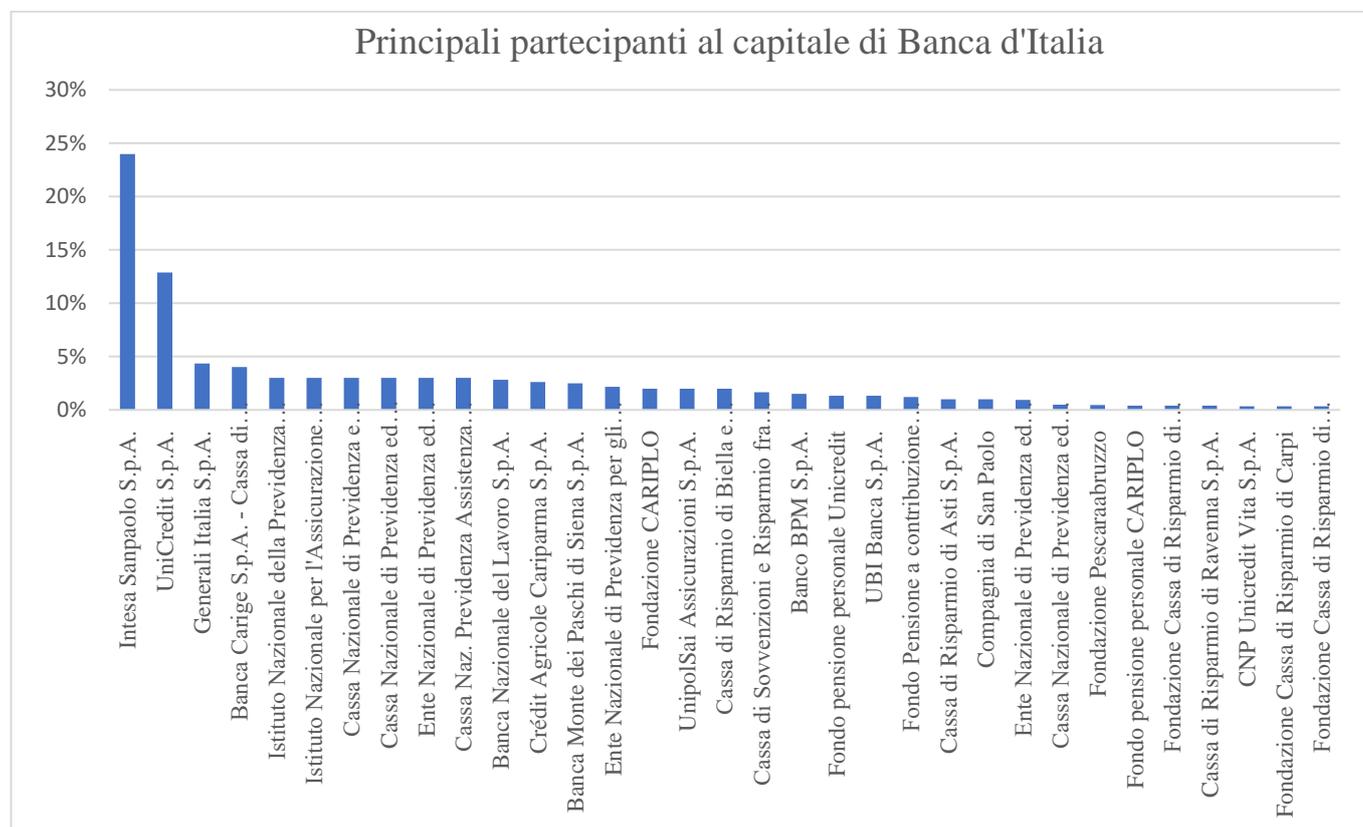
in cui P_0 è il prezzo calcolato nell'istante iniziale di valutazione, DIV_1 è l'importo del dividendo pagato al tempo «1», r è il tasso d'interesse da usare per la valutazione e g è la ragione geometrica in cui ci si attende che crescano i dividendi. Pur ottenendo una stima quanto più veritiera di DIV_1 , le altre due variabili da determinare sono il tasso d'interesse (r) e la ragione della serie geometrica dei dividendi (g). Per quanto riguarda la crescita g , questa può essere banalmente stimata attraverso una media aritmetica sulla base dell'andamento storico. Quanto al tasso r , la questione diviene molto più complessa. Il rischio di cui bisogna tenere conto, infatti, risiede nella possibilità che una banca centrale possa fallire: ad accezione di tutti i vantaggi dovuti al monopolio nell'emissione di moneta, la banca non è coperta dalle eventuali perdite e dal rischio di insolvenza. Le eventuali perdite delle banche centrali possono essere spiegate dal fatto che, non trattandosi di banche commerciali, esse non risultano sottoposte ai medesimi vincoli di bilancio e quindi potrebbero indebitarsi al punto che il loro capitale – completamente *impaired* – diventi negativo, sebbene ciò sia tendenzialmente poco probabile. Secondo il *Paper* n. 71/2013 della *Bank for International Settlements* (BIS) (Archer & Moser-Boehm, 2013), molto spesso si trascura l'importanza che il bilancio sano di una banca centrale può avere nel sistema economico complessivo.

Il modello semplicistico di Gordon, inoltre, non è in grado di spiegare il motivo per cui i prezzi delle azioni delle banche centrali quotate oscillano in modo molto ampio sia nel breve che nel lungo periodo, come si nota nei grafici sopra riportati.

Altri metodi, che potrebbero essere utilizzati al fine di una più corretta valutazione delle banche centrali, sono rimandati ai successivi capitoli, nei quali si cercherà di trovare un approccio che consenta di ricavare il vero valore intrinseco di esse, in contrapposizione al recente metodo di valutazione che è stato utilizzato durante la rivalutazione del capitale sociale in Banca d'Italia nel 2014.

1.5 LA BANCA D'ITALIA: UNA BANCA PRIVATA NON QUOTATA

La Banca d'Italia è un esempio di banca centrale a capitale sociale privato, formato da 300.000 azioni del valore nominale di 25.000 euro ciascuna e possedute da 124 società che possono essere, per legge: banche, imprese di assicurazione, riassicurazione aventi sede legale e amministrazione centrale in Italia, fondazioni, enti ed istituti di previdenza e assicurazione aventi sede legale in Italia e fondi pensione. I principali partecipanti al capitale (i primi 25 in ordine decrescente rispetto al numero di azioni) sono:



*Elaborazione basata sui dati reperiti dall'elenco dei partecipanti al capitale della Banca d'Italia
aggiornato al 31 marzo 2019*

Per capire come si sia arrivati a tale composizione del capitale è bene fare una breve rassegna degli eventi storici più importanti che hanno portato a tale assetto societario. La Banca d'Italia venne fondata nel 1893 dalla fusione delle tre banche facoltizzate a emettere moneta nel Regno d'Italia: la Banca Nazionale del Regno, la Banca Nazionale Toscana, la Banca Toscana di Credito e la Banca Romana (quest'ultima in liquidazione dopo il celebre scandalo⁸). Si trattava di una banca privata, anch'essa facoltizzata a emettere moneta, dotata di un capitale di 300 milioni di lire suddiviso in 300mila azioni.

⁸ Alla fine degli anni Ottanta del 1800, in Italia si sviluppa una bolla speculativa sulle abitazioni, portando molte banche, tra cui la Banca Romana (istituto di emissione), a elargire crediti a soggetti non meritevoli. In particolare, la Banca Romana aveva trovato il modo di aggirare il limite imposto sul tetto massimo nell'emissione di banconote, stampando una doppia serie di biglietti con lo stesso codice numerico. Gli effetti di tale violazione sono

Con la legge bancaria del 1936 la Banca d'Italia fu individuata come unico emittente di moneta, mentre tale concessione veniva revocata al Banco di Napoli e al Banco di Sicilia. Per la prima volta le venne conferita la natura di istituto pubblico; la proprietà del capitale della Banca venne preclusa a tutti quei soggetti non sono espressamente previsti dalla legge. Tale limitazione era stata posta al fine di rimuovere la possibilità di lucrare sulle azioni della Banca ed evitare che l'istituzione venisse influenzata dai possessori delle azioni.

Con l'emanazione della cosiddetta legge Amato-Carli del 1990 – che ha permesso la trasformazione degli enti bancari pubblici in società private – e con il verificarsi di un fenomeno di concentrazione del sistema bancario italiano, le partecipazioni del capitale sono venute a essere in possesso di pochi grandi gruppi bancari: questo rendeva possibile la presenza di forti conflitti di interesse che ne pregiudicassero l'autonomia. Tale problema venne formalmente – ma non effettivamente – risolto con la legge 262/2005, nella quale si tenta di far ritornare il capitale della Banca d'Italia sotto il controllo pubblico:

Con regolamento da adottare ai sensi dell'articolo 17 della legge 23 agosto 1988, n. 400, è ridefinito l'assetto proprietario della Banca d'Italia, e sono disciplinate le modalità di trasferimento, entro tre anni dalla data di entrata in vigore della presente legge, delle quote di partecipazione al capitale della Banca d'Italia in possesso di soggetti diversi dallo Stato o da altri enti pubblici.

(Legge 28 dicembre 2005, n. 262, art. 19, c. 10)

Citando la legge 262/2005 è bene fare una piccola digressione sulle motivazioni che hanno spinto il legislatore a cambiare così drasticamente l'assetto partecipativo al capitale. Le ragioni vanno ricercate nella serie di scandali conosciuti con il nome giornalistico di Bancopoli che vide coinvolta anche la Banca d'Italia.

L'istituto di emissione italiano era stato infatti accusato di favoreggiamento verso la Banca Popolare di Lodi, a seguito di una serie di ritardi nel rilasciare l'autorizzazione per la banca olandese ABN Amro - sua concorrente nell'acquisizione della Banca Antoveneta SpA - di superare il 20% del capitale della banca target. Questo ha portato a galla le lacune nell'assetto normativo non solo di Banca d'Italia ma anche nel sistema bancario italiano, a seguito degli altri scandali che hanno messo in forte pericolo i risparmiatori⁹.

L'articolo 19 della legge 262/2005 riporta chiaramente che la Banca d'Italia è *un istituto di diritto pubblico e che nell'esercizio delle proprie funzioni e con particolare riferimento a quelle di vigilanza, opera nel rispetto del principio di trasparenza, naturale complemento dell'indipendenza dell'autorità di vigilanza. Riferisce del suo operato al Parlamento e al Governo con relazione semestrale sulla propria attività.*

stati sia a livello legale che di inquinamento del mercato (chi deteneva moneta non riusciva a capire se avesse valore o meno).

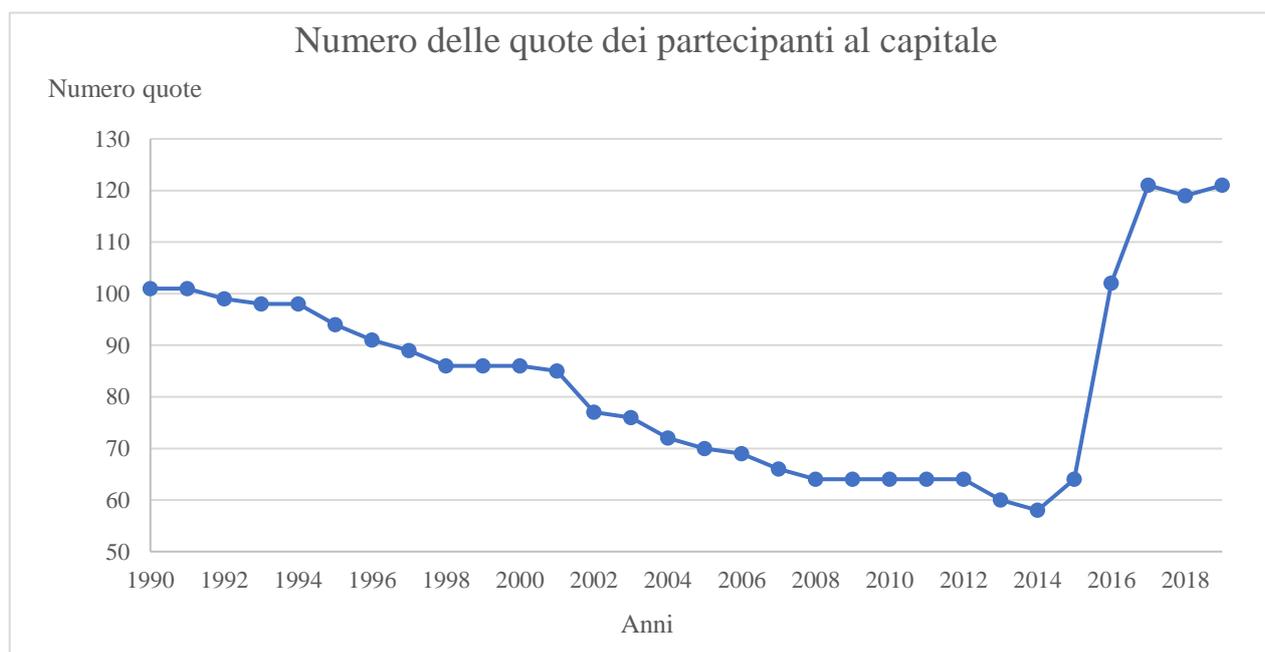
⁹ Cfr. BELLARDINI L., *La vigilanza dopo la tempesta: quando Bancopoli cambiò la supervisione creditizia*, visionabile su <https://uflinsiderjournal.com/>

Nello stesso articolo, inoltre, vengono disposte delle forti limitazioni riguardanti la carica di Governatore e degli altri membri del direttorio facendole durare in carica solo *per sei anni, con la possibilità di un solo rinnovo del mandato*.

L'ingresso nel Sistema Europeo di Banche Centrali – e in particolare nell'Eurosistema –, nonché l'adozione dell'euro, hanno portato la Banca d'Italia a cedere l'autorità monetaria alla Banca Centrale Europea e convertire il proprio capitale in euro: si passa dai 300 milioni di lire a 156.000 euro con azioni del valore nominale di 0,52 euro ciascuna.

L'assetto proprietario così indicato della Banca d'Italia rimase tale fino all'introduzione della legge n. 5/2014 che ha permesso – oltre a un ampliamento della compagine sociale – anche un aumento considerevole del capitale, passato dai precedenti 156.000 a 7,5 milioni di euro.

Dal seguente grafico si può notare come il numero delle quote dei partecipanti al capitale della Banca abbia visto un *trend* negativo fino al 2014, dove si verifica la concentrazione massima degli enti partecipanti al capitale (solo 58) per poi crescere repentinamente dal 2015, proprio a seguito della c.d. *legge IMU-Bankitalia*.



Elaborazione basata sui dati riguardanti le quote di partecipazione al capitale dei bilanci annuali della Banca d'Italia dal 1990 al 2019.

Durante il dibattito sulla privatizzazione formale delle banche italiane erano state sollevate alcune perplessità sul fatto che i partecipanti al capitale siano gli stessi soggetti su cui la Banca d'Italia esercita la

propria vigilanza, originando un possibile conflitto di interessi¹⁰. Si poneva l'accento su un accavallamento tra società controllate ed ente di vigilanza, che tuttavia era intrinsecamente risolto dall'assetto organizzativo della Banca d'Italia, assoggettata a precise leggi – di provenienza tanto italiana quanto europea – che ne sancivano l'indipendenza tanto dai soggetti vigilati quanto dai pubblici poteri. In particolare, le disposizioni del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) – recepite e integrate da varie leggi nazionali – ponevano al centro il principio dell'indipendenza, articolato in modo da non essere influenzato dalla composizione della proprietà della banca centrale.

Nello specifico, si fa riferimento alla direttiva europea 77/780/CEE la quale aveva lo scopo di uniformare le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative riguardanti l'accesso all'attività degli enti creditizi e il loro esercizio. Tale direttiva, recepita nel nostro ordinamento solo nel 85 con il DPR n. 350, ha infatti eliminato la possibilità per le banche centrali di attuare una politica discriminante nel valutare le domande di costituzione degli enti creditizi sulla base del bisogno economico del mercato. Le Banche, nella direttiva, vennero definite come delle vere e proprie imprese e non più enti di interesse pubblico.

Si legge nell'art. 1 del DPR n. 350/85:

L'attività di raccolta del risparmio fra il pubblico sotto ogni forma e di esercizio del credito ha carattere d'impresa, indipendentemente dalla natura pubblica o privata degli enti che la esercitano.

L'autorizzazione all'esercizio di tale attività è rilasciata dalla Banca d'Italia alle condizioni che seguono, ferme le altre di applicazione generale: [...]

Le condizioni per il rilascio dell'autorizzazione, infatti, non sono più previste secondo regole di giudizio personale della Banca d'Italia, ma secondo regole formali e oggettive. Questo ha determinato sicuramente un punto saliente nel sancire l'indipendenza della Banca d'Italia dagli enti creditizi privati: la liberalizzazione dell'accesso all'attività bancaria non ha costituito più un motivo di conflitto di interessi.

L'indipendenza dagli enti creditizi privati è stata poi sottolineata ancor di più dall'emanazione delle disposizioni del Testo Unico Bancario (TUB) in vigore dal 1° gennaio 1994, sostituendo l'ormai datata legge bancaria del 1936 e che disciplinano l'attività delle banche e della vigilanza su di esse in armonia con le disposizioni dell'Unione Europea.

Il *divorzio* tra la Banca d'Italia e il Ministero delle Finanze è stato sicuramente l'evento più rilevante che ha portato alla fine dell'influenza pubblica sull'autorità della Banca d'Italia, in particolare sulla gestione della base monetaria. Il processo di separazione, come precedentemente menzionato, era stato avviato nel 1981, quando l'allora ministro del Tesoro, Beniamino Andreatta, mandò una lettera al Governatore di BI chiedendo un parere

¹⁰ Tra le tante figure che sostenevano la dottrina riguardante il possibile conflitto di interessi tra controllati e controllori, si fa particolare riferimento all'articolo di Mascendrini e Tabellini, "La banca centrale e i suoi azionisti" in Sole24Ore del 26 gennaio 2005.

sull'ipotesi di una modifica del regime esistente, con l'obiettivo esplicito di porre rimedio all'insufficiente autonomia della Banca nei confronti del Tesoro.

Il principio dell'indipendenza si ritiene tutelato nel momento in cui tutte le disposizioni di *governance* sono plasmate sul tipo di proprietà della banca centrale presa in considerazione: se la proprietà è totalmente pubblica, allora sarà necessario che essa adotti una disciplina di *governance* che riesca a tutelare la banca dal rischio connesso alle possibili influenze politiche; nel caso opposto, la disciplina di *governance* dovrà essere indirizzata verso la tutela nei confronti del rischio che i controllati la «catturino».

Oggi il possibile conflitto di interessi è ancora più distante grazie proprio alla cessione dell'autorità monetaria alla Banca Centrale Europea: oltre ad assumere le decisioni di politica monetaria per tutta l'Eurozona, l'istituto di Francoforte – nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico (*Single Supervisory Mechanism*, SSM) – ha una funzione di vigilanza e regolazione diretta per le banche definite come «rilevanti» e indiretta per tutte le altre (per esempio, è la BCE a rilasciare le licenze bancarie, al termine di un'istruttoria della banca centrale nazionale del Paese di riferimento). Le possibili influenze dei partecipanti sulla vigilanza sono quindi divenute molto flebili, quasi impossibili.

Per accreditare ancora di più tale teoria è bene ricordare che le posizioni del Direttorio – cioè il Governatore, il Direttore Generale e i suoi Vice – sono nominati con *decreto del Presidente della Repubblica, su proposta del Presidente del Consiglio dei ministri, previa deliberazione del Consiglio dei ministri, sentito il parere del Consiglio superiore* come predisposto nello statuto. Inoltre, lo stesso statuto prevede che i partecipanti al capitale non possono detenere una quota superiore al 3%: ove superata, la porzione eccedente non incorpora alcun diritto patrimoniale né amministrativo, sicché i relativi dividendi vengono imputati a un'apposita riserva¹¹.

Proprio in questo periodo - il 10 maggio 2019 - si è insediato il nuovo Direttorio di Banca d'Italia, che vede riconfermata la carica di Ignazio Visco come Governatore. Non poche, però, sono state le "denunce" che si sono mosse in merito al procedimento di nomina del Direttorio, che per la sua composizione costituisce l'organo centrale di Banca d'Italia. Le maggiori accuse che si sono mosse riguardano principalmente il fatto che essendo i componenti nominati *su proposta del Presidente del Consiglio dei ministri, previa deliberazione del Consiglio dei ministri*, possano essere in qualche modo scelti sulla base di peculiarità di tipo politico anziché sulla base del più adatto dei candidati a ricoprire la carica¹².

¹¹ L'utile registrato nel 2018 è stato pari a 6,24 miliardi di cui 340 milioni sono stati distribuiti come dividendi, 263 milioni imputati a riserva ordinaria, 40 milioni sono attribuiti a una posta speciale per la stabilizzazione dei dividendi mentre i restanti 5,71 miliardi sono Stati dati allo Stato.

¹² Cfr. Pons G, *Bankitalia, la procedura per nominare i vertici è ambigua. Perché Salvini e Di Maio non propongono di cambiarla?*, visionabile su www.it.businessinsider.com del 12 febbraio 2019

Sempre dello statuto, va ricordato che ai componenti del consiglio superiore – ancorché nominati dall'assemblea dei partecipanti – sono richiesti determinati requisiti di indipendenza, tanto dai partecipanti quanto dai pubblici poteri: per esempio, il fatto che i consiglieri non debbano ricoprire funzioni pubbliche o incarichi di carattere politico, o non debbano aver ricoperto nei due anni precedenti cariche presso soggetti sottoposti al potere di controllo e vigilanza.

In conclusione, si può affermare che le banche centrali devono rispondere a un *trade-off* tra natura pubblicistica e struttura privatistica: in entrambi i casi devono affrontare rischi diversi, ma – con un approccio sistematico rispetto al tipo di proprietà scelto – la questione è facilmente risolvibile.

Capitolo 2

La rivalutazione del capitale della Banca d'Italia: l'aspetto legislativo

2.1 LA LEGGE IMU-BANKITALIA: COSA SI VOLEVA RISOLVERE?

Il 29 gennaio 2014 è stata promulgata la legge n. 5, conosciuta come «IMU-Bankitalia». Il provvedimento ha portato a un grande cambiamento all'interno dell'assetto del capitale sociale della banca centrale italiana: si passa dai 156.000 euro di capitale, suddivisi in 300mila azioni del valore nominale di 0,52 euro ciascuna, a un capitale di 7,5 miliardi di euro, suddivisi per lo stesso numero di azioni ma con un valore nominale circa 50 volte superiore (25.000 euro).

Il motivo principale che ha spinto il legislatore a produrre tale cambiamento è dovuto a diverse incoerenze che negli anni si sono accumulate nelle varie leggi e nello statuto della stessa Banca d'Italia. Si possono, dunque, identificare cinque aspetti affrontati dalla riforma:

1. *Diminuire la concentrazione dei partecipanti al capitale di Banca d'Italia*
2. *Risolvere la problematica della fissazione dei dividendi*
3. *Riportare il capitale sociale della Banca d'Italia a una stima più reale*
4. *Ampliare la platea dei partecipanti al capitale*
5. *Sancire in maniera netta l'indipendenza della Banca Centrale sia dall'influenza pubblica che privata*

2.1.1 La concentrazione dei partecipanti al capitale della Banca

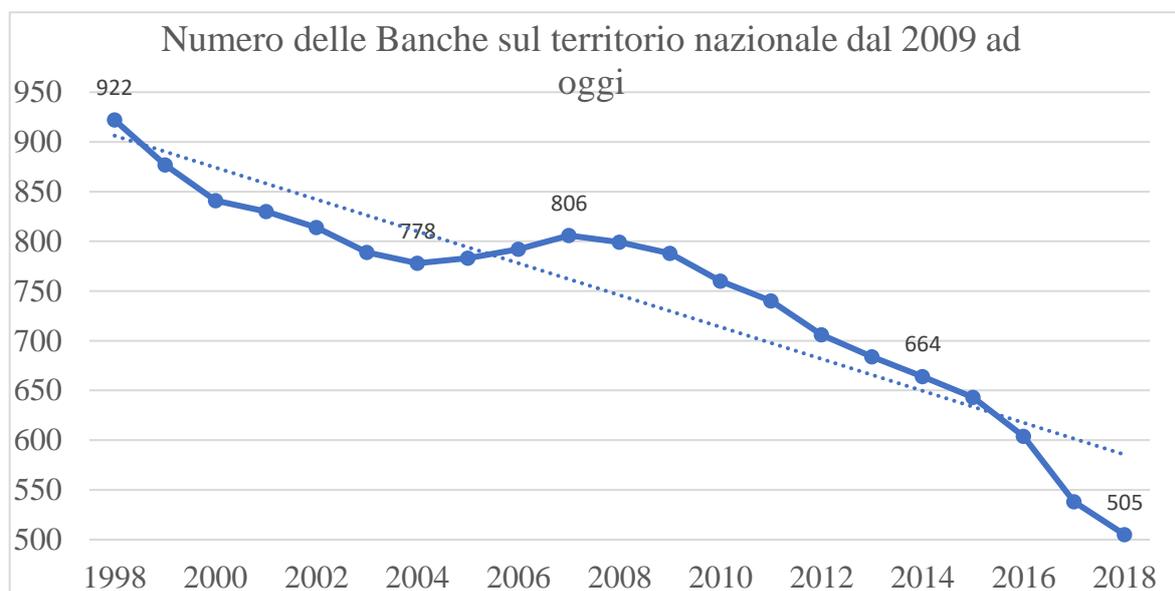
I cambiamenti del sistema finanziario verificatisi negli anni Novanta hanno comportato la necessità per le banche di ampliare la gamma di prodotti e servizi offerti e ridurre quanto più possibile i costi, sfruttando le economie di scala e di diversificazione dei prodotti.

Il progressivo abbattimento delle barriere fisiche e regolamentali ha contribuito a far aumentare il grado di concorrenza che le banche dovevano affrontare giornalmente, spingendole a preferire una conformazione di “grandi banche” anziché di “piccole banche”. Le grandi banche, infatti, riescono più facilmente a ottenere grandi quantità di capitali a un costo complessivamente minore, oltre a essere in grado di sfruttare tutti i vantaggi relativi alle economie di scala e di diversificazione e offrire prodotti finanziari a costi più bassi.

Lo sviluppo tecnologico e l'innovazione in campo finanziario (*fintech*) sono stati un altro punto saliente nel processo di concentrazione e hanno spinto le istituzioni finanziarie a sviluppare una gamma di prodotti e servizi più ampia per soddisfare e attirare il numero più elevato possibile di risparmiatori.

Un ulteriore incentivo alla concentrazione del sistema finanziario è sicuramente dovuto all'apertura dei mercati e alla liberalizzazione della circolazione dei capitali all'interno del mercato europeo. Questo ha portato le banche nazionali ad affrontare una concorrenza non solo a livello nazionale e internazionale sempre più forte, rendendo necessarie operazioni di acquisizione e fusione in modo da poter competere a livello internazionale.

Analizzando il sistema bancario italiano, si può notare come il numero delle banche presenti nel territorio nazionale abbia mostrato un *trend* negativo, passando da 922 istituzioni nel 1998 a poco più della metà (solo 505) nel 2018.



*Elaborazione dei dati presi dai bollettini statistici della Banca d'Italia,
riferiti al dicembre di ciascun anno*

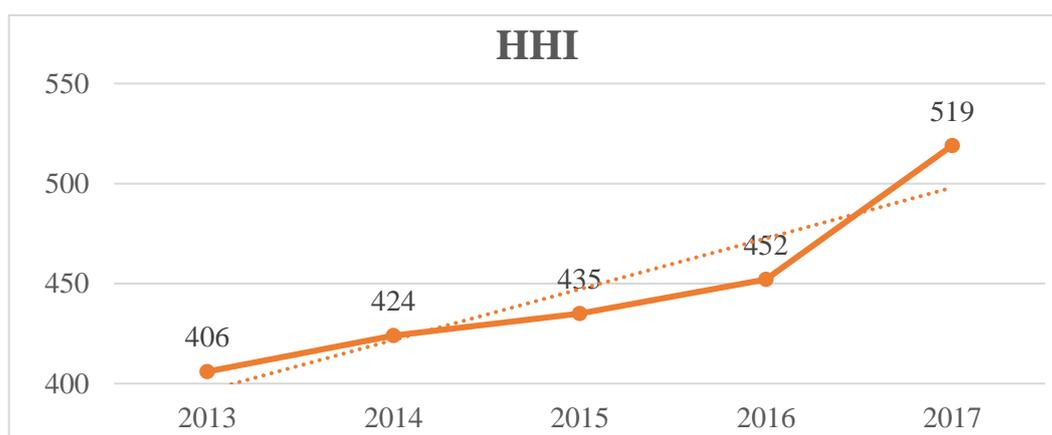
In riferimento alla concentrazione del sistema bancario, il sito della BCE fornisce dati su due indici di concentrazione rilevanti: l'indice di Herfindahl-Hirschman (HHI) e quello dato dal rapporto di concentrazione delle prime cinque banche principali presenti sul territorio nazionale.

In particolare, l'HHI è un indice di concentrazione assoluta che la BCE identifica come la sommatoria dei quadrati delle quote di mercato, espresse in una scala da 0 a 100:

$$HHI := \sum_{i=1}^n \left(\frac{X_i}{X}\right)^2$$

Dove:

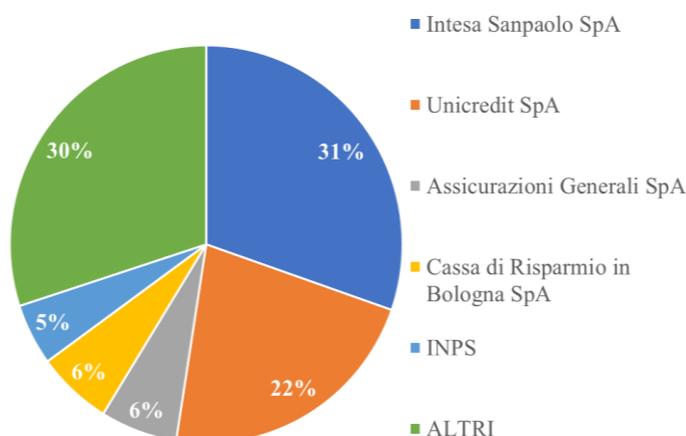
- X = totale degli attivi di tutti gli istituti creditizi della nazione
- X_i = totale dell'attivo dell'i-esimo istituto creditizio
- n = numero totale degli istituti creditizi presenti all'interno della nazione



Elaborazione dei dati riguardanti l'Italia forniti nel report della BCE «EU structural financial indicators»

L'indice va da 0 a 10.000, in cui 0 esprime la concorrenza perfetta (un numero infinito di quote di mercato infinitesime) e 10.000 il monopolio (un'unica quota di mercato, pari a 100). Dal grafico si può notare come nell'arco di 5 anni la concentrazione delle istituzioni, sebbene comunque non eccessiva, sia aumentata.

Questa tendenza alla concentrazione delle istituzioni finanziarie ha avuto notevoli ripercussioni all'interno del capitale di Banca d'Italia: i processi di fusione e acquisizione delle istituzioni finanziarie iniziate negli anni Novanta hanno portato a detenere quote sempre maggiori del capitale.



*Elaborazione dei dati forniti dal sito di Banca d'Italia
in merito alla composizione dei partecipanti al capitale nel 2013*

Dal grafico a torta si evince come nel 2013 più del 50% delle quote del capitale della Banca d'Italia erano detenute da solo due istituti creditizi: Intesa SanPaolo e UniCredit. La restante parte rimane fortemente frazionata, con quote non superiori al 6,5%, instillando il dubbio che una tale concentrazione delle quote in capo a uno o pochi partecipanti possa influenzare l'operato della Banca o comunque intralciarne l'indipendenza.

La legge *IMU-Bankitalia* ha voluto quindi sancire con maggior vigore l'impossibilità di qualsiasi tipo di condizionamento attraverso l'obbligo per ciascun partecipante *non possedere, direttamente o indirettamente, una quota del capitale superiore al 3 per cento*, che con il ridimensionamento del capitale sociale corrisponde attualmente a non più di 225 milioni (9mila azioni).

Inoltre, la legge statuisce che *ai fini del calcolo delle partecipazioni indirette si fa riferimento alle definizioni di controllo dettate dagli ordinamenti di settore dei quotisti. Per le quote possedute in eccesso non spetta il diritto di voto ed i relativi dividendi sono imputati alle riserve statutarie della Banca d'Italia.*

Ciò sta a significare che, anche se detenesse più del 3% del capitale, un partecipante non avrebbe comunque modo di influenzare le decisioni della Banca d'Italia, non avendo diritto a un numero di voti superiore a quello previsto.

2.1.2 Determinazione dei dividendi

In merito al *secondo* punto, la questione più influente riguarda il fatto che non erano mai state definite in maniera precisa le modalità con le quali i dividendi dovessero essere distribuiti.

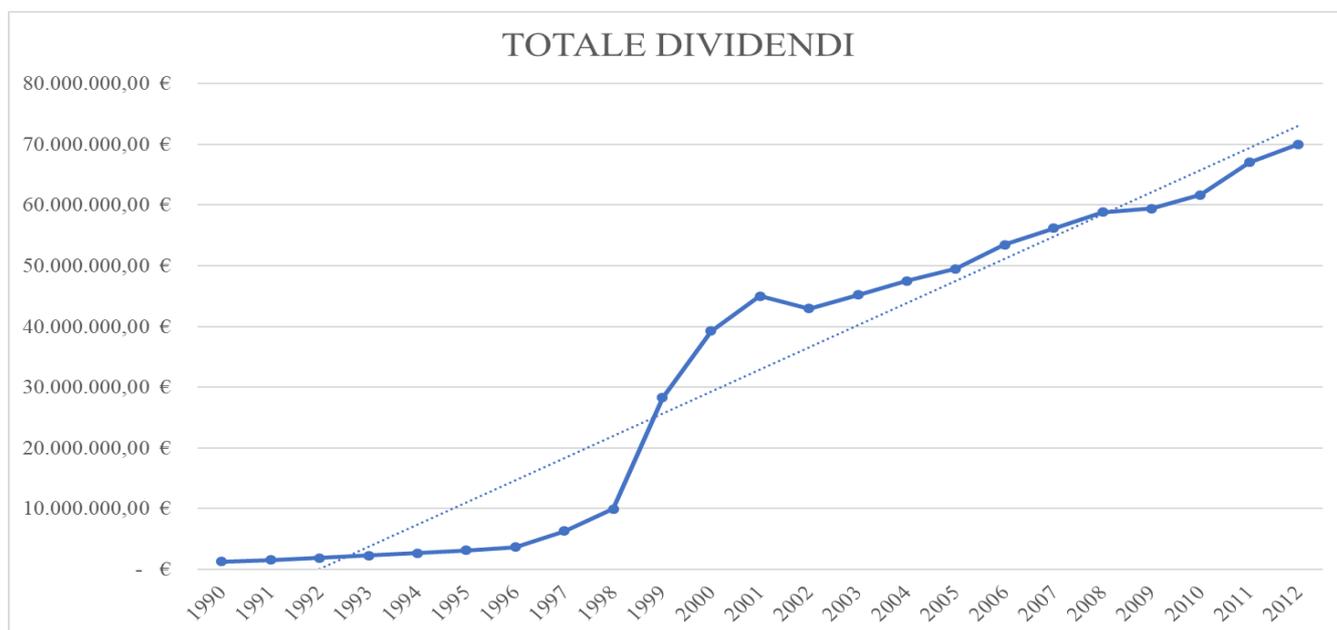
Facendo riferimento al precedente statuto, esso prevedeva che:

[...] Ai partecipanti sono distribuiti dividendi per un importo fino al 6% del capitale. Col residuo, su proposta del Consiglio superiore [...] può essere distribuito ai partecipanti, ad integrazione del dividendo, un ulteriore importo non eccedente il 4% del capitale.

Statuto della Banca d'Italia prima della riforma

Tale modalità di distribuzione prevedeva dunque un'aggiunta al dividendo di un ulteriore 4% del capitale complessivo compreso delle riserve, che con il passare degli anni, si erano accumulate fino a un totale di 22.607.273 mila euro.

Osservando la progressione della distribuzione dei dividendi dal 2000 fino al 2012 (l'anno precedente la riforma), si osserva che questi crescono in maniera esponenziale in relazione all'aumento delle riserve. In particolare, i dividendi distribuiti nell'anno 2012 risultano pari a € 70.041.600,00, corrispondenti a € 233,47 per azione, più del doppio di quello che si era distribuito 10 anni prima.



Elaborazione basata sugli utili annualmente distribuiti riportati sulle relazioni annuali della Banca d'Italia dal 1990 al 2012. I dati dal 1990 al 1999 sono riportati in euro secondo il tasso di conversione fissato per il passaggio dalla Lira all'Euro pari a £ 1936.27 per euro.

Per risolvere questa ambiguità circa la distribuzione dei dividendi e per evitare che si cada nell'errore di considerare le riserve bancarie come proprietà dei partecipanti la legge del 2014 ha previsto un regime di distribuzione più preciso e senza possibilità alcuna di maggiorare in base a una percentuale sulle riserve il livello dei dividendi. Il nuovo statuto, infatti fissa il livello massimo dei dividendi distribuibili ad un totale massimo di 450 milioni che corrispondono al 6% del totale del nuovo capitale sociale (7,5 miliardi).

Citando il nuovo statuto si legge:

L'utile netto è così destinato:

- a) alla riserva ordinaria, fino alla misura massima del 20 per cento;*
- b) ai partecipanti, che risultano titolari delle quote al termine del quarantesimo giorno precedente alla data dell'assemblea in prima convocazione, fino alla misura massima del 6 per cento del capitale;*
- c) alla riserva straordinaria e ad eventuali fondi speciali fino alla misura massima del 20 per cento;*
- d) allo Stato, per l'ammontare residuo”*

Art. 38, comma II

Va ricordato che i dividendi devono essere distribuiti sulla base dei risultati di bilancio e all'andamento generale del sistema economico in riferimento a quel determinato anno.

2.1.3 Il capitale sociale non più in linea con la reale situazione economica

Con il repentino aumento del capitale complessivo della Banca e con il notevole aumento della differenza tra la totalità delle riserve (straordinarie e ordinarie) e il capitale sociale, è nata la necessità di riportare il valore di quest'ultimo a una misura quanto più possibile vicino alla realtà.

Tavola 19.29

| Capitale e riserve (voce 15) (migliaia di euro) | | | |
|---|-------------------|-------------------|----------------|
| VOCI | 31.12.2012 | 31.12.2011 | Variazioni |
| 15.1 Capitale sociale | 156 | 156 | – |
| 15.2 Riserve statutarie (art. 39 Statuto) | 14.867.762 | 14.004.911 | 862.851 |
| ordinaria | 7.273.198 | 6.856.192 | 417.006 |
| straordinaria | 7.594.564 | 7.148.719 | 445.845 |
| 15.3 Altre riserve | 7.739.511 | 7.739.511 | – |
| per rivalutazione monetaria L. 19.3.1983, n. 72 | 694.502 | 694.502 | – |
| per rivalutazione L. 29.12.1990, n. 408 | 683.274 | 683.274 | – |
| per rivalutazione L. 30.12.1991, n. 413 | 16.943 | 16.943 | – |
| per rivalutazione L. 21.11.2000, n. 342 | 896.577 | 896.577 | – |
| per rivalutazione L. 23.12.2005, n. 266 | 1.521.240 | 1.521.240 | – |
| fondo speciale rinnovamento immobilizzazioni materiali | 1.805.044 | 1.805.044 | – |
| avanzo di confluenza UIC D. lgs. 21.11.2007, n. 231 | 2.121.931 | 2.121.931 | – |
| Totale | 22.607.429 | 21.744.578 | 862.851 |

Situazione del capitale sociale e delle riserve nel bilancio annuale di Banca d'Italia nel 2012

Osservando il prospetto di sopra si può notare che nel 2012 il capitale sociale rappresentava meno dello 0,01% del capitale totale e le quote di partecipazione all'interno dei bilanci delle singole società erano iscritte per un valore nominale di soli € 0,52 per quota a fronte dell'incasso di un dividendo circa 440 volte superiore.

La situazione è sembrata incoerente con la reale condizione patrimoniale e finanziaria della Banca d'Italia: per questo, oltre a risolvere diverse altre questioni, il legislatore ha cercato di riportare il capitale sociale – ormai di valore puramente simbolico – e le quote partecipative ad una misura quanto più vicina alla realtà. Nella Gazzetta Ufficiale che riporta il testo completo della riforma, si legge:

La Banca d'Italia è autorizzata ad aumentare il proprio capitale mediante utilizzo delle riserve statutarie all'importo di euro 7.500.000.000; a seguito dell'aumento il capitale è rappresentato da quote nominative di partecipazione di nuova emissione, di euro 25.000 ciascuna.

Legge 29 gennaio 2014, n. 5 – Art. 4, c. 2

La cifra di 7,5 miliardi è stata stimata da un Comitato di esperti di alto livello indipendente formato da Franco Gallo, Lucas Papademos e Andrea Sironi. I professori hanno provveduto alla valutazione del capitale sociale sulla base dei comuni principi della finanza e utilizzando come modello di fondo il Dividend Discount Model, la cui discussione più approfondita avverrà nel capitolo 3, nel quale si cercherà anche di spiegare e superare le principali criticità del modello.

2.1.4 Ampliare la platea dei partecipanti al capitale della Banca d'Italia

L'obiettivo della legge di allargare la platea dei partecipanti è stato perseguito con lo scopo primario di frazionare quanto più possibile il capitale sociale e fare in modo che l'elevata concentrazione delle partecipazioni al capitale in poche banche possa essere distribuita tra un numero più ampio di azionisti.

Lo scopo è stato perseguito attraverso diverse modalità: in primo luogo è stata abrogata la norma presente nella precedente legge n. 262/2005 in materia dei possessori delle partecipazioni, là dove prevedeva il trasferimento della proprietà allo Stato. Tale norma, pur non avendo mai trovato applicazione, avrebbe completamente gravato sull'indipendenza della Banca; inoltre, avrebbe comportato un completo riassetto proprietario e di *governance* che avrebbe causato ingenti costi che sarebbero ricaduti interamente sulla collettività.

In secondo luogo, è stata ampliata la platea dei soggetti abilitati a possedere quote di partecipazione al capitale della Banca d'Italia. Viene, infatti, prevista la partecipazione di altre categorie di investitori istituzionali quali le società assicuratrici e i fondi pensione, anche se sottoposti a uno stretto regime di vigilanza.

Il decreto-legge del 30 novembre 2013 n. 133, aveva esteso l'invito a prendere parte al capitale della Banca d'Italia a tutte quelle società che fanno parte delle categorie previste dalla legge, anche europee purché sottoposte a regimi di vigilanza equivalenti a quello italiano. Tale decisione era stata presa in relazione al fatto che "aprire le porte" del capitale della Banca d'Italia all'estero non incide in alcun modo sull'indipendenza e non viola né la legge nazionale né i Trattati europei. Tale invito viene però eliminato nella conversione in legge del decreto:

a) banche aventi sede legale in Italia ovvero aventi sede legale e amministrazione centrale in uno Stato membro dell'Unione Europea diverso dall'Italia;

(decreto-legge 30 novembre 2013, n.133)

le lettere a) e b) sono sostituite dalle seguenti:

«a) banche aventi sede legale e amministrazione centrale in Italia

b) imprese di assicurazione e riassicurazione aventi sede legale e amministrazione centrale in Italia»;

(modificazioni apportate in sede di conversione al decreto-legge 30 novembre 2013, n. 133)

2.1.5 Sancire l'indipendenza della banca centrale dalle istituzioni sia pubbliche sia private

L'indipendenza della banca centrale è ampiamente sottolineata all'interno della riforma, in particolare nell'art. 4, c. 1, ove si dà prima, la definizione di Banca d'Italia e si mette in risalto in maniera diretta tale caratteristica: *La Banca d'Italia [...] È indipendente nell'esercizio dei suoi poteri e nella gestione delle sue finanze.*

Più precisamente, l'indipendenza viene messa in atto grazie al diretto divieto per i partecipanti al capitale e per i membri del Consiglio superiore di non interferire in alcun modo nell'*esercizio delle funzioni pubbliche attribuite dal Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, dallo Statuto del SEBC e della BCE, dalla normativa dell'Unione Europea e dalla legge alla Banca d'Italia o al Governatore per il perseguimento delle finalità istituzionali.* (art. 5, c. 1).

Nel comma successivo, allo stesso art. 5, è inoltre ribadito che i candidati consiglieri individuati dal comitato costituito all'interno del Consiglio e nominati dall'assemblea dei partecipanti, devono possedere *i requisiti di indipendenza, onorabilità e professionalità previsti dallo Statuto della Banca d'Italia.*

L'aspetto dell'indipendenza è quindi ampiamente salvaguardato in relazione al tipo di assetto proprietario della Banca d'Italia, che può essere individuato – come visto in precedenza – in un assetto privatistico con azioni non quotate nei mercati: questo è il caso, per esempio, della *Federal Reserve* americana.

2.2 CONSEGUENZE SUL BILANCIO DEI PARTECIPANTI AL CAPITALE

La legge fin qui discussa presenta un altro aspetto fondamentale riguardante le modalità con cui i partecipanti al capitale della Banca d'Italia, dovevano poi iscrivere le “nuove” quote all'interno del loro patrimonio. In particolare, si precisa che:

A partire dall'esercizio in corso alla data di entrata in vigore del presente decreto, i partecipanti al capitale della Banca d'Italia iscrivono le quote di cui all'articolo 4, comma 2, nel comparto delle attività finanziarie detenute per la negoziazione, ai medesimi valori. Restano in ogni caso ferme le disposizioni di cui all'articolo 4 del decreto legislativo 28 febbraio 2005, n. 38.

Legge 29 gennaio 2014, n. 5 – Art. 6, c. 6

Va da sé quindi, che la stessa legge imponga l'iscrizione delle “nuove” quote all'interno della voce 40 (*Attività finanziarie disponibili per la vendita*) nei bilanci dei partecipanti, scavalcando il principio di libertà nell'imputazione delle partecipazioni in categorie diverse come sancito dagli IAS (*International Accounting Standards*).

Tale imposizione viene spiegata (disegno di legge n. 1188, XVII legislatura) come la modalità più appropriata al fine di creare *un mercato delle partecipazioni al capitale di Banca d'Italia e (...) favorire effettivamente gli scambi*, dato che a decorrere dei 36 mesi dalla data di emanazione della legge sono dovute essere vendute tutte le quote che risulteranno in eccesso al 3% del capitale come previsto dalla riforma stessa. In ogni caso, ricordava il succitato art. 6 della legge in parola, restavano ferme tutte le disposizioni relative ai principi contabili internazionali.

Se infatti si va a guardare più propriamente alla natura giuridica delle partecipazioni del capitale della Banca d'Italia, esse possono essere considerate come azioni che non attribuiscono alcun diritto sull'attivo patrimoniale in caso di liquidazione, né diritti sugli utili in una misura superiore a quella stabilita dalla legge.

Andando ad analizzare le quattro categorie identificate dalle disposizioni previste nello IAS 39 si può comprendere come sia davvero necessaria l'imputazione di tali strumenti partecipativi alla categoria fissata dalla legge. Le quattro categorie contemplate dallo IAS 39 sono:

1. *Strumenti finanziari valutati al Fair Value rilevato a conto economico (fair value through profit or loss, FVTPL)*

Fanno parte di questa categoria tutte le attività o le passività che sono possedute per la negoziazione in una prospettiva di breve periodo, incluse in un portafoglio orientato a una strategia di profitto nel breve periodo, e gli strumenti finanziari derivati che non sono stati contabilizzati come strumenti di copertura (a fini speculativi).

Da tale definizione si può desumere che non sarebbe stato opportuno ricondurre a tale categoria la partecipazione al capitale di Banca d'Italia, per le sue caratteristiche di poca liquidità e di prospettiva di detenzione di lungo periodo.

2. *Investimenti posseduti fino alla scadenza (Held to maturity, HtM)*

Nella definizione di questa classe rientrano tutte le attività o passività finanziarie che comportano pagamenti fissi o determinabili con una scadenza fissata. In questo caso si ha la necessità per i detentori di non vendere l'attività finanziaria prima della scadenza. La normativa, inoltre, prevede che l'impresa non debba classificare l'attività finanziaria nella seguente categoria se si sono verificate vendite o riclassificazioni per un importo rilevante.

Proprio per questo ultimo motivo, e per il fatto che le quote di partecipazione al capitale non hanno un vero e proprio mercato di negoziazione, non si è ritenuto adeguato inserirle in tale categoria.

3. Finanziamenti e crediti (loans and receivables, L&R)

Vi sono tutte quelle attività con pagamenti fissi o determinabili che non sono quotati in un mercato attivo, originate o acquistate dall'impresa fornendo denaro, beni o servizi. Ai fini dell'attribuzione a questa classe non ci deve essere l'intenzione di vendere a breve termine (*held for trading*) e deve essere contemplata la possibilità di non recuperare tutto l'investimento iniziale.

Le ragioni che hanno presumibilmente portato a non ritenere opportuno imputare le quote di partecipazione a tale categoria sono dovute all'atipicità e l'unicità che caratterizza l'operazione di rivalutazione del capitale della Banca d'Italia.

4. Attività disponibili per la vendita (Available For Sale, AFS)

In questa categoria rientrano tutte le attività e le passività finanziarie che non sono state inserite, per le loro peculiari caratteristiche, all'interno delle precedenti tre.

Questa classe è stata ritenuta la più adeguata proprio per le caratteristiche uniche e atipiche che l'operazione di rivalutazione ha comportato, determinandone l'iscrizione al *fair value*.

Va ricordato che attualmente le categorie previste per le attività finanziarie sono solamente tre: secondo i principi dell'IFRS 9, avendo superato il periodo di transizione previsto di 36 mesi, le partecipazioni al capitale sono ora contabilizzate come ritenuto più opportuno dalle diverse entità partecipative.

Tutti i soggetti in possesso delle quote di partecipazione al capitale della Banca d'Italia hanno quindi dovuto, per obbligo di legge, attuare le seguenti scritture di bilancio:

1. cancellare il valore delle quote dalla voce che era stata assegnata alle azioni dai soggetti in possesso delle stesse;
2. iscrivere nella voce *Attività finanziarie disponibili per la vendita* il valore nominale delle quote in possesso del partecipante in una misura pari a 25.000 euro per ogni azione posseduta;
3. la differenza, invece, tra il nuovo valore imputato alle quote del capitale e quello precedentemente iscritto in bilancio è dovuto essere iscritto in contropartita alle precedenti due operazioni nella voce *Utili o Perdite da Partecipazioni* del Conto Economico.

In questo senso i destinatari della disciplina sono sia coloro che sono sottoposti alle discipline imposte a livello internazionale (IAS e IFRS) sia soggetti che non vi rientrano e che redigono il bilancio secondo disposizioni diverse (es. l'INPS).

Per chiarire meglio con quali modalità la legge *IMU-BankItalia* abbia influito all'interno dei documenti di bilancio degli istituti partecipanti è bene prendere come esempio uno dei bilanci di tali enti. In questa sede è stato considerato il bilancio del Gruppo Intesa Sanpaolo.

Il Gruppo Intesa Sanpaolo comprende diversi enti creditizi e nel 2012 – come ancora oggi – possedeva partecipazioni al capitale della Banca d'Italia tutt'altro che irrilevanti. Come primo azionista, alla chiusura dell'ultimo esercizio prima dell'approvazione della riforma esso deteneva – direttamente o indirettamente – una totalità di 127.266 quote azionarie pari a circa il 42% del capitale e ben sopra al limite del 3% previsto dalla nuova riforma.

Il passaggio delle quote da un valore nominale di soli € 0,52 euro a uno di € 25.000 – assunto come valore calcolato al *fair value* – ha fatto sì che il valore complessivo imputato alle attività disponibili per la vendita sia quintuplicato, passando da soli 624 milioni a 3.182 milioni di euro in prospettiva del bilancio consolidato. Tale incremento ha inciso in primo luogo sugli attivi dello Stato Patrimoniale: le precedenti quote corrispondenti a 624 milioni sono state cancellate e sostituite con la nuova rivalutazione per 3.182 milioni nella voce 40 *Attività finanziarie disponibili per la vendita*, in conformità con la legge. In contropartita, sempre secondo sempre la normativa dello IAS 39, la parte di differenza tra le due voci (2.588 milioni) è stata imputata all'interno della voce *Utili o perdite da partecipazioni* del Conto Economico. Di seguito sono riportate estratti dal Bilancio Consolidato del Gruppo Intesa nel 2013, in riferimento alle voci appena elencate.

SEZIONE 4 - ATTIVITÀ FINANZIARIE DISPONIBILI PER LA VENDITA – VOCE 40

4.1 Attività finanziarie disponibili per la vendita: composizione merceologica

| Voci/Valori | 31.12.2013 | | | 31.12.2012 | | |
|----------------------------|----------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| | Livello 1 | Livello 2 | Livello 3 | Livello 1 | Livello 2 | Livello 3 |
| 1. Titoli di debito | 102.354 | 3.610 | 826 | 86.895 | 4.656 | 778 |
| 1.1 Titoli strutturati | 3 | - | - | 4 | - | - |
| 1.2 Altri titoli di debito | 102.351 | 3.610 | 826 | 86.891 | 4.656 | 778 |
| 2. Titoli di capitale | 832 | 438 | 4.153 | 1.029 | 522 | 1.101 |
| 2.1 Valutati al fair value | 832 | 438 | 4.136 | 1.029 | 513 | 1.082 |
| 2.2 Valutati al costo | - | - | 17 | - | 9 | 19 |
| 3. Quote di O.I.C.R. | 2.312 | 116 | 623 | 1.521 | 81 | 589 |
| 4. Finanziamenti | - | 32 | 6 | - | 5 | 32 |
| TOTALE | 105.498 | 4.196 | 5.608 | 89.445 | 5.264 | 2.500 |

Estratto dei documenti di bilancio consolidato redatti dal Gruppo Intesa Sanpaolo in riferimento all'esercizio del 2013

In questo primo estratto viene mostrato, nella voce 2.1 *Valutati al fair value*, l'effettivo aumento delle quote di partecipazione al capitale dell'istituto monetario. Esse sono poste al livello 3 delle attività valutate al *fair value* perché il loro valore, essendo previsto dalla legge sulla base di tecniche di valutazione redatte da esperti

di alto livello indipendenti, non può essere calcolato: non si hanno informazioni osservabili sul mercato né delle variabili utilizzate nel modello, né dei prezzi; le azioni non hanno un vero e proprio mercato di scambio.

Nella tabella successiva sono invece riportate le variazioni annue avute tra l'anno 2012 e il 2013 in riferimento alla voce 100 dell'attivo dello Stato Patrimoniale (*Partecipazioni*) dove erano precedentemente imputate le quote di partecipazione al capitale della Banca d'Italia. Dovendo, per legge, cancellare le quote dalla voce 100, vi sarà quindi riportata la variazione in diminuzione delle stesse in particolare nella voce C3 *Altre variazioni*, per un totale complessivo di 624 milioni.

Con riguardo alla voce 240 del Conto Economico (*Utili o perdite dalle partecipazioni*), il Gruppo Intesa ha realizzato – proprio grazie all'imputazione delle quote del capitale di Banca d'Italia – dei proventi che si

10.3 Partecipazioni: variazioni annue

| | 31.12.2013 | Di cui: | | | (milioni di euro) |
|--|---------------|-----------------|-----------------------|---------------|-------------------|
| | | Gruppo bancario | Imprese di assicuraz. | Altre imprese | 31.12.2012 |
| A. Esistenze iniziali | 2.706 | 2.337 | - | 369 | 2.630 |
| B. Aumenti | 491 | 462 | - | 29 | 369 |
| B.1 acquisti | 341 | 323 | - | 18 | 283 |
| <i>di cui operazioni di aggregazione aziendale</i> | - | - | - | - | - |
| B.2 riprese di valore | - | - | - | - | - |
| B.3 rivalutazioni | 129 | 122 | - | 7 | 86 |
| B.4 altre variazioni | 21 | 17 | - | 4 | - |
| C. Diminuzioni | -1.206 | -1.200 | - | -6 | -293 |
| C.1 vendite | -28 | -22 | - | -6 | -28 |
| C.2 rettifiche di valore ^(a) | -381 | -381 | - | - | -209 |
| C.3 altre variazioni | -797 | -797 | - | - | -56 |
| D. Rimanenze finali | 1.991 | 1.599 | - | 392 | 2.706 |
| E. Rivalutazioni totali | 2.057 | 2.043 | - | 14 | 1.928 |
| F. Rettifiche totali | 1.496 | 1.496 | - | - | 1.115 |

^(a) Comprensivo di -211 euro/mil riferiti a perdita delle partecipazioni valutate al Patrimonio Netto

possono definire «straordinari», a differenza invece delle perdite registrate nel bilancio dell'anno precedente. Alla sottovoce *Altri proventi* è stata infatti imputata la differenza tra la valutazione delle vecchie e quella delle nuove quote pari a 2.558 milioni di euro.

SEZIONE 16 – UTILI (PERDITE) DELLE PARTECIPAZIONI - VOCE 240
16.1 Utili (Perdite) delle partecipazioni: composizione

| Componenti reddituali/Valori | 2013 | Di cui: | | | (milioni di euro) |
|---|--------------|-----------------|--------------------------|---------------|-------------------|
| | | Gruppo bancario | Imprese di assicurazione | Altre imprese | 2012 |
| 1) Imprese a controllo congiunto | | | | | |
| A. Proventi | 21 | 21 | - | - | 15 |
| 1. Rivalutazioni | 21 | 21 | - | - | 15 |
| 2. Utili da cessione | - | - | - | - | - |
| 3. Riprese di valore | - | - | - | - | - |
| 4. Altri proventi | - | - | - | - | - |
| B. Oneri | -4 | -4 | - | - | -8 |
| 1. Svalutazioni | -2 | -2 | - | - | -7 |
| 2. Rettifiche di valore da deterioramento | -2 | -2 | - | - | -1 |
| 3. Perdite da cessione | - | - | - | - | - |
| 4. Altri oneri | - | - | - | - | - |
| Risultato netto | 17 | 17 | - | - | 7 |
| 2) Imprese sottoposte a influenza notevole | | | | | |
| A. Proventi | 2.687 | 2.680 | - | 7 | 71 |
| 1. Rivalutazioni | 108 | 101 | - | 7 | 71 |
| 2. Utili da cessione | 21 | 21 | - | - | - |
| 3. Riprese di valore | - | - | - | - | - |
| 4. Altri proventi | 2.558 | 2.558 | - | - | - |
| B. Oneri | -378 | -378 | - | - | -201 |
| 1. Svalutazioni | -210 | -210 | - | - | -184 |
| 2. Rettifiche di valore da deterioramento | -168 | -168 | - | - | -17 |
| 3. Perdite da cessione | - | - | - | - | - |
| 4. Altri oneri | - | - | - | - | - |
| Risultato netto | 2.309 | 2.302 | - | 7 | -130 |
| TOTALE | 2.326 | 2.319 | - | 7 | -123 |

*Estratto dei documenti di bilancio consolidato redatti dal Gruppo Intesa Sanpaolo
in riferimento all'esercizio del 2013*

In conclusione, si può dire che gli istituti partecipanti al capitale della Banca d'Italia sono stati influenzati, in maniera più o meno forte a tale rivalutazione soprattutto in relazione alla quantità di quote che sono “in pancia” ad ogni istituto, migliorandone il risultato di bilancio.

2.3 CONSEGUENZE A LIVELLO FISCALE: COME LA LEGGE N. 5 DEL 2014 HA INFLUITO IN TERMINI DI GETTITO

Il trasferimento obbligatorio della partecipazione al capitale della Banca d'Italia nella voce “*Available For Sale*” e l'iscrizione della differenza tra la il nuovo e il vecchio valore della partecipazione nella voce *Utili o perdite dalle partecipazioni* così come previsto dall'art. 6, c. 6 della legge *IMU-BankItalia* ha generato un disallineamento tra il valore delle nuove quote corrispondente al valore nominale previsto per legge e il valore fiscalmente riconosciuto.

Per risolvere tale disallineamento, il 27 dicembre 2013 viene emanata un'altra legge (n. 147), proprio in riferimento alla precedente che prevede una precisa disciplina fiscale con lo scopo quello di riallineare i valori attraverso un'imposta sostitutiva.

Nella prima parte del comma 148, all'articolo 1 della legge n. 147 del 27 dicembre 2013 si legge:

Al trasferimento previsto dal comma 6 dell'articolo 6 del decreto-legge 30 novembre 2013, n. 133, si applica l'articolo 4 del decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 8 giugno 2011, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 135 del 13 giugno 2011, qualunque sia la categoria di provenienza.

Andando ad analizzare la *ratio* dell'articolo preso in esame, si può notare come esso – in primo luogo – prenda atto del trasferimento delle quote di partecipazione della Banca d'Italia ad una categoria predefinita; e – in secondo luogo – rimandi tutta la disciplina a un articolo del decreto del Ministro dell'economia dell'8 giugno 2011 a prescindere dalla categoria di provenienza della partecipazione.

Quest'ultimo decreto sancisce tutte le disposizioni di coordinamento tra i principi contabili internazionali e le regole di determinazione della base imponibile dell'IRES e dell'IRAP.

Dall'articolo di rimando si legge:

Art. 4: Riclassificazione delle attività finanziarie

Nella riclassificazione di uno strumento finanziario in una delle altre categorie previste dallo IAS 39, che comporta il passaggio ad un diverso regime fiscale dello strumento stesso, il valore dello strumento finanziario iscritto nella nuova categoria, quale risultante da atto di data certa e, in ogni caso, dal bilancio d'esercizio approvato successivamente alla data di riclassificazione, assume rilievo fiscale.

Il differenziale tra il valore di cui al comma precedente ed il valore fiscalmente riconosciuto prima della riclassificazione dello strumento finanziario in un'altra categoria tra quelle contemplate dallo IAS 39 rileva secondo la disciplina fiscale applicabile allo strumento finanziario prima della riclassificazione.

Decreto del Ministro dell'Economia dell'8 giugno 2011

La situazione in cui ci si trova è quindi delineata in questo articolo, il quale identifica la rilevanza a livello fiscale e ne impone la disciplina da applicare prima della riclassificazione.

La seconda parte del c. 148 fa invece riferimento alle modalità e ai termini con cui i maggiori valori iscritti nel bilancio saranno assoggettati dalla dottrina fiscale, rimandando a due precedenti commi della stessa legge, in particolare:

[...] ai maggiori valori iscritti in bilancio [...] si applica un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'imposta regionale sulle attività produttive e di eventuali addizionali, con l'aliquota di cui al comma 143, da versarsi nei modi e nei termini previsti dal comma 145.

Gli articoli a cui si fa rimando fanno riferimento rispettivamente all'aliquota dell'imposta che dovrà essere applicata (art. 143) e alle modalità con cui tale imposta dovrà essere versata (art. 145).

L'imposta prevista dalla legge è un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'imposta regionale sulle attività produttive e di eventuali addizionali nella misura del 16 per cento per i beni ammortizzabili e del 12 per cento per i beni non ammortizzabili.

Invece, le modalità di versamento previste richiedono la disposizione di tre rate annuali di pari valore che quindi dovranno essere corrisposte negli anni 2014, 2015 e 2016.

La circolare numero 4 del 2014 dell'Agenzia delle Entrate che prende visione di tale disciplina e giustamente mette in evidenza anche come vengono surclassate le disposizioni previste dall'articolo 87 del Testo Unico delle Imposte sui Redditi (TUIR), il quale avrebbe previsto per tale tipo di plusvalenze la completa esenzione dall'imposizione fiscale.

Per evidenziare le conseguenze fiscali che si sono ripercosse sulle imprese partecipanti si torna al precedente esempio del bilancio del Gruppo Intesa Sanpaolo del 2013.

Conto economico consolidato

| | 2013 | 2012 | (milioni di euro) | |
|--|---------------|--------------|-------------------|---|
| | | | variazioni | |
| | | | assolute | % |
| 280. Utile (Perdita) della operatività corrente al lordo delle imposte | -4.816 | 2.967 | -7.783 | |
| 290. Imposte sul reddito dell'esercizio dell'operatività corrente | 259 | -1.313 | 1.572 | |
| 300. Utile (Perdita) della operatività corrente al netto delle imposte | -4.557 | 1.654 | -6.211 | |
| 310. Utile (Perdita) dei gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte | - | - | - | |
| 320. Utile (perdita) d'esercizio | -4.557 | 1.654 | -6.211 | |
| 330. Utile (Perdita) d'esercizio di pertinenza di terzi | 7 | -49 | 56 | |
| 340. Utile (perdita) d'esercizio di pertinenza della capogruppo | -4.550 | 1.605 | -6.155 | |
| Utile base per azione (basic EPS) - euro | -0,28 | 0,10 | | |
| Utile diluito per azione (diluted EPS) - euro | -0,28 | 0,10 | | |

Estratto dei documenti di bilancio consolidato redatti dal Gruppo Intesa Sanpaolo in riferimento all'esercizio del 2013

Il Bilancio del Gruppo Intesa ha registrato per il 2013 un totale di 379 milioni in riguardo all'onere fiscale dell'imposta sostitutiva del 12% applicata alla differenza tra:

- il valore nominale dei nuovi titoli: per il Gruppo Intesa ammonta a € 3.182 milioni, dato dal prodotto tra il valore nominale di una quota (€ 25.000) e il numero delle quote possedute a livello consolidato (127.266);
- il valore fiscalmente riconosciuto dei titoli annullati, che – non essendo indicato in maniera inconfutabile all'interno del bilancio – si desume essere, mediante un calcolo inverso, pari a € 24 milioni

La base imponibile è data dal rapporto tra l'onere fiscale e l'aliquota considerata:

$$\text{base imponibile} = \frac{\text{oneri fiscali}}{\text{aliquota}} = \frac{379 M}{12\%} \cong 3,158 M$$

Dalla differenza tra il valore nominale dei titoli e la base imponibile si ottiene il valore fiscalmente riconosciuto:

$$\begin{aligned} \text{valore fiscalmente riconosciuto} &= \text{valore nominale} - \text{base imponibile} = \\ &3.182 M - 3.158 M = 24 M \end{aligned}$$

| | | | |
|---|---|------|--------|
| Imposte sul reddito dell'operatività corrente | | -875 | -1.523 |
| | Voce 290 - Imposte sul reddito dell'esercizio dell'operatività corrente | 259 | -1.313 |
| | + Voce 30 (parziale) - Margine di interesse (Transazione fiscale) | - | -10 |
| | + Voce 220 (parziale) Altri proventi / oneri di gestione (Transazione fiscale) | - | -6 |
| | - Voce 290 (parziale) - Imposte sul reddito dell'esercizio dell'operatività corrente (Rettifiche su avviamento) | -962 | - |
| | - Voce 290 (parziale) - Imposte sul reddito dell'esercizio dell'operatività corrente (Oneri di integrazione) | -35 | -54 |
| | - Voce 290 (parziale) - Imposte sul reddito dell'esercizio dell'operatività corrente (Effetto dell'allocazione dei costi di acquisizione) | -137 | -140 |

Estratto preso dai documenti di bilancio consolidato redatti dal Gruppo Intesa Sanpaolo in riferimento all'esercizio del 2013

Il prospetto in alto mostra da cosa sono formate le imposte sul reddito dell'operatività corrente. Il valore contabilizzato è stato pari a 875 milioni, meno della metà di quello registrato nel bilancio del 2012. Dalla relazione che accompagnava il bilancio, il Gruppo Intesa riteneva che tale minor valore fosse da imputare in primo luogo alla base imponibile più modesta del bilancio, dovuta anche agli esiti particolarmente negativi dell'*impairment test*, e in secondo luogo dall'effetto positivo che ha avuto l'applicazione dell'imposta sostitutiva sul maggior valore delle quote del capitale di Banca d'Italia.

A ragione di ciò, il *paper* riporta anche dei due anni messi a confronto. Nell'anno 2013 il tax rate si era attestato al 35,2%, mentre nell'anno 2012 misurava il 42,2%. Anche qui la differenza tra le due percentuali è stata attribuita alla *minore fiscalità sulla rilevazione delle nuove quote partecipative nel capitale della Banca d'Italia e della deducibilità ai fini IRAP delle rettifiche di valore nette su crediti a clientela in applicazione della Legge n. 147 del 2013*. (fonte: documenti contabili del Gruppo Intesa per l'anno 2013)

Nel 2014 il legislatore ha ritenuto opportuno aumentare l'aliquota dell'imposta differita al 26% dei maggiori valori iscritti in bilancio e le modalità di versamento sono state modificate in direzione di un'unica soluzione entro il termine previsto per il saldo del 2013.

2.4 RIACQUISTO DELLE PROPRIE QUOTE:

LA BANCA D'ITALIA DIVENTA UN MARKET MAKER

La limitazione del numero delle quote che possono essere detenute da ogni partecipante al capitale della banca centrale – posta dall'art. 4 del d.l. 30 novembre 2013, n. 133 – ha portato a una serie di problematiche relative alle modalità di cessione delle partecipazioni in eccesso.

Per tale motivo il legislatore ha reputato necessario inserire all'interno dell'articolo un ulteriore comma che potesse aiutare i partecipanti a smobilizzare il capitale posseduto in eccesso. La modalità scelta prevedeva, in via transitoria, il riacquisto delle proprie azioni da parte della stessa Banca d'Italia.

L'acquisizione delle quote partecipative – che risulta del tutto innovativa – pone la Banca d'Italia come *market maker* all'interno del mercato ed è stata posta al fine di consentire un passaggio più fluido e scorrevole delle quote tra vecchi e nuovi partecipanti.

Un *market maker* è infatti un operatore specializzato che si è impegnato ad acquistare e vendere all'interno del mercato borsistico un certo numero di titoli su base continuativa. La Banca d'Italia in questo caso può essere considerata come un *market maker*, ma *sui generis*: il mercato in cui essa opera non è regolamentato e le modalità di acquisto e vendita sono espressamente autorizzate dal Consiglio Superiore e previo parere favorevole del Collegio Sindacale della Banca.

Gli estremi che portano invece, a vedere questo sistema come un vero e proprio mercato sono da identificare nel fatto che si sia stabilito un luogo nel quale si realizzano gli scambi di specifici beni (le quote) e nel quale figurano acquirenti e venditori, ancorché fortemente limitati ai soggetti che risultano in precise categorie professionali previste dalla legge.

La transitorietà dell'acquisizione di Banca d'Italia delle quote è inoltre accompagnata dalla possibilità di stipulare contratti aventi per oggetto le stesse, nonché dall'obbligo di assicurare *trasparenza* e *parità di trattamento* oltre che la salvaguardia del patrimonio della Banca d'Italia. L'art. 4 si occupa della questione. Al c. 6 statuisce quanto segue:

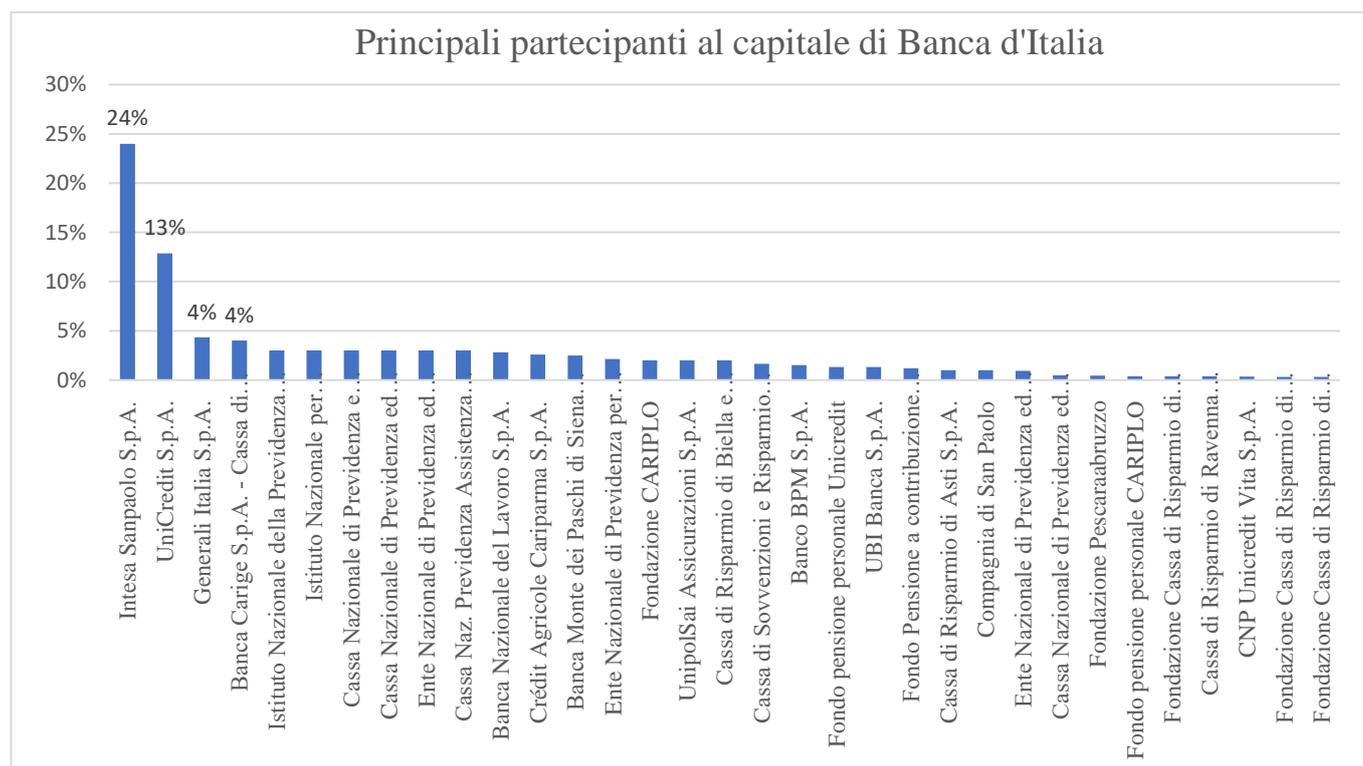
La Banca d'Italia, al fine di favorire il rispetto dei limiti di partecipazione al proprio capitale fissati al comma 5, può acquistare temporaneamente le proprie quote di partecipazione e stipulare contratti aventi ad oggetto le medesime. Tali operazioni sono autorizzate dal Consiglio Superiore con il parere favorevole del Collegio Sindacale ed effettuate con i soggetti appartenenti alle categorie di cui al comma 4, con modalità tali da assicurare trasparenza e parità di trattamento. Per il periodo di tempo limitato in cui le quote restano nella disponibilità della Banca d'Italia, il relativo diritto di voto è sospeso e i dividendi sono imputati alle riserve statutarie della Banca d'Italia.”

Decreto-legge 30 novembre 2013, n. 133 – Art. 4, c. 6

Le modalità con cui dovrebbe avvenire il riacquisto sono rimandate al Consiglio Superiore, il quale, *avendo a riferimento la salvaguardia del patrimonio della Banca, disciplina i casi, i limiti, le modalità e le condizioni sulla base delle quali, al fine di favorire il rispetto dei limiti di partecipazione al capitale di cui al comma 4, la Banca può acquistare temporaneamente quote del proprio capitale dai soggetti indicati nel comma 3* (nuovo Statuto della Banca d'Italia). In più, è previsto dallo statuto che le quote di partecipazione non dovranno essere acquistate con un corrispettivo superiore a quello del valore nominale, pari a € 25.000.

Il periodo di transizione nel quale è stata consentita la riacquisizione del capitale da Banca d'Italia era stato previsto per i due anni successivi all'emanazione della legge (nel 2016), al termine del quale tutti i partecipanti dovevano aver liquidato tutte le quote in eccesso ed essere rientrati nel limite del 3%. Nel 2016, però, le quote in eccesso effettivamente vendute sono state un totale di circa 1 miliardo di euro, per un controvalore pari a solo un quinto del valore che effettivamente doveva essere venduto.

Ancora oggi, dalla distribuzione delle quote del capitale si evince come in realtà, pur avendo ampliato il numero dei partecipanti e diluito la concentrazione del capitale, molte delle istituzioni possidenti quote sono ancora di molto sopra al limite del 3% imposto. La seguente tabella – già esposta nel cap. 1 – mostra l'attuale composizione del capitale della Banca d'Italia.



Elaborazione basata sui dati reperiti dall'elenco dei partecipanti al capitale della Banca d'Italia aggiornato al 31 marzo 2019

Nella tabella si osserva chiaramente come le prime 4 istituzioni rappresentate superino il 3% stabilito: Intesa Sanpaolo e UniCredit, in particolare, hanno una percentuale di molto superiore alla soglia minima stabilita pari rispettivamente al 24 e al 13%.

L'esiguo smobilizzo delle quote ha comportato un prolungamento nel ruolo della Banca d'Italia come *market maker*, approvato nella seduta del 28 aprile del 2016 dal Consiglio Superiore, previo parere favorevole del Collegio sindacale.

Tale seduta ha inoltre previsto lo sviluppo di un mercato secondario delle quote all'interno di uno specifico segmento dell'e-MID¹³ dove, oltre alla Banca d'Italia, lavorano come *market maker* anche altre istituzioni che si impegnano ad operare entro certi limiti di ammontare. L'acquisto e la vendita delle quote però può portare al superamento da parte dei *market makers* del limite del 3% e quindi incidere negativamente sullo scopo di base sul quale è stata progettata la disciplina: per questo la Banca d'Italia rimane come *market maker*, disponibile per l'acquisto temporaneo delle quote in eccesso.

Le disposizioni in merito, inoltre, prevedono l'obbligo per la Banca d'Italia di vendere le quote in suo possesso - che non possono mai superare i 500 milioni – a investitori che godano dei requisiti previsti dalla legge e che con l'acquisto non superino il limite del 3% a un prezzo non superiore al valore nominale.

Con la limitazione del valore al quale è consentito l'acquisto del titolo, la Banca d'Italia può essere considerata come il compratore di ultima istanza al quale possono far affidamento le istituzioni o i *market maker* per non superare il 3% o per smobilizzarle in maniera più veloce possibile. In questo modo la Banca d'Italia può influenzare il prezzo delle quote che viene scambiato all'interno dei mercati OTC (*over-the-counter*), ponendo il valore nominale delle quote come limite inferiore di prezzo.

In aggiunta, la Banca d'Italia è stata autorizzata con la legge fin qui riportata a dematerializzare le quote di partecipazione. I termini per il procedimento alla dematerializzazione prevedevano la *scritturazione sui conti aperti dalla Banca d'Italia a nome dei partecipanti* nei quali si depositano le quote di partecipazione, registrate presso Monte Titoli S.p.A. in distinti «conti terzi liquidatori» intestati alla Banca d'Italia.

¹³ L'e-MID (*electronic Market for Interbank Deposit*) è una piattaforma elettronica multilaterale per la negoziazione di depositi interbancari in Europa e negli USA, supervisionata, in Italia dalla CONSOB e dalla Banca d'Italia (Sito: <https://www.e-mid.it/>)

2.5 IL PARERE DELLA BCE: LA NORMATIVA NELLA PROSPETTIVA EUROPEA

Essendo parte del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC), la Banca d'Italia è assoggettata ai pareri della BCE. Per questo motivo la legge *IMU–BankItalia* è stata sottoposta al parere di Francoforte: in particolare, relativamente all'aumento del capitale di Via Nazionale.

Le principali critiche mosse dalla BCE riguardano le tempistiche utilizzate dal MEF: la richiesta di un parere è stata inviata il 22 novembre e dopo solo 5 giorni, prima della risposta da parte della BCE, il decreto-legge 133/2013 è stato approvato. Questo, secondo le disposizioni della *Decisione 98/415/CE*, equivale a non aver affatto richiesto tale parere. In ragione di ciò, la BCE ha puntato l'attenzione sulle modalità di consultazione, soprattutto per l'importanza del decreto in quanto alle disposizioni riguardanti la Banca d'Italia. Le altre critiche mosse dalla BCE sono in riguardo alla metodologia che è stata utilizzata dal comitato di esperti di alto livello nel valutare il capitale della Banca d'Italia.

Il metodo adottato, seppur di prassi per la valutazione delle banche, è stato giudicato come poco realistico in termini di ampiezza dell'arco di tempo considerato: si tratta infatti di un periodo superiore ai 20 anni, sui quali i dati utilizzati al fine del calcolo del capitale risulterebbero poco robusti e con una esigua probabilità di realizzo.

La BCE suggeriva al Governo italiano che, siccome il decreto era stato emanato e tornare indietro sarebbe risultato poco probabile, di agire il più prudentemente possibile e nel pieno rispetto dei principi previsti dai trattati europei, in particolare in tema dell'indipendenza delle banche centrali.

In generale, la BCE si è espressa in termini che potrebbero essere considerati favorevoli, soprattutto in merito all'imposizione di un limite massimo distribuibile come dividendo e alle politiche adottate al fine di non favorire la concentrazione del capitale in mano a pochi.

Le disposizioni, infatti, si muovono in una direzione che si può definire “europeizzante” proprio perché va a sottolineare i punti sui quali si concentrano le norme comunitarie. La esplicita riaffermazione dell'indipendenza e dell'autonomia finanziaria sono in grado di *accentuare l'indipendenza della Banca d'Italia e la percezione di tale indipendenza da parte del pubblico attraverso una più equilibrata distribuzione delle quote fra gli azionisti* (fonte: parere della BCE del 27 novembre del 2013 in merito al decreto – legge numero 133).

La BCE invece risulta imparziale riguardo alla possibilità della banca centrale italiana di riacquistare temporaneamente le proprie quote. Tuttavia, mette in luce il fatto che, seppure di carattere temporaneo, tali modalità dovranno comunque essere *conformi a tutte le pertinenti normative dell'Unione*.

2.6 LE PRINCIPALI CRITICHE: AIUTI ALLE BANCHE O AIUTI ALLO STATO?

Le critiche mosse alla legge IMU-Bankitalia sono risultate numerose, spesso anche infondate o non veritiere. In questa sede non si vogliono fornire giudizi “normativi” sul provvedimento in parola ma, piuttosto, riportare in maniera quanto più oggettiva possibile quali sono state le limitazioni della legge e le obiezioni sollevate.

Una delle principali critiche al decreto si attesta essere quella che la normativa sarebbe di fatto un «regalo alle banche». In quel periodo, infatti, molte testate riportavano dei chiari rimproveri nei confronti del decreto in merito ai forti aiuti che le principali banche azioniste – Intesa Sanpaolo e UniCredit – avrebbero ottenuto dall’emanazione di tale decreto. In particolare, il rimprovero si basava sul fatto che il decreto avrebbe consentito un miglioramento del risultato di bilancio dei detentori del capitale proprio grazie all’aumento del valore nominale delle singole quote, consentendo alle due banche sopracitate di ripararsi dalle pesanti normative imposte a tali soggetti dalla disciplina internazionale in materia di rischi.

Sempre in tema di «aiuti alle banche», un’altra critica riguardava il limite massimo di quote detenibili dalle istituzioni: la formazione di un mercato in cui scambiare le quote del capitale di Via Nazionale avrebbe fatto ottenere agli enti creditizi una liquidità di gran lunga superiore rispetto al valore precedentemente ipotizzabile.

Altre critiche investivano i dividendi massimi distribuibili. La normativa ha infatti fissato un limite massimo pari al 6% del capitale sociale, che in termini numerici corrisponderebbe a 450 milioni: un importo di gran lunga superiore a quello distribuito nell’anno di emanazione della normativa, che invece era pari a 70 milioni.

È bene però considerare la necessità della Banca d’Italia di uniformarsi alla disciplina europea, ponendo un limite che nella sostanza non era presente: i dividendi distribuiti erano ancorati al risultato delle riserve statuarie, che in quel periodo risultavano in rapida crescita. Va inoltre ricordato che i dividendi, così come riportato dal grafico del sottopar. 2.1.2, sono raddoppiati nel corso di un decennio: in una prospettiva di lungo periodo essi sarebbero potuti schizzare anche ben al di sopra dei 450 milioni previsti dall’attuale Statuto.

Sebbene queste critiche possano avere un fondo di verità – soprattutto in riguardo alle tempistiche di formazione della legge, che potrebbero essere considerate “sospette” –, bisogna tener conto del fatto che una rivalutazione del capitale della Banca d’Italia era di fatto necessaria, essendo il capitale azionario rimasto tale sin dal momento della nascita della Banca e quindi sostanzialmente non rappresentativo della situazione reale. Oltre a ciò, le riserve statuarie stavano crescendo in maniera esponenziale, creando una differenza troppo ampia tra loro e il capitale sociale.

L’osservazione svolta invece in riguardo all’aumento definito come “artificiale” del patrimonio di vigilanza delle banche detentrici delle quote del capitale, la Banca d’Italia ne era consapevole e prese atto. La rivalutazione consentirebbe appunto l’aumento del patrimonio “*di migliore qualità*”, ma la Banca d’Italia si

difende giustificando l'incremento di natura "artificiale" ma dipendente proprio dall'applicazione delle norme contabili internazionali. La Banca, inoltre, afferma che:

Comunque, non potrà essere incluso nel capitale iniziale valido ai fini dell'asset quality review delle maggiori banche europee condotto dall'Eurosistema in vista del lancio del Meccanismo unico di vigilanza, in quanto a tal fine si applicano i filtri prudenziali previsti nelle norme della Banca d'Italia.

Conseguenze per la Banca d'Italia della legge 29 gennaio 2014, n. 5

Diversi commenti di disapprovazione sono stati rivolti, poi, al fatto che l'imposta sostitutiva del 12% – poi aumentata al 26% – possa essere stata decisa al fine di coprire il minor gettito dovuto all'abolizione dell'IMU.

Un'altra osservazione è stata fatta riguardo alla possibilità di ricondurre il decreto al tema degli aiuti di Stato: a tale riguardo è stata infatti mossa una denuncia alla Commissione Europea in riferimento al dubbio che le riserve della Banca d'Italia siano pubbliche o private.

In tale denuncia, come fa notare il professor Capriglione¹⁴, non si tiene infatti conto che – come affermato nel precedente capitolo – la Banca d'Italia è di sua origine privata, e può essere in tutto inserita nella categoria delle banche centrali con capitale privato non quotate in Borsa.

L'osservazione in merito mette ulteriormente in risalto il fatto che l'aumento del capitale sociale è stato eseguito in primo luogo con le riserve statuarie a disposizione della stessa Banca: risulta pertanto impossibile ricondurlo alla nozione di «aiuti di Stato» così come interpretata dalla normativa europea, e in secondo luogo, si mette in risalto che l'unico dubbio che si può muovere in merito alla non legittimazione dell'aumento di capitale si può riferire alle modalità di valutazione definite dal comitato di esperti di alto livello.

Quanto alle cifre dell'aumento di capitale, dal punto di vista metodologico possono essere sollevate numerose obiezioni. Le analizzeremo con maggior dettaglio nel prossimo capitolo.

¹⁴ CAPRIGLIONE F. – PELLEGRINI M. (a cura di), *La rivalutazione del capitale della Banca d'Italia*, Milano, Wolters Kluwer (italia), CEDAM, 2014

Capitolo 3

Luci e ombre sulla valutazione del capitale di una banca centrale: il caso italiano

3.1 PERCHÉ LA BANCA D'ITALIA AUMENTA IL CAPITALE AZIONARIO?

I fondamenti teorici su cui si è basata la legge 29 gennaio 2014, n. 5, sono stati elaborati nel documento *Un aggiornamento del valore delle quote di capitale della Banca d'Italia*, pubblicato sul sito della Banca d'Italia l'11 novembre 2013. Il rapporto è stato redatto da un Comitato di esperti di alto livello composto dai professori Franco Gallo, Lucas Papademos e Andrea Sironi, nominati dalla Banca d'Italia su richiesta del Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Il fine ultimo del documento era quello di poter valutare quanto avrebbe potuto valere, in quel momento, il capitale azionario della Banca d'Italia, tenendo conto dei principi generali della finanza. La necessità di una rivalutazione dell'*equity* dell'istituto di emissione italiano ha diverse motivazioni che vengono chiarite nel documento stesso e che in buona parte sono già state specificate nel precedente capitolo. In particolare, il rapporto identifica tre ragioni¹⁵:

1. evitare di fornire la percezione sbagliata che l'elevata concentrazione del sistema finanziario e quindi delle percentuali di partecipazioni al capitale dell'istituto potesse influenzare in qualche modo l'operato della Banca in materia di politica monetaria;
2. eliminare gli effetti negativi che la legge 262/2005 poteva avere se applicata – così come previsto – all'interno dei delicati equilibri di indipendenza su cui la Banca d'Italia si regge;¹⁶

¹⁵ Cfr. *Un aggiornamento del valore delle quote di capitale della Banca d'Italia*, consultabile all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2013/Valore_quote_capitale_BI.pdf

¹⁶ Per equilibrio si fa riferimento alla combinazione di leggi e principi di *governance* che, dato un determinato assetto proprietario, sono idonei ad assicurare l'indipendenza dall'influenza pubblica e privata a un istituto di emissione. Cfr. paragrafo 1.5 *La Banca d'Italia: una banca privata non quotata*

3. modificare le norme che disciplinano la struttura della proprietà della Banca in modo da sancire una maggiore indipendenza dall'influenza privata, sottolineando il concetto fondamentale che i partecipanti al capitale non hanno nessun diritto economico *sulla parte delle riserve rivenienti dal signoraggio, poiché quest'ultimo deriva esclusivamente dall'esercizio di una funzione pubblica (l'emissione di banconote) attribuita per legge alla banca centrale.*

Per affrontare tali questioni si è identificata come soluzione possibile quella di calcolare al *fair value* – cioè a valori correnti – il valore delle quote del capitale sociale.

Storicamente, il capitale della Banca d'Italia non ha subito grandi cambiamenti; anzi, si può dire che dal 1893 – l'anno della sua fondazione – non sia cambiato affatto. Ripercorrendo in breve la storia del capitale dell'istituto, infatti, l'unico evento rilevante avvenne nel 2000, quando l'*equity* contabilizzato per £ 300 mln venne convertito in € 156.000 secondo il rapporto di cambio previsto di £ 1.936,27 per un euro.

L'ammontare di € 156.000 fu calcolato in base alle modalità previste dall'articolo 17 – *Conversione in euro del capitale sociale* – c. 1 del D.lgs. 24 giugno 1998, n. 213, il quale, secondo la Relazione di accompagnamento al testo, prevedeva che:

quando il valore nominale delle azioni è superiore alle duecento lire. Si parte dal valore nominale in lire di ciascuna azione, gli si applica il tasso di conversione e lo si arrotonda ai centesimi di euro secondo le regole dettate dall'articolo 5 del Regolamento (CE) n. 1103/97. Naturalmente, moltiplicando il valore così ottenuto per il numero delle azioni si ottiene il nuovo ammontare del capitale sociale espresso in euro. Poiché l'operazione di arrotondamento delle azioni ai centesimi di euro comporta una variazione in aumento o in diminuzione del valore nominale unitario delle azioni (e quindi del capitale sociale), si regolano coi commi 2, 3 e 4 le relative modalità di attuazione.

Il nuovo ammontare del capitale sociale della Banca d'Italia venne quindi calcolato nel seguente modo:

| | Lire | Euro |
|---|-------------|-----------------|
| <i>valore delle quote di partecipazione</i> | 1000 | 0,52 |
| <i>valore del Capitale Sociale in euro</i> | 300.000.000 | 154.937,07 |
| <i>Capitale Sociale contabilizzato</i> | 300.000.000 | 156.000,00 |
| APPROSSIMAZIONE IN ECCESSO | | 1.062,93 |

$$Val\ quote\ in\ € = \frac{Val\ quote\ in\ Lire}{tasso\ di\ cambio\ Li/€} = \frac{1000\ Li}{1936,27Li/€} = 0,52\ €$$

$$Val\ cap\ in\ € = \frac{Val\ cap\ in\ Lire}{tasso\ di\ cambio\ Li/€} = \frac{300.000.000\ Li}{1936,27Li/€} = 154.937,07\ €$$

$$capitale\ sociale\ contabilizzato = n\ quote * Val\ quote\ in\ € \\ = 300.000 * 0,52€ = 156.000,00\ €$$

| | |
|------------------|----------------|
| n. quote | 300.000 |
| Lire/Euro | 1936,27 |

Elaborazione dei dati sulla base delle informazioni presenti sulla Relazione annuale dei Partecipanti al capitale di Banca d'Italia in riferimento all'anno 2000

In base a tali calcoli risultò quindi un aumento del capitale dell'Istituto pari a € 1.062,93, dovuti all'approssimazione delle quote azionarie. Essendo questo un vero e proprio aumento dell'*equity*, al c. 2 del medesimo articolo fu statuito che:

Se l'arrotondamento avviene per eccesso, si procede all'aumento del valore nominale delle azioni e del capitale sociale mediante l'utilizzo delle riserve, ivi compresa quella legale se necessaria, e dei fondi speciali iscritti in bilancio.

D.lgs. 24 giugno 1998, n. 213 – Art. 17, c. 1

La conversione del capitale sociale in euro e il relativo aumento del capitale sociale, dovuto per lo più a ragioni meramente contabili, si possono definire gli unici mutamenti che l'*equity* di Banca d'Italia aveva subito in 120 anni di attività.

La necessità di un cambiamento radicale dell'assetto proprietario della Banca d'Italia si può ricercare non solo nelle ragioni sopra riportate ma anche in altre di natura storica: soprattutto negli ultimi anni¹⁷, infatti, la situazione patrimoniale della banca centrale italiana è profondamente cambiata.

¹⁷ Ci si riferisce all'espansione – tuttora in aumento – delle attività presenti nei bilanci delle banche centrali europee dovuto alla crisi che ha colpito il sistema economico negli anni 2010/2011. Cfr. par. 1.3: *Il bilancio della Banca d'Italia: caratteristiche principali*

Ritornando al *Report*, questo presenta tre allegati, necessari al fine di comprendere meglio il contenuto centrale del documento. Nel primo viene riportata la situazione dei partecipanti al capitale della Banca d'Italia in data 15 luglio 2013, comprensivo del nome, del numero delle quote e dei voti (con relative percentuali sul totale) detenuti da ogni partecipante. Il secondo allegato si riferisce invece a una serie di esempi riguardanti le diverse modalità impiegate dalle altre banche centrali con azionisti privati – europee e non – in merito alla distribuzione degli utili. Infine, il terzo allegato – sicuramente il più importante – riporta la valutazione e le metodologie utilizzate dal Comitato di esperti di alto livello.

3.2 LA TEORIA ALLA BASE DELLA RIVALUTAZIONE: IL DIVIDEND DISCOUNT MODEL

In particolare, ponendo l'attenzione sul terzo allegato, si può notare come il metodo prescelto per la valutazione del valore delle quote sia stato quello del noto *Dividend Discount Model* (DDM) due stadi.

Il DDM è uno dei modelli più utilizzati in finanza per la valutazione del valore intrinseco di un'azione, sulla base dell'attualizzazione dei dividendi futuri attesi. Il prezzo di un'azione, infatti, dipende dai flussi che ci si aspetta di ottenere nel futuro.

Le componenti positive del flusso atteso di un'azione si possono individuare in due fattori principali:

- *Dividendi attesi*: si fa riferimento all'insieme dei dividendi che si presume saranno distribuiti dall'impresa in un determinato periodo temporale.
- *Capital Gain*: si riferisce al guadagno in conto capitale dato dalla differenza solo se positiva tra il prezzo di vendita di uno strumento azionario e il suo prezzo di acquisto¹⁸.

L'attualizzazione dei flussi monetari ottenuti da queste due componenti costituisce il corretto prezzo da applicare a uno strumento azionario:

$$P_0 = \left(\sum_{k=1}^n \frac{DIV_k}{(1+r)^{t_k}} \right) + \frac{P_n}{(1+r)^{t_n}}$$

- P_0 è il prezzo dell'azione al tempo zero;
- DIV_k sono i dividendi attesi;
- r è il tasso di rendimento atteso;
- P_n è il prezzo atteso al tempo n .

Se da un lato l'equazione è teoricamente “corretta”, grazie alla completa rappresentazione di entrambi i fattori anche sotto un profilo temporale, dall'altro presenta numerose limitazioni dovute alla natura delle azioni stesse.

¹⁸ Definizione data sul sito della Borsa Italiana S.p.A. in riferimento al concetto di *capital gain*, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/capitalgain.htm>

Nella realtà, le azioni sono strumenti finanziari caratterizzati da un rendimento che ha natura aleatoria: tanto i *capital gain* quanto i dividendi sono incerti sia nell'*an*, sia nel *quantum*, sia soprattutto nel *quando*. Questo vale in misura maggiore per i dividendi, soprattutto nel caso in cui si investa in un'impresa in rapida crescita nella quale tutti gli utili vengano reinvestiti all'interno della società stessa, come (es.) le società tecnologiche.

Per ottenere un prezzo quanto più vicino al valore intrinseco del titolo è quindi necessario fare delle ipotesi che possono essere più o meno considerate reali. La semplificazione operata in questo dal DDM riguarda l'orizzonte temporale cui si fa riferimento: intendendo infatti l'azione come un titolo la cui vita sia pari a quella dell'azienda, si può ipotizzare che l'azione abbia un orizzonte temporale infinito.

Lasciando che n tenda a infinito, si ottiene:

$$P_0 = \left(\sum_{k=1}^{\infty} \frac{DIV_k}{(1+r)^{t_k}} \right) + \frac{P_{\infty}}{(1+r)^{\infty}}$$

Qualunque sia il valore di P_{∞} , il suo valore attuale tenderà comunque a zero (perché il denominatore tende a infinito "più velocemente" del numeratore): per questo, il secondo addendo può essere ignorato nell'equazione. Da questo discendono altre congetture, legate all'ipotesi di un tempo infinito: in primo luogo si deve supporre che il rendimento del titolo sia costante per tutta la durata del titolo, assunzione molto forte se si pensa che l'azione dipende dall'andamento della società emittente e che essa può attraversare fasi di crescita e decrescita (soprattutto in considerazione di un periodo così lungo).

In secondo luogo, il modello assume che si conoscano tutti i dividendi futuri che il titolo potrà generare nel corso del tempo, ipotesi pressoché irrealizzabile se si pensa alla natura incerta dei dividendi stessi: questi non sono decisi in base alla volontà dei singoli azionisti ma sulla scorta delle disposizioni riguardo alla quantità e alle tempistiche scelte dall'organo di gestione.

Per superare il limite della determinazione dei dividendi si può ricorrere a un modello successivamente proposto da Gordon e Shapiro (1956), definito *Constant Growth Dividend Discount Model*, nel quale si ipotizza che i dividendi distribuiti negli anni seguano un andamento sulla base di un tasso di crescita costante.

$$D_2 = D_1 \cdot (1 + g)$$

$$D_n = D_1 \cdot (1 + g)^n$$

Quindi:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_1 \cdot (1+g)}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_1 \cdot (1+g)^{n-1}}{(1+r)^n}$$

Da qui si può ipotizzare che il prezzo dell'azione sia assimilabile a una rendita perpetua a remunerazione crescente, con un tasso di crescita costante:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r - g}$$

In questo caso è necessario che il tasso di crescita ipotizzato sia inferiore al rendimento atteso, altrimenti si determinerebbe un prezzo negativo.

Per calcolare il valore delle quote delle azioni della Banca d'Italia è stato utilizzato un modello sviluppato successivamente, che tuttavia si basa sui modelli esposti fino ad ora: il DDM a due stadi.

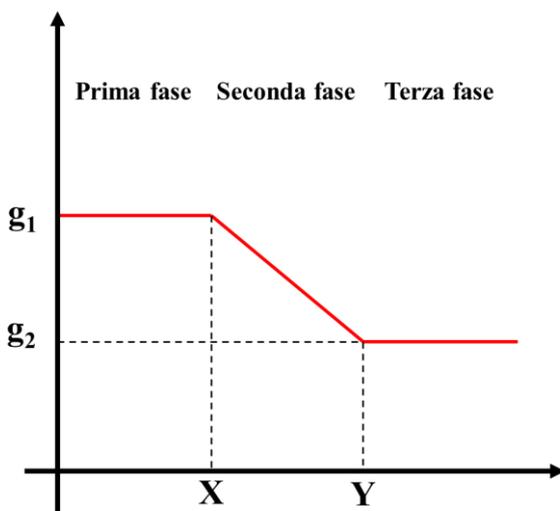
Il modello a due stadi si fonda sull'ipotesi – del tutto realistica – che ogni impresa possa affrontare fasi di vita diversi e caratterizzati ognuno da un andamento diverso del tasso di crescita dei dividendi diverso.

Il modello classico era stato concepito su tre fasi distinte caratterizzate da:

1. **fase di stabilizzazione:** presenta un tasso di crescita costante dei dividendi dal periodo 0 al periodo Y ;
2. **fase di transizione:** presenta un tasso di crescita decrescente che va dal periodo Y al periodo Z , calcolato come

$$g_t = g_Y - (g_Y - g_Z) \cdot \left(\frac{t - Y}{Z - Y} \right)$$

3. **fase di maturità:** presenta un tasso di crescita costante che va da Z a infinito, e quindi in questa fase il prezzo sarà calcolato come una rendita perpetua, secondo il modello Gordon-Shapiro.



Rappresentazione grafica del modello a tre stadi

$$P_0 = \sum_{t=1}^Y \frac{DIV_0 \cdot (1 + g_1)^t}{(1 + r)^t} + \sum_{t=Y+1}^Z \frac{DIV_{t-1} \cdot (1 + g_t)}{(1 + r)^t} + \frac{DIV_Z \cdot (1 + g_2)}{(1 + r)^Z \cdot (r - g_2)}$$

Va sottolineato che, anche se tutte le varie progressioni del DDM sono internazionalmente riconosciute per la valutazione delle azioni e – con degli aggiustamenti – anche per quella delle banche, queste non rappresentano un adeguato appezzamento del loro valore intrinseco. I dividendi non sono infatti l'unica parte di valore della società, per il fatto che non necessariamente un'impresa che distribuisce dividendi è sana o viceversa.

3.3 IL CRITERIO DI VALUTAZIONE: IL MODELLO A DUE STADI.

OSSERVAZIONE E CALCOLI

Il modello utilizzato per la stima del valore del capitale sociale è il *Dividend Discount Model* a due stadi, che ripropone tutte le caratteristiche di un DDM a tre stadi ma anziché prevedere un periodo di stabilizzazione, uno di transazione e uno di maturità, assume che ci siano solo due periodi:

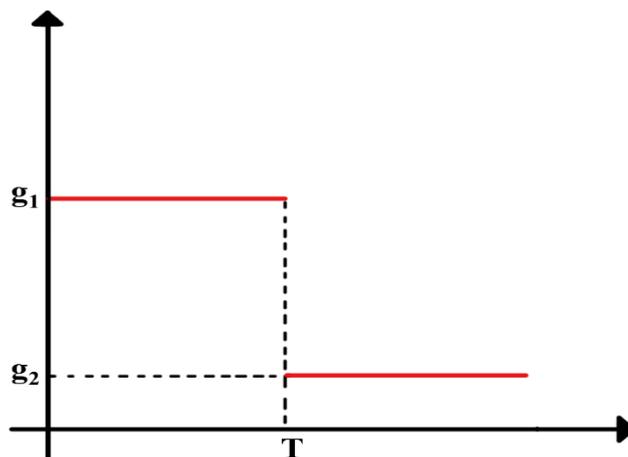
1. *la fase di stabilizzazione*: prevista per un periodo T molto lungo (pari a 20 o 30 anni) e con una crescita dei dividendi distribuiti costante g_1 , stimata pari al 5%;
2. *la fase di maturità*: presunta per un periodo indefinito (infinito) e con un tasso atteso di crescita dei dividendi g_2 , stimata pari al 3%.

Mantenendo quindi invariati tutti gli assunti del modello classico a tre stadi, il Comitato ha ritenuto opportuno assumere un modello che prevedesse solo due periodi, per evitare tutte le difficoltà di stima degli elementi che si sarebbero dovute affrontare nel corso dell'applicazione del modello, oltre che tutte le necessarie assunzioni di base che, per quanto in linea, sarebbero state comunque troppo azzardate e di poco probabile realizzazione.

Il valore della Banca d'Italia risulta stimato secondo un'equazione che prevede la somma di due componenti, riferite alle fasi di cui sopra:

$$W = w_1 + w_2$$

- W = valore complessivo stimato del capitale della Banca d'Italia
- w_1 = valore del primo periodo, c.d. *esplicito*, che va da 0 a T ,
- w_2 = valore del secondo periodo, c.d. *implicito*, che va da T a infinito.



Rappresentazione grafica del modello a due stadi utilizzato dal Comitato di alto livello per la rivalutazione delle quote partecipative al capitale di Banca d'Italia

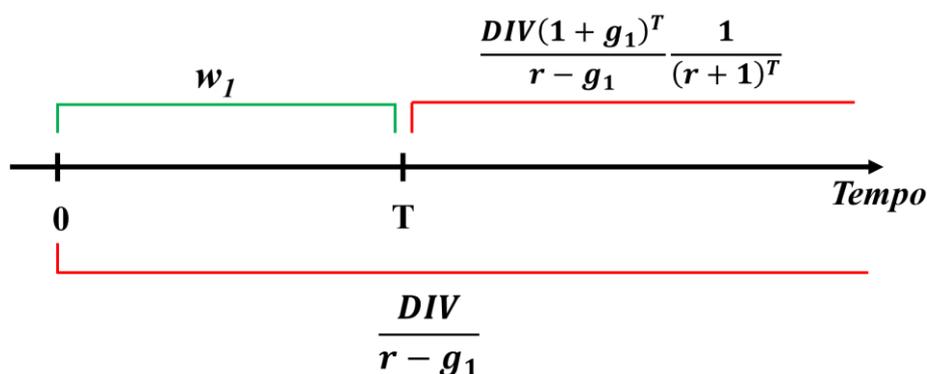
3.3.1 Il periodo esplicito: un calcolo indiretto

Il primo addendo (ω_1), corrispondente alla prima fase (c.d. *periodo esplicito*), è stato calcolato come differenza tra due rendite perpetue a remunerazione crescente con tasso periodale fisso e secondo il modello Gordon– Shapiro:

$$w_1 = \underbrace{\frac{\text{DIV}}{r - g_1}}_{(1)} - \underbrace{\frac{\text{DIV} \cdot (1 + g_1)^T}{r - g_1} \cdot \frac{1}{(1 + r)^T}}_{(2)}$$

L'addendo (1) corrisponde al valore al tempo «0» (istante iniziale) di una rendita perpetua il cui primo flusso (DIV), finanziariamente collocato in «1», cresce *ad infinitum* secondo una progressione geometrica la cui ragione sia data dal tasso g_1 . L'addendo (2) corrisponde a una rendita perpetua il cui primo flusso (DIV), finanziariamente collocato in « $T + 1$ », cresce *ad infinitum* al tasso g_1 ; il valore della rendita, dapprima calcolato in « T » (istante iniziale), viene poi attualizzato al tempo «0». Per entrambe le componenti, r è il tasso di attualizzazione.

La differenza tra le due parti risulterà quindi essere pari alla parte del valore del capitale sociale che si ottiene dal periodo *zero* al periodo «*T*»:



Rappresentazione grafica del tempo cui fanno riferimento le due parti da cui è composto il valore nella prima frase

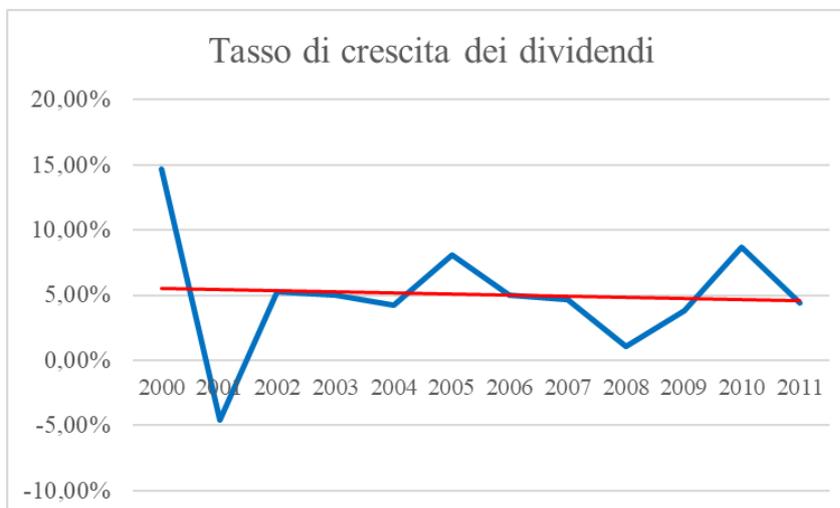
Ai fini del calcolo vero e proprio del valore della prima componente, è stato necessario assumere delle ipotesi di base sulle variabili utilizzate, in modo che i risultati ottenuti potessero quanto più possibile essere considerati un'approssimazione veritiera della realtà. In particolare, si è stabilito che:

1. Il dividendo complessivo che sarebbe stato distribuito nel 2013 (DIV) è stato calcolato nella misura di € 74,3 mln, ottenuti replicando la modalità adottata per il 2012.

Nel 2012 (basandosi sui dati del bilancio chiuso il 31/12/2011) era stato previsto un dividendo complessivo di poco più 70 milioni, calcolato sommando il 6% più un ulteriore 4% del capitale sociale pari a € 156.000 (per un totale di € 15.600) previsti per legge, e lo 0,5% delle riserve disponibili nell'anno precedente (per un totale di € 70.026.000 €). Pertanto, relativamente al 2013 (basandosi sui dati 2012), abbiamo:

| DATI CONTABILI ANNO 2012 | <i>Capitale sociale</i> | <i>Riserve ordinarie e straordinarie</i> |
|--|-------------------------|--|
| | | 156.000,00 € |
| <i>utile distribuito ai partecipanti in misura del 4% del capitale sociale</i> | 6.240,00 € | 0,00 € |
| <i>utile distribuito ai partecipanti in misura del 6% del capitale sociale</i> | 9.360,00 € | 0,00 € |
| <i>ulteriore assegnazione in misura dello 0,5% delle riserve</i> | 0,00 € | 74.338.810,00 € |
| TOTALE PARZIALE | 15.600,00 € | 74.338.810,00 € |
| TOTALE | | 74.354.410,00 € |

2. L'orizzonte T preso in considerazione è stato di 20 e 30 anni rispettivamente, perché essendo la Banca d'Italia un istituto che svolge una funzione di pubblica utilità, non può fallire: una visione di lungo periodo può sembrare legittima¹⁹.
3. Il tasso di crescita atteso è stato calcolato in base alla crescita media aritmetica che hanno avuto i dividendi nei precedenti 10 anni, pari a circa il 5%:



Elaborazione sulla base dei dati riguardanti i dividendi distribuiti dal 2000 al 2011

1. Il tasso di sconto è stato fissato a 4,60% ottenuto applicando la teoria del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Secondo il CAPM il rendimento atteso di un titolo è calcolato come la somma tra un tasso *risk-free* (r_f), cioè il rendimento di un'attività priva di rischio, e un premio di rischio dato dalla differenza tra il tasso di mercato (r_m) e il tasso *risk-free* moltiplicato per un coefficiente β che misura la reattività del rendimento di un titolo ai movimenti del mercato (rischio c.d. *sistemico*).

$$R = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Nel caso della Banca d'Italia, il Comitato di alto livello ha imposto un premio per il rischio ($r_m - r_f$) pari al 7%, *pari all'incirca all'extra-rendimento annuo rispetto al tasso risk-free [...] richiesto dagli investitori nei mercati azionari dell'area dell'euro*²⁰.

Al tasso di rendimento *risk-free* è stato posto il valore del rendimento di un *Bund* decennale tedesco del 2013 pari al 1,80%²¹.

¹⁹ Naturalmente prendere in considerazione un arco temporale così lungo comporta dei problemi di un certo rilievo, che verranno discusse nei paragrafi successivi

²⁰ Allegato 3, *Una valutazione del valore delle quote di capitale della Banca d'Italia*, del documento *Un aggiornamento del valore delle quote di capitale della Banca d'Italia*.

²¹ È stato adottato come tasso di rendimento privo di rischio il rendimento del *Bund* decennale perché è comunemente visto come il tasso privo di rischio nell'area euro.

Il valore del coefficiente β è stato approssimato invece a un livello pari a 0,40, ottenuto basandosi su dati relativi ad altre banche centrali: alla *Bank for International Settlements* quando furono riacquistate le azioni detenute dai privati venne applicato un rendimento calcolato con $\beta = 0,50$, mentre alla banca centrale svizzera fu applicato $\beta = 0,30$.

Lo 0,40 è stato ritenuto un risultato plausibile visto che i dividendi distribuiti dall'istituto, essendo previsti per legge, incorporano un rischio di gran lunga inferiore rispetto a quelli di una società privata.

$$r = r_f + \beta(r_m - r_f) = 1,80\% + 0,4 \cdot 7\% = 4,60\%$$

Prendendo ora in considerazione tutti gli elementi del primo periodo, w_1 potrà essere calcolato e varrà:

$$\begin{aligned} w_1 &= \frac{\text{DIV}}{r - g_1} - \frac{\text{DIV} \cdot (1 + g_1)^T}{r - g_1} \frac{1}{(1 + r)^T} = \frac{74,3 \text{ mln}}{4,60\% - 5\%} - \frac{74,3 \text{ mln} \cdot (1 + 5\%)^{20}}{4,60\% - 5\%} \frac{1}{(1 + 4,60\%)^{20}} \\ &= \text{€ } 1.473,46 \text{ mln} \cong \text{€ } 1.474 \text{ mln} \end{aligned}$$

Se invece T fosse posto a 30 anni anziché 20:

$$\begin{aligned} w_1 &= \frac{\text{DIV}}{r - g_1} - \frac{\text{DIV} \cdot (1 + g_1)^T}{r - g_1} \frac{1}{(1 + r)^T} = \frac{74,3 \text{ mln}}{4,60\% - 5\%} - \frac{74,3 \text{ mln} \cdot (1 + 5\%)^{30}}{4,60\% - 5\%} \frac{1}{(1 + 4,60\%)^{30}} \\ &= \text{€ } 2.253,46 \text{ mln} \approx \text{€ } 2.255 \text{ mln} \end{aligned}$$

3.3.2 Il Terminal Value

La seconda fase prevista dal modello, quella di maturità (ω_2), presenta le stesse caratteristiche della precedente ma è composta da un solo termine, che può essere individuato come *Terminal Value*. Esso è infatti il termine che influisce maggiormente sul risultato finale della valutazione e rappresenta il valore che avrebbe la Banca d'Italia alla fine dell'arco temporale preso in considerazione (da riportare finanziariamente in «0» a fini valutativi).

Il *Terminal Value* è stato calcolato come il valore attuale di una rendita perpetua che inizia in « $T + 1$ » e cresce a un ritmo costante pari a g_2 , Pertanto, ω_2 sarà rappresentato dall'equazione:

$$\omega_2 = \frac{\text{DIV}_{T+1}}{r - g_2} \cdot \frac{1}{(1 + r)^T}$$

In questo caso quindi le variabili da determinare sono la crescita g_2 il dividendo DIV_{t+1} e il tasso di sconto r .

In primo luogo, in base al modello utilizzato, il tasso di crescita doveva necessariamente essere inferiore a quello previsto nella prima fase (quest'ultimo pari al 5%). Nel documento pubblicato dalla Banca d'Italia è stato previsto per un ammontare pari al 3% sulla base di una stima del tasso di crescita del PIL nominale.

Il dividendo DIV_{t+1} è invece il risultato dell'applicazione del tasso di crescita g_1 fino al periodo « T », dopo il quale – secondo le ipotesi del modello – dovrebbe crescere al tasso g_2 .

Il dividendo finanziariamente collocato in « T » sarà pari a:

$$DIV_{T=20} = DIV_1 \cdot (1 + g_1)^{T-1} = € 74,3 \text{ mln} \cdot (1 + 5\%)^{20-1} = € 187,75 \text{ mln}$$

$$DIV_{T=30} = DIV_1 \cdot (1 + g_1)^{T-1} = € 74,3 \text{ mln} \cdot (1 + 5\%)^{30-1} = € 305,82 \text{ mln}$$

Mentre il dividendo nel periodo successivo sarà:

$$DIV_{T+1=21} = DIV_{T=20} \cdot (1 + g_2) = € 187,75 \text{ mln} \cdot (1 + 3\%) = € 187,75 \text{ mln} \cong € 193,5 \text{ mln}$$

$$DIV_{T+1=31} = DIV_{T=30} \cdot (1 + g_2) = € 305,82 \text{ mln} \cdot (1 + 3\%) = € 315,00 \text{ mln} \cong € 315,2 \text{ mln}$$

Infine, il tasso di sconto r è stato invece previsto come immutato rispetto al tasso previsto nella prima fase e quindi pari a 4,60%.

Il valore del secondo periodo sarà quindi pari a:

$$\omega_2 = \frac{DIV_{T+1=21}}{r - g_2} \cdot \frac{1}{(1 + r)^T} = \frac{€ 193,5 \text{ mln}}{4,60\% - 3\%} \cdot \frac{1}{(4,60\% + 1)^{20}} = € 4.919,57 \text{ mln}$$

$$\omega_2 = \frac{DIV_{T+1=31}}{r - g_2} \cdot \frac{1}{(1 + r)^T} = \frac{€ 315,2 \text{ mln}}{4,60\% - 3\%} \cdot \frac{1}{(4,60\% + 1)^{30}} = € 5.111,11 \text{ mln}$$

3.3.3 Complessivo

Sommando i risultati dei due periodi si otterrà il valore delle quote alla fine del 2012:

$$W = \omega_1 + \omega_2 = € 1,474 \text{ mln} + € 4,919 \text{ mln} = € 6.393 \text{ mln}$$

$$W = \omega_1 + \omega_2 = € 2,255 \text{ mln} + € 5,111 \text{ mln} = € 7.366 \text{ mln}$$

Sulla base delle stime fatte in precedenza, il valore della Banca d'Italia al 4 ottobre 2013 risulterà oscillare tra 6,4 e 7,4 miliardi di euro, quindi in un *range* compreso fra € 21.310 e € 24.553 per azione.

Il Comitato di alto livello ha inserito inoltre nella tabella riassuntiva della stima del valore delle quote di BI, anche uno sconto per la liquidità – *liquidity discount* – del valore del 20%, dovuto al fatto che le quote della Banca d'Italia non negoziate nei mercati borsistici e non avendo un vero e proprio mercato e, pertanto, subiranno una diminuzione di valore causata dal basso grado di liquidità che le caratterizza. L'intervallo stimato per il valore delle quote, dunque, scenderà tra i 5,1 e i 5,9 miliardi di €.

Stima del valore delle quote della BI – Dividend Discount Model a due fasi
(4 ottobre 2013, in percentuale e milioni di euro)

| | | Fase 1 | |
|---|--|--------------|--------------|
| Anni | T | 20 | 30 |
| Tasso di crescita del dividendo | $g1$ | 5.00% | 5.00% |
| Dividendo a t1 (mln di €) | D | 74.3 | 74.3 |
| Rendimento del Bund decennale | $BUND_{10y}$ | 1.80% | 1.80% |
| Premio per il rischio azionario | ERP | 7.00% | 7.00% |
| Beta | β | 0.40 | 0.40 |
| Tasso di sconto | $r=\beta*ERP+BUND_{10y}$ | 4.60% | 4.60% |
| Fattore di sconto | $r-g1$ | -0.40% | -0.40% |
| Valore, Fase 1 (mln di €) | $W_1 = \frac{D}{r-g1} - \frac{D \cdot (1+g1)^T}{r-g1} \cdot \frac{1}{(1+r)^T}$ | 1,474 | 2,255 |
| | | Fase 2 | |
| Dividendo T+1 | D_{T+1} | 193,5 | 315,2 |
| Tasso di crescita perpetua del dividendo | $g2$ | 3.00% | 3.00% |
| Fattore di sconto | $r-g2$ | 1.60% | 1.60% |
| Valore finale (Terminal Value) | $W_{2T} = \frac{D_{T+1}}{r-g2}$ | 12,093 | 19,698 |
| Valore, Fase 2 (mln di €) | $W_2 = \frac{W_{2T}}{(1+r)^T}$ | 4,919 | 5,111 |
| Valore quote (fase 1+ fase 2) (mln di €) | $W=w_1+w_2$ | 6,393 | 7,365 |
| Valore quote (dopo lo sconto del 20%) (mln di €) | $0,8 \cdot W$ | 5,115 | 5,892 |

Tavola A1 presente nel documento «Un aggiornamento del valore delle quote di capitale della Banca d'Italia»

3.3.4 Analisi di sensibilità

Ogni volta che si applica un modello sulla base di ipotesi discrezionali è necessario verificare quanto il risultato ottenuto sia sensibile ai cambiamenti dei metodi, dei modelli, dei valori di variabili omesse o delle ipotesi prese in considerazione. Questo tipo di verifica viene chiamata «analisi di sensibilità» (*sensitivity analysis*) ed è un buon metodo per determinare la robustezza di una valutazione, individuando i punti deboli del modello.

Nel caso in esame, le variabili non “supportate” da misurazioni precise, il cui andamento sia sostanzialmente congetturale, sono molte: per esempio, il livello del tasso di crescita dei dividendi, il coefficiente β e lo stesso tasso *risk-free*.

L’analisi di sensibilità svolta dal Comitato di esperti ha previsto essenzialmente 4 variabili:

1. Il tasso *risk-free* è stato arbitrariamente alzato di 50 punti-base (pb), mentre l’*equity risk premium* (premio per il rischio azionario, $r_m - r_f$) è stato abbassato di 100 pb. In questo modo il valore delle quote di mercato sarà quindi compreso in un intervallo tra €/mld 6 e 6,9, che applicando il *liquidity discount* scende tra €/mld 4,8 e 5,5.

| | | risk free | |
|-------------|----|------------|------------|
| 6.393,04 € | | 2,30% | 1,80% |
| E R P | 7% | 4.808,46 € | 6.393,04 € |
| | 6% | 6.001,14 € | 8.616,90 € |

| | | risk free | |
|-------------|----|------------|-------------|
| 7.364,58 € | | 2,30% | 1,80% |
| E R P | 7% | 5.466,93 € | 7.364,58 € |
| | 6% | 6.894,32 € | 10.040,21 € |

Analisi di sensibilità su due valori: risk-free ed equity risk premium. Nella prima tabella è considerato $T = 20$ anni, nella seconda $T = 30$ anni.

2. Il **coefficiente β** è stato abbassato a 0,35 facendo ottenere un *range* di valori compreso tra €/mld 6,6 e 7,7 miliardi, successivamente al *liquidity discount*.
3. Modificando invece il **liquidity discount** applicato al valore delle quote ottenuto, cioè abbassandolo al 10% mantenendo inalterati gli altri valori, l'intervallo sale tra €/mld 5,8 e 6,6.

3.4 I LIMITI QUALITATIVI DEL MODELLO

Il modello fin qui esposto è sicuramente l'approccio più "spontaneo" da seguire per la risoluzione del problema della rivalutazione delle quote. Esso è in linea con un certo consenso nella letteratura finanziaria, ma sicuramente non è l'approccio più pragmatico.

Il modello, infatti, risente di tutti quei vizi di forma tipici del DDM:

- i dividendi non rappresentano e non possono rappresentare il valore intrinseco dell'impresa perché questa potrà distribuirli a prescindere dalla qualità delle sue attività;
- supporre una stima dei dividendi futuri in un periodo infinito è sicuramente poco realistico, così come supporre che essi crescano a un certo tasso per un periodo molto lungo;
- stimare il valore di una qualsiasi attività di impresa sulla base del DDM a due stadi presuppone che alla base ci siano considerazioni molto forti riguardo all'andamento dei dividendi, il tasso di crescita degli stessi e il tasso di rendimento che l'azione potrà offrire nel futuro, oltre che alle decisioni riguardanti le tempistiche del passaggio dal primo al secondo stadio.

Questi difetti sono in parte attenuati dal fatto che sicuramente, nel caso di un ente di diritto pubblico quale la Banca d'Italia, sicuramente le questioni riguardanti la stima e l'andamento dei dividendi – seppur con un certo margine di errore – sono più vicine alla realtà di quanto non lo possano essere quelle per un'azienda privata.

Eppure, se da un lato il fatto di essere un ente di diritto pubblico stimola la condivisione del modello applicato, dall'altro sorgono altri problemi che non possono essere superati con facilità se ci si limita a un approccio "classico" alla materia. Uno di questi problemi – che merita di essere evidenziato prima degli altri – è sicuramente la circolarità del metodo. Ponendo il valore del capitale della Banca d'Italia in un intervallo compreso tra 5 e 7,5 miliardi di euro, per poi stimare sulla base di ipotesi già predisposte e definite i dividendi futuri attualizzandoli al presente, è chiaro che il valore del capitale azionario risulterà uguale a quello preso in considerazione *ex ante*.

La circolarità del metodo è poi da ritrovare anche per la stima del tasso di crescita del dividendo. Ipotizzando infatti che i dividendi crescano perpetuamente nel tempo continuo a un certo tasso di crescita g , ne scaturisce che lo stesso prezzo delle azioni tenderà a crescere allo stesso tasso g . Il prezzo in un istante futuro t sarà quindi uguale al prezzo al tempo zero cresciuto esponenzialmente: esprimendolo in termini differenziali rispetto a τ , abbiamo²²

$$P_t = \int_0^{\infty} \frac{D_0 \cdot e^{g(t+\tau)}}{e^{r\tau}} d\tau = e^{gt} \cdot \int_0^{\infty} \frac{D_0 e^{g\tau}}{e^{r\tau}} d\tau = P_0 \cdot e^{gt}$$

$$P_0 = \frac{P_t}{e^{gt}}$$

- P_t e P_0 esprimono il prezzo dell'azione rispettivamente al tempo « t » e al tempo « 0 »;
- D_0 è il dividendo al tempo « 0 ».

Risolvendo l'integrale, si avrà:

$$e^{gt} = \frac{P_t}{P_0} \Rightarrow \ln e^{gt} = \ln \frac{P_t}{P_0} \Rightarrow gt = \ln \frac{P_t}{P_0} \Rightarrow g = \frac{\ln \frac{P_t}{P_0}}{t}$$

Calcolando dunque il valore della crescita, essa sarà pari a:

$$\begin{aligned} &= \frac{\ln(5.000.000/154.937)}{2013 - 1893} \cong 8,58\% \\ &= \frac{\ln(7.500.000/154.937)}{2013 - 1893} \cong 8,92\% \end{aligned}$$

Si noti che P_0 è stato posto al valore storico di £ 300 milioni, convertito in € 154.937 mila euro, non considerando l'aumento di capitale di € 1.062,93 avvenuto con il passaggio di valuta nel 2000²³. Per il tempo invece è stato invece considerato il 1893, anno di fondazione della Banca d'Italia, come istante iniziale; e il 2013, anno in cui è stata condotta la valutazione, come istante finale.

Questo dimostra la circolarità del modello utilizzato: se per il calcolo del prezzo è necessaria la stima del tasso di crescita, per misurare il tasso di crescita da utilizzare risulta necessario stimare il prezzo del titolo.

Un'altra considerazione da fare riguardo al modello è sicuramente in riferimento al valore assegnato ad ogni variabile. Il valore delle variabili utilizzate è stato scelto sulla base di congetture prestabilite e decise da chi ha sviluppato il modello e in base a queste si è trovata una soluzione. Se il soggetto avesse scelto di utilizzare

²² MASERA R., *Valutazione del capitale della Banca d'Italia: alcune riflessioni*, in CAPRIGLIONE F. – PELLEGRINI M. (a cura di), *La rivalutazione del capitale della Banca d'Italia*, Cedam, Padova, 2014, pp. 33-54.

²³ Cfr. paragrafo 3.1

diverse ipotesi forse sarebbe arrivato a conclusioni diametralmente opposte da quelle ottenute dal primo modello.

Il fatto che ipotesi di scenari differenti possano portare a delle conseguenze del tutto diverse fanno pensare che è bene sviluppare delle analisi di sensitività più strutturate e complesse che possano far sì che si mettano in evidenza i punti deboli del modello e dare un'approssimazione più realistica a fronte di diverse ipotesi.

È per questo che, secondo un personale punto di vista, si ritiene che le analisi di sensitività svolte siano poco significative in rapporto all'importanza che il risultato del modello avrebbe avuto sul capitale sociale della Banca e dei suoi partecipanti: il passaggio dal valore di un'azione da € 0,52 a € 25.000 non è da poco e sarebbe dovuto essere fatto con maggior peso.

Le analisi svolte dal Comitato prevedono una sola variazione – positiva o negativa – delle quattro variabili prese in considerazione.

Se il **coefficiente β** a cambiasse, anche di solo lo 0,5, i risultati che si otterrebbero sono molto distanti gli uni dagli altri:

| 0,60 | 0,55 | 0,50 | 0,45 | 0,40 | 0,35 | 0,30 | 0,25 | 0,20 |
|------------|------------|------------|------------|-------------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 3.668,29 € | 4.218,90 € | 4.942,41 € | 5.932,44 € | 7.364,58 € | 9.611,17 € | 13.623,85 € | 22.776,87 € | 64.064,90 € |

| 0,60 | 0,55 | 0,50 | 0,45 | 0,40 | 0,35 | 0,30 | 0,25 | 0,20 |
|------------|------------|------------|------------|-------------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 3.294,22 € | 3.759,74 € | 4.368,58 € | 5.198,04 € | 6.393,04 € | 8.260,81 € | 11.586,57 € | 19.154,21 € | 53.235,07 € |

Se β fosse più elevato dello 0,2 appena, i valori delle quote risulterebbero dimezzati: il *range* di valore oscillerebbe infatti tra €/mld 3,3 e 3,7, a fronte di un intervallo di €/mld tra 6,4 e 7,5 previsto nel documento. La stessa osservazione può essere fatta specularmente in riferimento a una diminuzione di beta di 0,2: in questo caso il *range* di valori risulta circa 8 volte superiore.

Riguardo a β è bene sottolineare che esso è un coefficiente che misura il rischio sistematico di un'attività finanziaria, cioè la tendenza del rendimento di un'attività a variare in conseguenza di variazioni di mercato. Tale osservazione porta a far intendere che β è una variabile molto importante e una stima della stessa sulla base della media di due soli valori – peraltro attribuiti a istituzioni che svolgono due ruoli diversi e in un periodo diverso da quello della valutazione – potrebbe non essere idonea.

Un'analisi di sensitività di certo più rilevante – che non è stata presa in considerazione nel documento – è sicuramente quella relativa alle variazioni del tasso di sconto e alla crescita: queste due variabili sono infatti quelle che influenzano maggiormente i risultati del modello.

| | 7,0% | 6,5% | 6,0% | 5,5% | 5,0% | 4,5% | 4,0% | 3,5% | 3,0% |
|-------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 6,60% | - 5.487,77 € | 28.385,92 € | 5.803,46 € | 3.750,51 € | 2.980,65 € | 2.577,39 € | 2.329,23 € | 2.161,13 € | 2.039,72 € |
| 6,10% | - 495,64 € | 3.266,36 € | 21.670,09 € | 5.045,79 € | 3.534,49 € | 2.967,75 € | 2.670,89 € | 2.488,20 € | 2.364,45 € |
| 5,60% | 1.530,36 € | 1.067,08 € | 554,40 € | 14.038,90 € | 4.310,03 € | 3.425,59 € | 3.093,93 € | 2.920,20 € | 2.813,29 € |
| 5,10% | 3.264,99 € | 3.225,67 € | 3.142,66 € | 2.852,13 € | 5.466,93 € | 3.723,73 € | 3.565,26 € | 3.505,83 € | 3.474,70 € |
| 4,60% | 5.486,69 € | 5.585,53 € | 5.754,96 € | 6.112,66 € | 7.364,58 € | 3.902,74 € | 3.608,81 € | 4.291,67 € | 4.547,75 € |
| 4,10% | 9.338,59 € | 9.495,87 € | 9.735,93 € | 10.147,47 € | 11.016,26 € | 14.057,03 € | 13.309,90 € | 4.934,72 € | 6.593,32 € |
| 3,60% | 19.265,59 € | 19.452,41 € | 19.717,08 € | 20.121,04 € | 20.813,54 € | 22.275,49 € | 27.392,33 € | 18.659,18 € | 12.041,83 € |
| 3,10% | 127.522,06 € | 127.726,44 € | 128.001,29 € | 128.390,67 € | 128.984,99 € | 130.003,81 € | 132.154,66 € | 139.682,63 € | 71.930,89 € |
| 2,60% | - 34.793,84 € | - 34.577,12 € | - 34.296,66 € | - 33.919,49 € | - 33.385,16 € | - 32.569,61 € | - 31.171,53 € | - 28.220,02 € | - 17.889,73 € |

Analisi di sensibilità su due valori: il tasso di crescita e il tasso di sconto nel caso $T = 30$ anni

| | 7,0% | 6,5% | 6,0% | 5,5% | 5,0% | 4,5% | 4,0% | 3,5% | 3,0% |
|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 6,60% | 3.587,11 € | 3.342,11 € | 3.114,50 € | 2.904,07 € | 2.709,08 € | 2.529,36 € | 2.362,42 € | 2.208,10 € | 2.064,71 € |
| 6,10% | 4.252,47 € | 3.953,02 € | 3.675,05 € | 3.418,35 € | 3.180,74 € | 2.962,03 € | 2.759,09 € | 2.571,73 € | 2.397,82 € |
| 5,60% | 5.180,91 € | 4.804,77 € | 4.455,92 € | 4.134,13 € | 3.836,59 € | 3.563,09 € | 3.309,55 € | 3.075,80 € | 2.859,06 € |
| 5,10% | 6.561,04 € | 6.069,99 € | 5.614,97 € | 5.195,71 € | 4.808,46 € | 4.452,99 € | 4.123,80 € | 3.820,69 € | 3.539,96 € |
| 4,60% | 8.817,37 € | 8.137,18 € | 7.507,43 € | 6.927,83 € | 6.393,04 € | 5.902,81 € | 5.449,29 € | 5.032,27 € | 4.646,44 € |
| 4,10% | 13.146,38 € | 12.101,28 € | 11.134,47 € | 10.245,67 € | 9.426,45 € | 8.676,53 € | 7.983,48 € | 7.347,04 € | 6.758,86 € |
| 3,60% | 24.733,06 € | 22.707,23 € | 20.834,74 € | 19.115,26 € | 17.532,04 € | 16.084,80 € | 14.748,63 € | 13.523,26 € | 12.392,04 € |
| 3,10% | 152.464,25 € | 139.600,89 € | 127.720,87 € | 116.823,84 € | 106.800,88 € | 97.651,65 € | 89.212,97 € | 81.484,55 € | 74.357,53 € |

Analisi di sensibilità su due valori: il tasso di crescita e il tasso di sconto nel caso in cui $T = 20$ anni

Anche nel caso analizzato nelle tabelle sovresposte, dove si presuppone una variazione del tasso di crescita dei dividendi (g) di 0,5 punti percentuali, nonché una variazione del tasso di sconto degli stessi (r) della medesima entità, si può notare che la variabilità dei risultati al variare delle ipotesi sottostanti riguardanti questi due valori è comunque molto elevata, sicché sarebbe logico pensare che forse il modello utilizzato andrebbe modificato.

Altri problemi riguardanti il modello si ritrovano nella tempistica di applicazione dello stesso. Il metodo del calcolo dei dividendi è infatti risultato dall'applicazione di due archi temporali molto lunghi che – in genere – per questa tipologia di ipotesi non vengono applicati.

Il modello a tre stadi prevede dei periodi temporali di passaggio da uno stadio all'altro pari a circa 5 anni, un tempo di molto inferiore ai 20 e 30 anni previsti dal Comitato. Il motivo dell'applicazione di un orizzonte tendenzialmente corto è che nel lungo periodo le ipotesi alla base dei calcoli hanno una probabilità di verificarsi che chiaramente decresce con il passare del tempo.

Tale circostanza porta a presupporre che la probabilità che da qui a 30 anni una determinata ipotesi possa verificarsi è molto bassa se non quasi nulla: tutte le congetture in un pronostico di così lungo periodo perdono dunque di significatività e consistenza.

La spiegazione che il Comitato di alto livello ha fornito sul documento riguardo la decisione di adottare un periodo temporale così ampio rispetto a quello normalmente previsto risulta comunque opinabile: il fatto che la Banca d'Italia sia un istituto pubblico e che la sua vita sia presumibilmente infinita potrebbe non giustificare una visione così a lungo termine. Nel lungo periodo possono infatti accadere molti eventi imprevedibili, che nella peggiore delle ipotesi possono portare a stravolgere totalmente la condizione attuale.

Un ulteriore esame che è bene sottolineare riguarda la modalità con cui sono stati previsti i dividendi futuri. Nel modello, i dividendi sono stati ipotizzati crescere costantemente per un primo periodo del 5% e in un secondo periodo del 3%. Se si va però ad analizzare meglio la situazione sarebbe forse stato più corretto revisionare il dividendo nel momento in cui era stato previsto che esso non potesse superare una certa soglia del capitale azionario. Nel modo con cui è stato impostato il modello il dividendo massimo risulta tendere a infinito, proprio perché l'analisi si estende fino a un periodo appunto infinito:

$$\lim_{T \rightarrow \infty} \text{DIV}_{T+1} (1 + g)^{T-1} = \infty$$

Ipotizzando una crescita dei dividendi infinita, si avrà che il limite imposto con la legge poi emanata non sia tenuto per niente in considerazione. Pertanto, sarebbe forse stato logico imporre nel secondo periodo una crescita inferiore a quella prevista (se non addirittura nulla).

3.5 CONCLUSIONI

Per la loro natura intrinsecamente diversa dalle imprese industriali, le aziende bancarie dovrebbero essere valutate secondo un metodo più complesso e articolato. Le maggiori differenze si ritrovano a livello strutturale sia a livello di modello di *business*, sia nella composizione delle passività, che portano il valutatore a dover fare delle assunzioni spesso molto forti e poco probabili da osservare nella realtà.

I problemi che si incontrano sono per lo più legati al fatto che non si possono identificare e distinguere in maniera precisa gli oneri finanziari dai costi operativi, rendendo quasi impossibile utilizzare un approccio *asset-side* che operi in un'ottica di stima del capitale investito nell'impresa, indipendentemente da come è costituito (se da debiti finanziari o da *equity*). La scelta, quindi, ricade quasi obbligatoriamente su un approccio *equity-side* basato sull'ipotesi di flussi di cassa che gli azionisti percepiscono attraverso i dividendi. Come però chiarito anche in precedenza, un approccio basato solo ed esclusivamente sulla distribuzione dei dividendi è una scelta residuale, dovuta alla natura eminentemente discrezionale di tale decisione.

Se quindi per un ente creditizio è difficile svolgere una valutazione adeguata, dovuta ai limiti dell'approccio *equity-side*, per una banca centrale – data la sua natura “atipica” – può esserlo molto di più. Le banche centrali infatti hanno il ruolo principale di trasmettere la politica monetaria nell'economia reale, così da far superare le inefficienze di mercato che possono portare i tassi di interesse – in particolare quelli applicati nei mercati interbancari – ad assumere una certa tendenza anziché un'altra. L'obiettivo quindi non è quello di ottenere profitti attraverso l'applicazione di determinati tassi ma di regolarli in base alla situazione economica che interessa il Paese, a seconda delle esigenze di politiche espansive o restrittive.

La particolarità delle banche centrali è che il loro passivo non è formato solo da depositi di altre banche ma anche da tutte le banconote messe in circolazione: trattandosi di un istituto di emissione, saranno quasi del tutto assenti i debiti di natura commerciale, ma anche quelli di natura finanziaria saranno diversi da quelli tipici delle banche.

Tutte le incertezze che il valutatore incontra nello stimare il valore di una banca sono dunque accentuate quando si va ad analizzare una banca centrale.

È opportuno quindi affermare che le modalità di stima che verranno discusse in seguito sono da presupporre come ipotetiche soluzioni al problema della valutazione di una banca centrale: come ogni modello, possono risolvere un problema e allo stesso tempo sollevare altre questioni.

Un metodo che potrebbe essere in considerazione per valutare una banca centrale è quello dei multipli di mercato, che consiste in una valutazione relativa al valore *marked-to-market* di altre banche simili. Il modello prevede infatti l'identificazione di un campione di banche confrontabili (*comparable*) a quella presa in esame, che nel caso degli istituti di emissione possono essere identificate in maniera piuttosto precisa. Prendendo come campione tre delle cinque banche che risultano quotate in Borsa²⁴ e tracciandone il profilo in termini di multipli di mercato si può arrivare al presumibile valore della Banca d'Italia tramite un'analisi di confronto.

Le tre banche prese in considerazione sono la banca centrale del Belgio, della Svizzera e della Grecia mentre l'indice di mercato adottato è il *price-to-book-value* (PBV) ottenuto dal rapporto tra il prezzo di mercato (quotazione) di un'azione e il valore del capitale proprio della società risultante dal bilancio²⁵:

$$\text{Price-to-Book-Value} = \frac{\text{market price per share}}{\text{equity per share}}$$

Una volta stimato il PBV è necessario confrontare il valore medio dei PBV ottenuti con quello dell'azienda valutata: siccome però la Banca d'Italia è un istituto pubblico a capitale privato ma non quotato nei mercati, e considerando che l'obiettivo della valutazione è proprio quello di stimare il prezzo del capitale, avremo che

$$\begin{aligned} \text{Market price} &= \text{price-to-book-value} \times \text{equity per share} \times \text{numero azioni} \\ &= \text{price to book value} \times \text{patrimonio netto} \end{aligned}$$

²⁴ La South Africa Reserve Bank e la Bank of Japan non sono state prese in considerazione a causa del fatto che non sono quotate in mercati regolamentati ma *over-the-counter* (OTC) e si disponevano di poche informazioni in merito ai prezzi delle azioni scambiate.

²⁵ Definizione presa dal glossario finanziario messo a disposizione sul sito di Borsa Italiana S.p.A.

| BANCA CENTRALE | SIGLA | N. AZIONI | PRICE | VAL. CONTABILE | Equity per share | P/BV |
|-------------------------------------|---------|-------------|--------------|------------------------|------------------|--------|
| <i>Banque nationale de Belgique</i> | BNB.BR | 400.000 | 2.390,00 € | 6.869.242.000,00 € | 17.173,11 € | 0,1392 |
| <i>Swiss National Bank</i> | SNBN.SW | 100.000 | CHF 5.290,00 | CHF 120.232.300.000,00 | CHF 1.202.323,00 | 0,0044 |
| <i>National Bank of Greece S.A.</i> | NBGIF | 914.420.000 | 2,71 € | 4.812.000.000,00 € | 5,26 € | 0,51 |

| | |
|---------|--------|
| MEDIA | 0,2195 |
| MEDIANA | 0,1392 |

| | |
|------------------|---------------------|
| PATRIMONIO NETTO | 25.884.761.539,00 € |
|------------------|---------------------|

| | |
|------------------------------------|--------------------|
| VALORE DI BANCA D'ITALIA (MEDIA) | 5.682.134.548,29 € |
| VALORE DI BANCA D'ITALIA (MEDIANA) | 3.602.410.867,35 € |

Elaborazione sulla base dei dati correnti del modello dei multipli di mercato applicato per la determinazione del capitale azionario della Banca d'Italia

A conclusione del modello si può notare che il valore della Banca d'Italia a valori correnti si dovrebbe aggirare tra i 3,6 e i 5,7 miliardi di €. Occorre precisare però che questo modello ha delle forti limitazioni che riguardano la presenza di un campione molto esiguo, che nonostante le notevoli somiglianze a livello strutturale può risultare molto variegato in quanto alle diverse situazioni storico-economiche dei diversi Paesi. In contrapposizione a tale limitazione c'è invece da sottolineare il fatto che due delle banche prese in considerazione – quella belga e quella greca – fanno parte dell'Eurosistema e, quindi, sottostanno agli indirizzi di politica monetaria della BCE.

Un altro suggerimento che può essere fatto in merito alla valutazione del capitale azionario di una banca centrale riguarda un'implementazione del modello utilizzato dal Comitato di esperti di alto livello. Se infatti a livello teorico il DDM a due stadi è corretto, dal punto di vista pratico, come più volte accennato può essere troppo farraginoso a causa delle molte congetture su cui si regge.

Si possono quindi fare 2 osservazioni:

1. Il coefficiente β , stimato presumibilmente dalla media dei β utilizzati per le operazioni di riacquisto della Banca Nazionale Svizzera e della *Bank for International Settlements*, poteva essere calcolato tenendo conto anche dei β utilizzati nei mercati finanziari dalle cinque banche centrali quotate:

| BANCA CENTRALE | COEFFICIENTE BETA: |
|--|--------------------|
| <i>Banque nationale de Belgique</i> | 0,46 |
| <i>Swiss National Bank</i> | 1,02 |
| <i>National Bank of Greece S.A.</i> | 1,23 |
| <i>Banca Nazionale Svizzera (Riacquisto)</i> | 0,3 |
| <i>BIS (Riacquisto)</i> | 0,5 |

| | |
|-------|-----|
| MEDIA | 0,7 |
|-------|-----|

Elaborazione dei dati forniti sul sito Yahoofinance

2. Il tasso di sconto invece che essere calcolato attraverso il CAPM potrebbe essere sviluppato sulla base del modello a tre o cinque fattori sviluppato negli ultimi anni a partire dal lavoro di Fama e French (1993). Il CAPM rivela infatti un forte limite: il rendimento di un titolo è calcolato solo sulla base di un unico fattore che dovrebbe rappresentare interamente il rischio sistematico.

Il modello a tre fattori ha come base teorica *l'Arbitrage Pricing Theory* (APT, secondo cui il rendimento di un titolo può essere spiegato tramite un'equazione a più fattori che tengano conto ognuno di un diverso rischio sistematico. Fama e French cercarono di determinare i fattori che incidono maggiormente sul rischio sistematico, individuandone dapprima 3 e poi successivamente 5:

$$r - r_f = \beta_{ERP} \cdot r_{ERP} + \beta_{SMB} \cdot r_{SMB} + \beta_{HML} \cdot r_{HML}$$

- r_{ERP} = differenziale di rendimento tra l'indice di mercato e un'attività priva di rischio
- r_{SMB} = differenziale di rendimento tra le azioni delle piccole imprese e quello delle azioni delle grandi imprese
- r_{HML} = differenziale di rendimento tra le azioni con alto PBV e quelle con basso PBV.

Fin qui si sono visti tutti modelli *equity-side*, in quanto questi sono in linea generale le modalità convenzionalmente utilizzate dalla comunità economica nel momento in cui si ha la necessità di valutare una banca. Ciò non toglie però che una visione *equity-side* – per i limiti sovraesposti – sia una sorta di scorciatoia, utile per evitare di dover strutturare un approccio *asset side* che, oltre che di impossibile applicazione secondo l'attuale struttura, risulterebbe anche molto complicato trovare una strada che possa abbracciare questo approccio.

Si dovrebbe infatti trovare un modo per valutare le attività e le passività di una banca (che si tratti di un ente creditizio o un istituto di emissione), in modo da poter tener conto degli *asset* posseduti e non solo dei dividendi distribuiti.

Recenti studi hanno sviluppato un approccio *asset-side*²⁶ superando le problematiche che si ritrovano nell'applicazione del criterio. Questa metodologia di recente costituzione ha infatti l'obiettivo di fornire una nuova visione nella valutazione delle banche, permettendo quindi di identificare e mettere in evidenza tutti i principali *asset* che determinano il valore intrinseco dell'azienda, a prescindere dai dividendi effettivamente distribuiti.

Il modello, denominato *Asset Mark-down Model* (AMM), assume come ipotesi di base quella che il passivo di ogni banca sia totalmente di natura finanziaria; e scompone il valore della banca in tre parti:

1. *valore degli attivi*: il valore generato dagli asset detenuti dalla banca;

²⁶ BELTRAME F. – PREVITALI D. *Valuing Banks: A New Corporate Finance Approach*, Palgrave Macmillan, Londra, 2016.

2. *valore delle passività*: valore generato dalle passività definito dal *mark-down*²⁷;
3. *valore derivante dai benefici fiscali*: le perdite gravano positivamente sul valore delle banche, in quanto generano dei guadagni in termini fiscali

Il modello consente dunque di ottenere una stima dei *free cash flow* più accurata in relazione alle diverse parti in cui la banca riesce a creare valore. Il metodo inoltre può essere considerato anche per la valutazione delle banche centrali proprio per la struttura flessibile ma più articolata, che rende possibile una valutazione più accurata degli istituti di emissione.

In conclusione, è giusto ricordare che non esiste in finanza un metodo che riesca a rappresentare appieno la realtà, né tantomeno a prevedere senza incertezza l'andamento futuro delle variabili utilizzate. Tutti i modelli sono da intendersi come ipotetici e con un ampio margine di miglioramento. In finanza, così come in tutte le materie economiche, non esistono risposte certe. È per questo che tutte le problematiche affrontate in questo documento non hanno avuto una soluzione precisa e inconfutabile. Allo stesso problema si possono utilizzare approcci diversi, che portano a risultati diversi e che se correttamente formulati, sono, per le ipotesi poste alla base, corretti.

²⁷ Nelle banche il *mark-down* è dato dalla differenza tra il tasso Euribor e il costo della raccolta.

BIBLIOGRAFIA:

92/C 191/01, *Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea*, Gazzetta Ufficiale delle Comunità Europee, 29 luglio 1992

ARCHER, D., & MOSER-BOEHM, P. (2013). *Central bank finances*. Bank for International Settlement papers N.71, Monetary and Economic department.

BAGLIONI, A. (10 Gennaio 2014). *Quote Banca d'Italia: la Bce bacchetta il Governo*. Il Fatto Quotidiano.

BANCA D'ITALIA. (29 marzo 2019). *Il bilancio della Banca d'Italia Presentato all'Assemblea ordinaria dei Partecipanti anno 2018 – centoventicinquesimo esercizio*. Roma: Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia.

BANCA D'ITALIA. (31 maggio 2001). *Relazione Annuale Presentata all'Assemblea Ordinaria dei Partecipanti anno 2000 – centosettesimo esercizio*. Roma: Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia.

BANCA D'ITALIA. (31 maggio 2013). *Relazione Annuale Presentata all'Assemblea Ordinaria dei Partecipanti anno 2012 – centodiciannovesimo esercizio*. Roma: Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia.

BANCA D'ITALIA. (31 maggio 2014). *Relazione Annuale Presentata all'Assemblea Ordinaria dei Partecipanti anno 2013 – centoventesimo esercizio*. Roma: Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia.

BANCA D'ITALIA. (11 novembre 2013). *Un aggiornamento del valore delle quote di capitale della Banca d'Italia*. Roma: Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia.

BELLARDINI, L. (2019). Bankitalia, un bilancio che ne riflette l'indipendenza (da tutelare). *Associazione Guido Carli*. Aprile 26, 2019 visionabile su <https://associazionecarli.eu/>

BELLARDINI, L. (2018). La vigilanza dopo la tempesta: quando Bancopoli cambiò la supervisione creditizia. *The Insider Journal*. Settembre 26, 2019 visionabile su <https://uflinsiderjournal.com/>

BELTRAME, F. & PREVITALI, D. (2016). *Valuing Banks: A New Corporate Finance Approach*. Palgrave Macmillan prima edizione.

BREALEY, R. *et al.* (2015). *Principi di finanza aziendale*. Milano: McGrawHill Education, settima edizione.

CAPRIGLIONE, F. & PELLEGRINI, M. (Eds). (2014). *La rivalutazione del capitale della Banca d'Italia*. Milano: Wolters Kluwer (italia), CEDAM.

Circolare N/4E, *Rivalutazione quote di partecipazione al capitale della Banca d'Italia - Articolo 6, comma 6, del decreto-legge 30 novembre 2013, n. 133 e articolo 1, comma 148, della legge 27 dicembre 2013, n. 147.* Roma, 24 febbraio 2014

Comitato degli esperti di alto livello (con l'ausilio). (2013). *Un aggiornamento del valore delle quote di capitale della Banca d'Italia.* Banca d'Italia.

CON/2013/96, *Parere della Banca Centrale Europea relativa all'aumento di capitale della Banca d'Italia,* del 27 dicembre 2013

Conferenza stampa, *Conseguenze per la Banca d'Italia della legge 29 gennaio 2014, n. 5,* sezione Approfondimenti del sito di Banca d'Italia.

DE SIMONE, E. (2014). *Dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica.* Milano: FrancoAngeli Editore, 5^a edizione.

DRAGHI, M. (2011) *L'autonomia della politica monetaria, Una riflessione a trent'anni dalla lettera del Ministro Andreatta al Governatore Ciampi che avviò il "divorzio" tra il Ministero del Tesoro e la Banca d'Italia* Roma. Palazzo Altieri - AREL - Convegno "L'autonomia della politica monetaria".

FABRIZI, P.L. (2016) *Economia del mercato mobiliare.* Egea, sesta edizione.

GAIOTTI, E. & SECCHI, A. (2012). *Monetary policy and fiscal dominance in Italy from the early 1970s to the adoption of the euro: a review.* Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza (*Occasional papers* n. 141).

IASCF. *Principio contabile internazionale n. 39 Strumenti finanziari: Rilevazione e valutazione.* IAS 39

INTESA SANPAOLO. (2013). *Relazione e Bilancio di Intesa Sanpaolo dell'esercizio 2013.* Torino.

Linee Guida ECB/2014/15, del 4 Aprile del 2014, *Guideline of The European Central Bank of 4 April 2014 on monetary and financial statistics.*

RICARDO, D. (1824) *Plans of establishment of a National bank,* Londra: John Murray, Albemarle-Street.

ROSSI, S. (intervento di). (2014). *Politica monetaria e indipendenza delle banche centrali: l'esperienza della Banca Centrale Europea nella crisi globale.* Complesso universitario di Vicenza.

SAUNDERS, A. & MILLON CORNETT, M. & ANOLLI, M. & ALEMANNI, B. (2015). *Economia degli Intermediari Finanziari.* McGraw-Hill Education, quarta edizione.

SESTO, M. (2014). Imu-Bankitalia, scatta la «ghigliottina». Ok al decreto ma è bagarre M5s in aula. Mef: nessun regalo alle banche, *Il Sole24ore*, gennaio 29, 2014.

VISCO, I. (2019) *Relazione del Governatore Assemblea ordinaria dei Partecipanti dell'anno 2018–centoventicinquesimo esercizio*. Roma: Banca d'Italia.

VISCO, I. (2013) *Indagine conoscitiva per l'istruttoria legislative sul disegno di legge n. 1188, Audizione del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco con riferimento alle norme relative al capitale della Banca d'Italia*. Roma: Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia.

SITOGRAFIA:

<https://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000002869>

<https://temi.camera.it/leg18/>

www.bancaditalia.it

www.bancaditalia.it/

www.bankofengland.co.uk

www.boj.or.jp/en/index.htm/

www.businessmodelcanvas.it

www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.it.html

www.google.com/finance

www.nbb.be/en

www.senato.it

www.snb.ch/it/