

LUISS



Libera Università Internazionale degli Studi Sociali 'Guido Carli'

Dipartimento di Impresa e Management

Corso di Laurea Triennale in Economia e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

**LE POLITICHE DI REMUNERAZIONE DEGLI AZIONISTI
DELLE BANCHE NEL PERIODO POST-COVID:
EVIDENZE DAL MERCATO ITALIANO**

Relatore

Prof Gianluca Mattarocci

Candidato

Michele di Giorgio

261001

ANNO ACCADEMICO 2022/2023

INDICE

Introduzione.....	4
CAPITOLO 1: Due crisi finanziarie a confronto: crisi del 2008 e crisi del Covid-19	
1.1. Introduzione.....	7
1.2. Le conseguenze economico-politiche delle crisi finanziarie	8
1.3. Crisi finanziaria del 2008	11
1.4. Il Covid-19 e mercati finanziari in Italia.....	17
1.5. I servizi bancari in Italia prima e dopo il Covid-19.....	22
1.6. Conclusioni.....	27
CAPITOLO 2: Remunerazione degli azionisti bancari in Italia dalla crisi del 2008 alla crisi pandemica	
2.1 Introduzione.....	29
2.2 Politiche e prassi in materia di remunerazione degli azionisti bancari...	30
2.3 Sospensione della distribuzione dei dividendi.....	37
2.4 La sospensione dei programmi di riacquisto delle azioni.....	43
2.5 Conclusioni.....	48
CAPITOLO 3: Banca e finanza dopo la crisi pandemica	
3.1 Introduzione.....	49

3.2 Analisi dei dati della distribuzione dei dividendi durante la crisi pandemica e nel periodo successivo.....	50
3.3 Andamento dei programmi di riacquisto delle azioni: confronto dei dati della pandemia e il periodo post-Covid19.....	63
3.4 Conclusioni.....	69
Conclusioni.....	71
Bibliografia.....	73

INTRODUZIONE

La diffusione del Covid-19 ha comportato notevoli conseguenze sia sul piano sanitario che sul piano economico. Le prime misure per limitare il contagio furono il distanziamento sociale e il *lockdown*. Tali misure hanno portato a importanti conseguenze economiche; la chiusura di molte attività stante la riduzione della domanda e conseguentemente il crollo del PIL.

In questo contesto, i tentativi di prevedere l'entità e la durata dell'impatto della pandemia sugli utili delle banche hanno determinato sfide uniche, portando a sospendere i pagamenti dei dividendi e i programmi di riacquisto azioni proprie.

Un fenomeno simile, sebbene su scala minore, si è verificato durante la crisi finanziaria globale nel 2008-2009. Entrambi i periodi hanno registrato alti livelli di difficoltà nei mercati finanziari ed elevati tassi di sospensione dei pagamenti.

Il presente lavoro ha come obiettivo la rappresentazione delle politiche di remunerazione in Italia degli azionisti bancari nel periodo post-covid-19.

Altri aspetti che si cercano di approfondire riguardano la redditività e la patrimonializzazione degli istituti di credito nel periodo considerato.

Profondo interesse rivestono sia le tematiche relative alla gestione del sistema bancario sia il modo con cui, lo stesso, è riuscito a superare una crisi di tale portata, cercando comunque di remunerare costantemente i propri azionisti.

In considerazione di tali premesse e per affrontare la tematica oggetto di questo lavoro in maniera esaustiva, si procederà alla raccolta dei dati storici relativi alla crisi finanziaria globale del 2008 e, successivamente si analizzerà come la revisione del quadro normativo del settore bancario europeo, con un miglioramento nella capitalizzazione delle banche della qualità degli attivi e imponendo nuovi requisiti di liquidità abbia permesso al settore bancario di

affrontare la crisi da Covid-19. Non essendoci molto materiale pubblicato sull'argomento, considerata l'estrema attualità, il lavoro di ricerca è stato costruito a partire dai siti web ufficiali delle istituzioni oggetto dell'analisi analizzando paper, comunicati ufficiali e articoli di giornali specializzati.

La tesi si articola in tre capitoli:

- Nel primo capitolo verrà definito il concetto di crisi finanziaria e le conseguenze che ne derivano. Dopo si procederà all'analisi dell'origine della crisi finanziaria globale iniziata con il fallimento della banca d'investimento Lehman Brothers, che ha avuto inizio con lo scoppio della bolla immobiliare negli Stati Uniti del 2007 ed è stata alimentata da radicate politiche bancarie imprudenti nella concessione del credito. In particolare, dopo aver descritto brevemente la diffusione della crisi pandemica, si esamineranno le ripercussioni sui mercati finanziari determinate dalle prime misure di natura sanitaria adottate per limitare il contagio.
- Nel secondo capitolo si analizzeranno le politiche e alle prassi in materia di remunerazione degli azionisti. Si confronteranno le decisioni assunte dal management in tema di distribuzione degli utili, sia sotto forma di dividendi che con programmi di buyback, dalla grande crisi del 2008 alla crisi da Covid-19 nel sistema italiano.
- Nel terzo capitolo verrà rappresentata la ripresa economica a livello internazionale e nel contesto italiano. Si evidenzieranno le politiche di distribuzione dei dividendi e del riacquisto di azioni proprie per tre delle principali banche italiane e altre tre di medie dimensioni. Dopo aver tratteggiato l'andamento economico generale al fine di effettuare un'adeguata analisi dei dati della distribuzione dei dividendi durante la crisi pandemica e nel periodo successivo, saranno trattate le tematiche inerenti, tra il 2020 e il 2022, la redditività delle banche, la redditività

delle azioni e i dividendi distribuiti e dei programmi di riacquisto delle azioni proprie dopo la crisi pandemica.

CAPITOLO 1: DUE CRISI FINANZIARIE A CONFRONTO: CRISI DEL 2008 E CRISI DA COVID-19

1.1. INTRODUZIONE

Il capitolo si propone di illustrare le crisi economiche più importanti di questo ultimo ventennio: la crisi del 2008, denominata “Grande Recessione” e la crisi da Covid-19. Entrambe hanno condizionato fortemente le dinamiche del sistema economico e conseguentemente hanno pregiudicato la stabilità finanziaria di molti Paesi.

Dopo aver definito cosa si intende per crisi finanziaria e le conseguenze che ne derivano, si sono analizzate le scelte economico-finanziarie effettuate prima del 2008 che hanno dato origine a una crisi iniziata negli USA, con il fallimento della *Lehman Brothers*, che, in breve tempo si diffuse in tutti i Paesi del mondo e in particolare in Europa. Si sono considerati, successivamente, gli interventi dei Governi per salvaguardare l’esistenza del sistema finanziario stesso ed evitare il collasso dell’intero sistema economico.

Dopo aver descritto brevemente la diffusione della crisi pandemica, vengono discusse le ripercussioni sui mercati finanziari determinate dalle prime misure di natura sanitaria adottate per limitare il contagio. In particolare, il ruolo avuto dalle Banche e gli interventi dei Governi per fronteggiare tale crisi.

Infine, l’attenzione si è focalizzata sulla struttura del sistema dei servizi bancari prima e dopo la crisi da Covid-19, con riferimento, soprattutto, all’aumento della quantità e qualità della base patrimoniale delle banche, del miglioramento della qualità degli attivi e del cambiamento della vigilanza.

1.2. LE CONSEGUENZE ECONOMICO-POLITICHE DELLE CRISI FINANZIARIE

Il Fondo Monetario Internazionale (F.M.I.) ha individuato quattro famiglie di crisi finanziarie in base a considerazione quantitative e qualitative.

Un primo caso riguarda la crisi che nasce da un attacco speculativo sul tasso di cambio di una valuta provocandone un forte deprezzamento. In questo caso viene individuata una crisi valutaria e le autorità intervengono per difendere il valore della moneta attraverso l'investimento di riserve internazionali oppure aumentando i tassi d'interesse¹.

Altro caso di crisi riguarda una perdita di fiducia nel sistema creditizio e, di conseguenza, una corsa agli sportelli dei depositanti per ritirare i propri risparmi, provocando una condizione di illiquidità al sistema².

Il terzo caso di crisi è quella che deriva dal debito sovrano. Tale situazione deriva dall'accumulo di un grande volume di debito, a seguito all'eccessiva emissione di titoli di debito quando gli Stati interessati non riescono a far fronte ai propri impegni, in quanto impossibilitati a rimborsare i prestiti e i correlati interessi³.

Il quarto tipo di crisi individuata dal F.M.I. è conosciuta con il termine di “*Sudden Stop*” e riguarda la bilancia dei pagamenti. Quest'ultima, si riscontra nel caso di grande diminuzione di flussi di capitale in entrata dall'estero, destinati ai finanziamenti dei disavanzi di parte corrente della bilancia dei

¹Claessens S. and Kose M.A., *Financial Crises: Explanations, Types, and Implications*, in “IMF Working Paper Research Department”, gennaio 2013, p.12

² Claessens S. and Kose M.A., *Financial Crises: Explanations, Types, and Implications*, in “IMF Working Paper Research Department”, gennaio 2013, p.18

³ Claessens S. and Kose M.A., *Financial Crises: Explanations, Types, and Implications*, in “IMF Working Paper Research Department”, gennaio 2013, p.15

pagamenti, soprattutto nel caso del verificarsi di timori di mancato rimborso del debito pubblico estero⁴.

A questa classificazione delle crisi finanziarie individuate dal F.M.I., oggi possiamo includere le crisi originate da gravi emergenze sanitarie, come la recente esperienze del Covid-19 che ha innestato profondi sconvolgimenti economici e sociali. Prima dell'arrivo del Covid-19, si era probabilmente perso il ricordo delle grandi pandemie della storia dell'umanità, e si pensava che il progresso scientifico ci aveva messo al riparo da tali pericoli. Le misure intraprese per contenere il contagio, come il distanziamento sociale e i lock down, hanno avuto gravi ripercussioni sull'economia mondiale.

Le crisi economiche accompagnano lo sviluppo capitalistico fin dagli albori, i periodi di crescita economica e quelli di recessione si alternano ciclicamente⁵. Nel '900 le crisi sono state prevalentemente valutarie e bancarie, negli anni 2000 le economie moderne sono più esposte alle crisi. È possibile affermare, comunque, che, nonostante la classificazione individuata dal F.M.I., nella realtà spesso le crisi si sovrappongono: nascono come un tipo di crisi e con il tempo si trasformano in altro tipo⁶.

L'impatto di una crisi finanziaria è, oltre che economico, anche politico e sociale.

Dal punto di vista economico, le crisi finanziarie hanno un grande impatto sull'economia e possono scatenare recessioni, come il calo della produzione, una forte volatilità dei mercati finanziari, un aumento dell'inflazione e quindi

⁴Claessens S. and Kose M.A., *Financial Crises: Explanations, Types, and Implications*, in "IMF Working Paper Research Department", gennaio 2013, p.14

⁵ Di Taranto G., *La globalizzazione diacronica*, "G. Giappichelli" Editore, p.75

⁶ Laeven L. and Valencia F., *Systemic Banking Crises Database: An Update*, in "International Monetary Fund", pp.11-12

del costo della vita in generale. Non tutte le flessioni economiche, però, si manifestano con la stessa intensità, ma variano in base al contesto storico e sociale potendo determinare l'aumento della disoccupazione, il calo dei consumi e il minore accesso al credito.

Gli effetti di una crisi economica sui mercati finanziari riguardano il deprezzamento della valuta, la caduta del valore delle azioni e delle obbligazioni, un più difficile accesso ai prestiti e ai mutui.

Dal punto di vista politico, una riflessione può sicuramente iniziare dall'analisi della crisi del '29. Il crollo di Wall Street contagiò molti altri Paesi attraverso gli scambi internazionali. Quasi ovunque si registrarono riduzioni dei prezzi agricoli e industriali, fallimenti di imprese e di banche, peggioramento del commercio interno ed estero, diminuzione dei titoli in Borsa, calo degli investimenti e aumento della disoccupazione⁷. La crisi economica e finanziaria ebbe un peso determinante nell'instaurazione di regimi totalitari, arrivarono al potere non soltanto il nazismo in Germania e il fascismo in Italia, ma si affermarono regimi autoritari in mezza Europa⁸.

In una situazione di crisi economica anche i sistemi politici, oltre che quelli economici, sono, pertanto, soggetti a fenomeni di contagio.

In sintesi, è possibile dire che è difficile prevedere come e quando si scatenerà una crisi finanziaria, non potendo fare delle ipotesi precise poiché le variabili in gioco sono tantissime e spesso imprevedibili. È però possibile affermare che gli effetti spesso si ripropongono.

⁷ De Simone E., *Storia economica Dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica*, "FrancoAngeli", Quinta edizione, p.196

⁸ King G., Rosen O., Tanner M., and Wagner A.F., *THE JOURNAL OF ECONOMIC HISTORY*, volume 68, Dicembre 2008, pp.952-953

1.3. CRISI FINANZIARIA DEL 2008

La crisi economico finanziaria del 2008 è stata una delle più grandi crisi dell'ultimo ventennio che ha investito tutti i paesi ad economia avanzata.

L'evento che sancisce l'inizio della crisi fu il fallimento della *Lehman Brothers* il 15 settembre del 2008, una grande banca d'investimento di New York. Ma il fallimento della Lehman Brothers fu l'evento simbolico di quella che fu ribattezzata "*Grande Recessione*"; le origini della crisi vanno in realtà ricercate in scelte economico-finanziarie effettuate negli anni precedenti⁹.

Un primo elemento che fece scatenare tali eventi è sicuramente da individuare nel periodo che va dal terzo trimestre del 2001 al primo del 2005, quando la Federal Reserve (FED) fissò tassi d'interesse molto bassi, in alcuni momenti al di sotto del tasso d'inflazione, che comportò una spinta negli impieghi in tutti i settori e in primo luogo nel settore immobiliare¹⁰. I tassi d'interesse bassi, rappresentando il costo della moneta, spinsero le famiglie a richiedere mutui per l'acquisto delle case, facendo, di conseguenza, aumentare i relativi prezzi. La domanda di abitazioni crebbe a dismisura e di conseguenza il debito degli americani collegato al mercato immobiliare passò dal 64% del reddito disponibile al 113%.

Conseguentemente si innescò una bolla immobiliare che rese conveniente per le banche concedere mutui, atteso che in caso di mancato pagamento da parte dei mutuatari, il denaro prestato poteva essere recuperato con il sequestro

⁹ De Simone E., *Storia economica Dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica*, "FrancoAngeli", Quinta edizione, p. 265

¹⁰ Boccardelli P. e Iacovone D., *Lo scenario economico dopo il covid-19: un piano strategico per ripartire*, editore "Il Mulino" p.51

dell'immobile e la relativa vendita a prezzi più alti dell'ammontare del mutuo concesso.

Può aggiungersi un'ulteriore causa che determinò la crisi del 2008 cioè la concessione di mutui subprime e la relativa “cartolarizzazione”¹¹.

FIGURA 1. La concessione dei mutui subprime dal 1994 al 2006



L'erogazione di mutui subprime è un'operazione con cui la banca concede prestiti a persone con un reddito basso e/o insicuro; un'operazione rischiosa per le banche, in quanto non è certo che i mutuatari riusciranno a ripagare il debito. Per eliminare il rischio, tali mutui venivano cartolarizzati, cioè trasformati in titoli e venduti in pacchetti ad investitori. In tal modo le banche recuperavano in breve tempo la liquidità, invece di attendere il rimborso del mutuo che poteva avvenire a rate dai 10 ai 30 anni. Ciò permetteva agli istituti di credito di concedere nuovi mutui che sarebbero stati, a loro volta, cartolarizzati innescando in tal modo un circolo vizioso in cui le banche non si preoccupavano più della solvibilità dei clienti a cui concedevano i mutui, perché il credito sarebbe stato trasferito a terzi. Poiché i titoli cartolarizzati con tali metodi vennero sottoscritti sia negli USA che in Europa, la crisi che

¹¹ Boccardelli P. e Iacovone D., *Lo scenario economico dopo il covid-19: un piano strategico per ripartire*, editore “Il Mulino” p. 53

divampò coinvolse anche l'Europa¹². Grazie alla cartolarizzazione, le banche e le altre istituzioni finanziarie poterono espandere enormemente le attività in rapporto al capitale proprio, fenomeno del “*leverage*” o leva finanziaria realizzando profitti elevatissimi. Negli Usa il leverage per le banche arrivò a 30 volte il capitale proprio, ma le espose anche al rischio di perdite ingenti¹³.

Ultimo anello della catena degli errori è il ruolo delle agenzie di rating. La proliferazione di questi titoli cartolarizzati, noti come *CDO (Collateralized Debt Obligation)* venivano scambiati prevalentemente over the counter, cioè fuori dai mercati regolamentati pertanto la valutazione delle agenzie di rating assunse un ruolo significativo, come giudizio condiviso dagli operatori di mercato. Le agenzie di rating qualificarono tali titoli con AAA, cioè la migliore valutazione nel sistema, incentivando così gli investitori all'acquisto di tali titoli e facilitando la diffusione della crisi¹⁴.

La crisi scoppiò secondo il più classico dei processi. All'inizio sembrava funzionare tutto perfettamente. Gli operatori estendevano sempre più il credito immobiliare, facendo, conseguentemente, crescere la domanda di investimenti immobiliari, generando una ulteriore spinta della domanda di mutui e dei prezzi delle case. A partire dal 2004, la Fed comincia a preoccuparsi e inizia ad alzare i tassi di interesse, così i mutui diventano sempre più costosi e difficili da ripagare. I sottoscrittori dei mutui vanno quindi in sofferenza e alcuni di loro non riescono a pagare le rate. Cominciano i primi sequestri di abitazioni ipotecate e una loro immediata ricollocazione sul mercato, cosa che rende evidente che il contesto sta indebolendosi¹⁵.

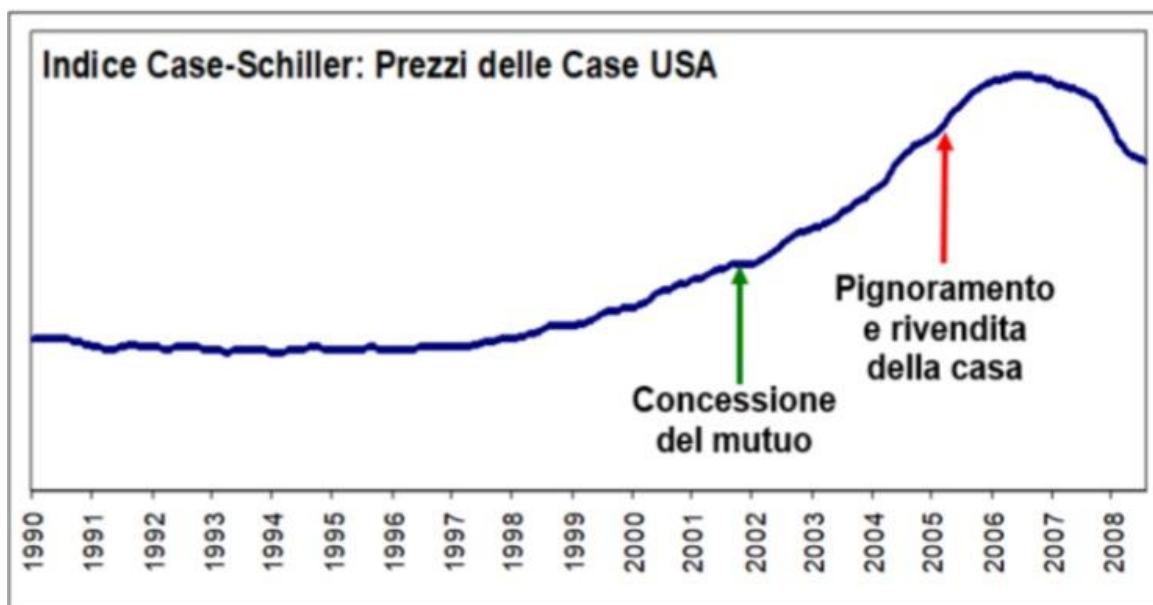
¹² De Simone E., *Storia economica Dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica*, “FrancoAngeli” Quinta edizione, pp. 264-265

¹³ Consob, educazione finanziaria, *La crisi finanziaria del 2007/2009*.

¹⁴ Boccardelli P. e Iacovone D., *Lo scenario economico dopo il covid-19: un piano strategico per ripartire*, editore “Il Mulino” p. 55

¹⁵ Consob, educazione finanziaria, *La crisi finanziaria del 2007/2009*

FIGURA 2 Lo scoppio della bolla immobiliare.



Nel 2006 la domanda globale di abitazioni inizialmente rallenta, la crescita dei prezzi si arresta per poi, iniziare a cadere nel 2007. Quando la situazione precipita e gran parte degli operatori vuole vendere, non risulta più possibile perché non ci sono più compratori.

Le banche che avevano concesso mutui subprime, si sono trovate improvvisamente prive di liquidità, ma in possesso di migliaia di immobili sopravvalutati e difficili da gestire¹⁶.

La caduta dei corsi azionari, i fallimenti e le aspettative totalmente negative, portarono alla caduta dei consumi, degli investimenti, del reddito e dell'occupazione. Il credito bancario a famiglie e imprese si restrinse, il crollo dei prezzi delle abitazioni fece il resto. E anche il commercio mondiale si ridusse in conseguenza della caduta della domanda globale.

¹⁶ Addona C., *La crisi finanziaria del 2008, da cosa è stata scatenata?*, "RSD" rivista semestrale di diritto data pubblicazione 28/03/2018

La contrazione del mercato immobiliare finì a sua volta per far crollare il valore dei titoli cartolarizzati e venduti in tutto il mondo e le agenzie di rating iniziarono a declassare conseguentemente la valutazione di questi titoli, diffusi ormai nei mercati finanziari di tutto il mondo, perdendo così ogni valore e diventando non liquidabili¹⁷.

Da una crisi di fiducia si arrivò a una crisi di liquidità che portò al fallimento di alcuni tra le maggiori banche statunitensi. Alcune banche evitarono il fallimento grazie all'intervento del Tesoro e della Fed. La Lehman Brothers, invece, non ricevette aiuti né dallo Stato né da privati e avviò una procedura fallimentare il 15 settembre del 2008, innescando una nuova fase di grande instabilità e incertezza sui mercati¹⁸.

La crisi finanziaria si estende così all'economia reale attraverso una serie di meccanismi, come: la riduzione delle concessioni di credito a famiglie e imprese e il crollo dei prezzi delle abitazioni e delle Borse¹⁹.

L'obiettivo primario dei Governi è stato quindi quello di salvaguardare l'esistenza del sistema finanziario stesso; condizione fondamentale per evitare il collasso dell'intero sistema economico. Per fronteggiare la crisi di liquidità, le Banche Centrali intervennero con politiche di riduzione dei tassi d'interesse, espansioni monetarie senza precedenti e facilitazioni per la concessione del credito.

¹⁷ Boccardelli P. e Iacovone D., *Lo scenario economico dopo il covid-19: un piano strategico per ripartire* editore "Il Mulino" p. 58

¹⁸ De Simone E., *Storia economica Dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica*, "FrancoAngeli" Quinta edizione, p. 265

¹⁹ D'Adda C., *Dalla crisi finanziaria alla crisi reale*, in "Moneta e Credito", vol. 63 n. 249 (2010), Associazione Paolo Sylos Labini

Gli interventi di natura politica per fronteggiare la crisi, specialmente in Europa e in particolare in Italia, non furono rapidi e probabilmente non totalmente adeguati, intrecciandosi con altri problemi di finanza pubblica²⁰.

²⁰ Draghi M. *Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza*, Audizione Governatore della Banca D'Italia al Senato della Repubblica 21/10/2008.

1.4. IL COVID-19 E MERCATI FINANZIARI IN ITALIA

Nel dicembre 2019, le autorità sanitarie cinesi comunicano che nella città di Wuhan si sono manifestati numerosi casi di polmonite, provocati da un virus SARS-CoV-2. Il 30 gennaio successivo, l'OMS dichiara lo stato di emergenza globale. La diffusione del Covid-19 comporta notevoli conseguenze sia sul piano sanitario che sul piano economico. Le prime misure per limitare il contagio furono: il distanziamento sociale e i *lockdown*. Tali misure hanno portato a importanti conseguenze economiche, la chiusura di molte attività stante la riduzione della domanda e conseguentemente il crollo del PIL²¹.

L'Italia è stato il primo Paese europeo a registrare la diffusione del virus con pesanti ripercussioni sull'economia. Per l'anno 2020 L'OCSE aveva previsto una riduzione del PIL tra l'11,3% e il 14%, in realtà la flessione è stata dell'8,9% determinata dal calo della domanda interna. Questo calo del PIL in Italia è stato uno dei risultati peggiori tra i paesi del G20, peggio hanno fatto l'Argentina, con - 9,96%, dove il governo ha dovuto dichiarare bancarotta, e il Regno Unito che ha perso il 9,92%.

La diffusione della pandemia ha avuto forti ripercussioni sui mercati finanziari internazionali e italiani, con evidenza dei seguenti segnali: un improvviso aumento dell'avversione al rischio da parte degli investitori e un deterioramento delle condizioni di liquidità²².

Per quanto concerne il mercato azionario italiano, va registrato che nei primi sei mesi del 2020, il FTSEMIB ha subito un calo di 18 punti percentuali, toccando il minimo il 12 marzo per poi recuperare lentamente a seguito delle misure correttive poste in essere dall'Unione Europea e dal Governo Italiano

²¹ CONSOB, statistiche e analisi, *La crisi Covid-19 Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata*, luglio 2020, p. 7

²² Bellettini G., Goldstain A., prefazione Pier Carlo Padoan, *L'economia italiana dopo il Covid-19: come ricominciare a crescere*. Edizioni Bnomia University Press, p.156

per contrastare la crisi. Il 12 marzo la Consob, applicando l'art.13 del Regolamento UE n. 236/2012 (Short Selling), vieta temporaneamente la vendita allo scoperto su 85 titoli azionari italiani quotati sul Mercato Telematico dei Titoli di Stato (MTS), poiché il prezzo di tali titoli, registrato nella giornata è superiore alle soglie previste dalla disciplina di riferimento. La stessa decisione, questa volta su 20 titoli, viene adottata nuovamente il 16 marzo. Dal 18 marzo la Consob introduce un divieto sulle vendite allo scoperto e altre operazioni al ribasso per tutte le azioni negoziate sul mercato regolamentato italiano, per la durata di tre mesi, tale decisione è stata presa per evitare ogni forma di speculazione ribassistica. Tali divieti sono stati rimossi il 18 maggio 2020, in considerazione del ritorno alla normalizzazione dei mercati. Non si è ritenuto opportuno, invece, chiudere i mercati nei periodi di maggiore crisi, in quanto la chiusura dei mercati azionari, avrebbe al contrario generato degli effetti negativi. In particolare, avrebbe limitato le scelte degli operatori di mercato, senza raggiungere l'obiettivo di evitare il crollo dei corsi azionari²³.

L'impatto della crisi sui mercati obbligazionari, pubblici e privati, ha fatto registrare un calo generalizzato dei prezzi e un incremento della volatilità. Avuto riguardo ai mercati dei titoli del debito sovrano, lo stress è stato alimentato dall'incertezza sull'andamento della crisi e dalla anticipazione del rapido peggioramento dei parametri di finanza pubblica in molti paesi a causa dell'elevato ammontare di stanziamenti di risorse per sostenere le economie nazionali colpite dalla pandemia²⁴.

²³ CONSOB, statistiche e analisi, *La crisi Covid-19 Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata*, luglio 2020, pp. 43-44

²⁴ IBEDEM

FIGURA 3 L'andamento del FTSEMIB e il rendimento dei BTP decennali durante il lockdown



Fonte: Refinitiv. La numerazione progressiva da 1 a 9 si riferisce, rispettivamente, ai seguenti eventi: 1. inizio *lockdown* in Italia (9 marzo); 2. dichiarazioni Presidente BCE sugli spread dei titoli pubblici nell'area euro (12 marzo); 3. divieto di *short selling* sul mercato italiano (18 marzo); 4. annuncio BCE sull'avvio del PEPP (18 marzo); 5. inizio della cosiddetta 'fase 2' in Italia (4 maggio); 6. sospensione del divieto *short selling* sul mercato italiano (18 maggio); 7. annuncio del Next Generation EU da parte della Commissione europea (27 maggio); 8. rimozione delle restrizioni alla mobilità fra regioni in Italia (3 giugno).

In Italia, nelle prime settimane di marzo 2020 lo spread tra titoli di Stato Italiano e quelli tedeschi tocca un picco di 320 punti base, andando al di là del valore medio di circa 145 punti base registrato nei mesi precedenti. Il 20 febbraio (giorno in cui a Codogno viene diagnosticato il primo caso Covid-positivo non importato), lo spread era pari a 137 punti base è salito a 179 il 29 giugno, con un picco di 276 registrato il 17 marzo²⁵.

L'andamento dello spread è stato influenzato dai timori delle agenzie di rating sulla tenuta del debito italiano e dalle decisioni della BCE in merito al programma di acquisto di emergenza (PEPP) da 750 miliardi di euro. Altro elemento che ha influenzato negativamente lo spread è stata la valutazione sul nostro debito pubblico delle agenzie di rating. A febbraio Fitch conferma per l'Italia il rating BBB con outlook negativo. A preoccupare l'agenzia è il livello molto alto del debito pubblico, il bassissimo andamento della crescita del PIL e l'incertezza della politica economica. Lo spread inizia ad aumentare fino a raggiungere 281,7 punti base durante la contaminazione e prima che la BCE

²⁵ CONSOB, statistiche e analisi, *La crisi Covid-19 Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata*, luglio 2020, p. 48

varasse il piano di rilancio PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme). L'annuncio di tale misura attenuò notevolmente le tensioni sui mercati dei titoli di Stato e lo spread iniziò a scendere registrando il 26 marzo il valore di 160 punti base. A far risalire lo spread fu la valutazione di Moody's che conferma per l'Italia un rating BBB3 con outlook stabile. Anche la Dbrs Morningstar, conferma il rating BBB (high) dell'Italia ma ha rivisto al ribasso il trend: a negativo da stabile²⁶. Il 4 giugno, la BCE annuncia un'espansione del PEPP: la dotazione del Programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP) viene incrementata di 600 miliardi di euro, raggiungendo un totale di 1 350 miliardi di euro e la durata viene estesa fino alla fine di giugno 2021²⁷. Tale annuncio ebbe l'effetto di fare scendere lo spread già dal giorno successivo a 168 punti base.

Ulteriore elemento che influisce sull'andamento dello spread è il rapporto debito/PIL del nostro paese. Secondo le previsioni di Confindustria del tempo, il rapporto sarebbe passato da 135% alla fine del 2019 a 159% nel 2020, prima di scendere a 150,8% nel 2021 mentre nel 2022 avrebbe raggiunto il valore di 146%. Il dato effettivo del quarto trimestre del 2022 è stato pari al 144%, quindi molto vicino al dato previsto. Si tratta di livelli mai registrati in precedenza. Le banche italiane già nel 2020 hanno cercato di ridurre gradualmente la quantità di titoli di Stato in portafoglio²⁸.

Risulta rilevante analizzare l'influenza dell'incremento dello spread sul valore dei titoli di Stato italiano, con un conseguente impatto sul Common Equity Tier (CET 1). La Banca d'Italia ha stimato che, le variazioni dei prezzi dei titoli di Stato italiani, da gennaio a marzo 2020 hanno ridotto il CET 1 di circa 10 punti

²⁶ Bellettini G., Goldstain A., prefazione Pier Carlo Padoan, *L'economia italiana dopo il Covid-19: come ricominciare a crescere*. Edizioni "Bonomia University Press", p. 157

²⁷ Banca Centrale Europea, *Decisioni di politica economica*, comunicato stampa 4 giugno 2020

²⁸ Bellettini G., Goldstain A., prefazione Pier Carlo Padoan, *L'economia italiana dopo il Covid-19: come ricominciare a crescere*. Edizioni "Bonomia University Press", p. 157

base²⁹. L'aumento dello spread ha reso più costosi i finanziamenti sia per le banche sia per gli altri emittenti italiani, e ha peggiorato quindi la competitività del Sistema Paese. Tra il 20 febbraio e il 29 giugno 2020 l'indice generale della Borsa italiana è sceso del 22,5% (con un livello minimo di -42% in marzo). Le banche, in Italia come nel resto d'Europa, sono, quindi, fortemente esposte alle conseguenze economiche della pandemia e questo si è rapidamente riflesso sui loro indicatori di mercato. Nello stesso periodo, i corsi delle azioni delle banche italiane quotate sono diminuiti in modo significativo (-32% con un livello minimo del 48% il 20 aprile), un calo simile a quello delle altre banche europee, in ogni caso più consistente dell'indice di mercato³⁰.

²⁹ Banca D'Italia, *rapporto sulla stabilità finanziaria*, pubblicazione aprile 2020, p. 36

³⁰ Bellettini G., Goldstain A., prefazione Pier Carlo Padoan, *L'economia italiana dopo il Covid-19: come ricominciare a crescere*. Edizioni "Bonomia University Press", p. 158

1.5. I SERVIZI BANCARI IN ITALIA PRIMA E DOPO IL COVID-19

Il ruolo intrinseco della banca è la raccolta fondi a breve e il successivo utilizzo per finanziamenti a lunga scadenza con conseguente fragilità dei bilanci degli istituti di credito. I Governi e le istituzioni cercano, attraverso l’emanazione di buone regole, di contenere le potenziali ricadute di queste fragilità.

La crisi del 2008 ha portato a una revisione del quadro normativo del settore bancario. Gli elementi fondamentali sono stati:

1. aumentare la quantità e la qualità della base patrimoniale delle banche e conservare riserve di liquidità;
2. il miglioramento della qualità degli attivi;
3. il cambiamento della vigilanza sulle banche³¹.

Per quanto riguarda il primo punto va detto che il CET 1 ratio delle banche europee è aumentato da 9% nel 2009 a quasi 15% nel quarto trimestre 2019, ben al di sopra dei requisiti normativi, mentre per le banche italiane è passato da 7% a 13,30%. Il *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) ha l’obiettivo di assicurare che le singole banche siano in grado di fare fronte, con un adeguata protezione della liquidità, alle fuoriuscite di cassa che potrebbero determinarsi nell’arco temporale di un mese creando una condizione di stress, anche acuta. Per il sistema bancario italiano, prima della pandemia, nel suo complesso, l’LCR ammontava a 174% (Banca d’Italia, 2020). In effetti, guardando alle condizioni di liquidità a breve termine, e in particolare al LCR, c’è stato un miglioramento generale per l’intero sistema bancario italiano³².

³¹Visco I., *Banche, regole e vigilanza dopo la crisi*, Intervento del Vice direttore Generale della Banca d’Italia Perugia Castello dell’Oscano, 13 marzo 2010

³² Bellettini G., Goldstain A., prefazione Pier Carlo Padoan, *L’economia italiana dopo il Covid-19: come ricominciare a crescere*. Edizioni “Bonomia University Press”, p. 158

In relazione al secondo punto, negli ultimi anni le banche italiane hanno migliorato la qualità degli attivi, riducendo in maniera significativa i crediti in portafoglio non performing (NPL). Nel 2019 i crediti di dubbia esigibilità per i maggiori gruppi bancari italiani rappresentavano il 3,2% del totale, dato di gran lunga inferiore al 9,8% registrato nel 2015. Nel periodo da dicembre 2019 a giugno 2020 non si registra alcun aumento dei crediti in questione malgrado le conseguenze economiche provocate dalla crisi epidemiologica³³.

Il terzo punto riguarda il cambiamento del sistema di vigilanza sulle banche, grazie all'introduzione nel 2014 del Meccanismo di vigilanza unico (MVU), volto ad armonizzare le pratiche bancarie e a promuovere la sicurezza, la solidità e l'integrazione del sistema bancario europeo. Le banche sono ora gestite seguendo una serie di principi e linee guida sulla misurazione e sulla gestione del rischio emessi da autorità di vigilanza e autorità di regolamentazione. Nel dettaglio, il management bancario è tenuto a impostare diversi processi: processo interno di valutazione dell'adeguatezza del capitale (ICAAP); processo interno di valutazione dell'adeguatezza della liquidità (ILAAP); processo di revisione e valutazione della vigilanza (SREP); recovery plan; prove di stress (stress test). Queste misure sono volte a rendere le banche più resilienti³⁴.

Nell'ultima serie di stress test condotti prima dello scoppio della pandemia, lo scenario peggiore ipotizzato si è poi rivelato molto meno drammatico di quello che si è verificato con l'arrivo della crisi da Covid-19.

A differenza della crisi del 2008, la crisi del 2020 ha avuto origine da un evento esogeno, la pandemia, ma senza le riforme, che abbiamo illustrato precedentemente, decise dopo la Grande crisi finanziaria, il sistema bancario

³³ CONSOB, statistiche e analisi, *La crisi Covid-19 Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata*, luglio 2020, pp.58-59

³⁴ Minshkin F.S., Eakins S.G. e Beccalli E., *Istituzioni e mercati finanziari*, edizione "Pearson" pp. 164-166

non sarebbe stato in grado di contrastare la drammatica crisi causata dalla pandemia.

Fin dall'inizio della crisi pandemica, le banche hanno avuto un ruolo fondamentale nel convogliare alle famiglie e alle imprese i fondi messi a disposizione o garantiti dallo Stato. Nonostante la crisi, i prestiti alle famiglie nel 2020 non sono diminuiti e nel 2021 sono aumentati. Quelli alle società finanziarie sono aumentati al fine di far fronte alla necessità di capitale circolante delle imprese, sofferenti a causa del calo delle vendite. Sono state concesse diffuse e cospicue moratorie ed è stata allungata la durata delle esposizioni³⁵.

L'Autorità bancaria europea (ABE) ha stimato, per le banche dell'UE, un impatto delle perdite relative al rischio di credito sul CET1 tra 230 e 380 punti base, senza considerare il potenziale effetto compensatorio delle moratorie e delle garanzie sui prestiti³⁶.

Due decisioni prese dalla BCE e dalla Banca d'Italia sono state: la prima, il rinvio della distribuzione dei dividendi, la seconda l'invito alle banche ad astenersi dal remunerare gli azionisti con il riacquisto di azioni proprie, entrambe le decisioni sono volte a sostenere i prestiti di clienti e far fronte alle perdite future³⁷.

³⁵ CONSOB, statistiche e analisi, *La crisi Covid-19 Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata*, luglio 2020, p. 62

³⁶ Bellettini G., Goldstain, A. prefazione Pier Carlo Padoan, *L'economia italiana dopo il Covid-19: come ricominciare a crescere*. Edizioni "Bonomia University Press", p. 160

³⁷ Banca centrale europea, Comunicato stampa, *La BCE chiede alle banche di non distribuire o di limitare i dividendi fino a settembre 2021*, 15 dicembre 2020

Il Comitato di Basilea, l'ABE e il MVU hanno consentito alle banche di utilizzare le riserve di capitale (micro e macro-prudenziale) disponibili per garantire l'erogazione del credito.

Un'altra area di grave rischio per le banche è la classificazione dei crediti e il calcolo degli accantonamenti ai sensi delle regole contabili introdotte con IFRS 9. Secondo le suddette regole, le banche determinano le perdite attese in base all'andamento previsionale generale. La crisi Covid-19 modifica i dati storici di "tasso di default", "tasso di cura" e "tasso di recupero" come input per misurare la probabilità di default (PD) e Loss Given Default (LGD) e gli scenari macroeconomici (di lungo termine) cui adeguare i valori di PD e LGD³⁸.

Per ridurre l'impatto sull'adeguatezza patrimoniale, è stato specificato che i prestiti, per i quali si introduce l'utilizzo di moratorie, non sono considerati dalle banche come "rinegoziati" e, pertanto, al fine di non far registrare aumenti significativi del rischio di credito associato al prestito oggetto di moratoria.

Il Decreto "Cura Italia" del 17 marzo 2020 ha evitato le riclassificazioni automatiche di rischiosità dei prestiti, dando la possibilità di aumentare i giorni di ritardo dei pagamenti(scaduti). Ha inoltre consentito la finalità di preservare la liquidità delle imprese, sospendendo i pagamenti fiscali e previdenziali ed estendendo l'accesso alla copertura assicurativa statale sulle esposizioni soggette a una moratoria (ad esempio il Fondo centrale di garanzia per le PMI) e di sostenere il reddito personale³⁹. A tale scopo, il Parlamento europeo è intervenuto introducendo nella Direttiva sui requisiti di capitale due misure per facilitare la concessione dei prestiti alle PMI: in primo luogo un PMI supporting factor "rivisto" che consente alle banche di ridurre del 23,81% l'assorbimento di capitale per i prestiti alle PMI al di sotto di 1,5 milioni di euro

³⁸ Bellettini G., Goldstain A., prefazione Pier Carlo Padoan, *L'economia italiana dopo il Covid-19: come ricominciare a crescere*. Edizioni Bonomia University Press, p. 161

³⁹ Decreto-legge 17 marzo 2020 n. 18, art.56

e del 15% per la restante parte dell'esposizione (se il prestito supera il limite di 1,5 milioni di euro). La seconda misura riguarda l'introduzione di un fattore infrastrutturale che permette di ridurre gli oneri patrimoniali per l'esposizione ai progetti al fine di incoraggiare gli investimenti privati⁴⁰.

⁴⁰ Bellettini G., Goldstain A., prefazione Pier Carlo Padoan, *L'economia italiana dopo il Covid-19: come ricominciare a crescere*. Edizioni "Bonomia University Press", p. 162

1.6. CONCLUSIONI

La crisi economica indotta dal “Covid-19” arriva pochi anni dopo la “*Grande Recessione*” del 2008 che aveva colpito l’economia mondiale e anche il nostro Paese.

Le origini della crisi del 2008 vanno ricercate in scelte economico-finanziarie effettuate negli anni precedenti e soprattutto quando la Federal Reserve (FED) fissò tassi d’interesse molto bassi, in alcuni momenti al di sotto del tasso d’inflazione, che comportarono una spinta negli impieghi in tutti i settori e in primo luogo nel settore immobiliare. Conseguentemente si innescò una bolla immobiliare che rese conveniente per le banche concedere mutui. A partire dal 2004, la Fed, però, comincia a preoccuparsi e inizia ad alzare i tassi di interesse, così i mutui diventano sempre più costosi e difficili da ripagare. I sottoscrittori dei mutui vanno quindi in sofferenza e alcuni di loro non riescono a pagare le rate. Da una iniziale crisi di fiducia si arrivò velocemente a una crisi di liquidità che portò al fallimento di alcuni tra le maggiori banche statunitensi. Alcune banche evitarono il fallimento grazie all’intervento del Tesoro e della Fed. La Lehman Brothers, invece, non ricevette aiuti né dallo Stato né da privati e avviò una procedura fallimentare il 15 settembre del 2008, innescando una nuova fase di grande instabilità e incertezza sui mercati. La crisi finanziaria si estese all’economia reale attraverso una serie di meccanismi, come: la riduzione delle concessioni di credito a famiglie e imprese e il crollo dei prezzi delle abitazioni e delle Borse.

La crisi economico-finanziaria del 2019 è stata determinata invece da un fattore esogeno: la diffusione del virus SARS-CoV-2. Il 30 gennaio 2020, l’OMS dichiara lo stato di emergenza globale. La diffusione del Covid-19 ha comportato notevoli conseguenze sia sul piano sanitario che sul piano economico.

L'Italia è stato il primo Paese europeo a registrare la diffusione del virus con pesanti ripercussioni sull'economia con un forte calo del PIL.

Le ripercussioni sui mercati finanziari internazionali e italiani della crisi pandemica hanno determinato un improvviso aumento dell'aversione al rischio da parte degli investitori e un deterioramento delle condizioni di liquidità.

La crisi del 2008 aveva portato a una revisione del quadro normativo del settore bancario. Le nuove regole hanno determinato l'aumento della quantità e la qualità della base patrimoniale delle banche e la conservazione di maggiori riserve di liquidità, il miglioramento della qualità degli attivi e il cambiamento della vigilanza sulle banche.

La revisione del quadro normativo operata dopo il 2008, ha certamente permesso di contrastare la drammatica crisi economico-finanziaria causata dalla pandemia, limitando gli effetti catastrofici che si sarebbero altrimenti prodotti.

Di particolare rilevanza sono state, inoltre, le decisioni prese dalla BCE e dalla Banca d'Italia, in riferimento al rinvio della distribuzione dei dividendi e l'invito alle banche ad astenersi dal remunerare gli azionisti con il riacquisto di azioni proprie, che costituiranno argomenti di approfondimento nel prosieguo del presente lavoro.

CAPITOLO 2: REMUNERAZIONE DEGLI AZIONISTI BANCARI IN ITALIA DALLA CRISI DEL 2008 ALLA CRISI PANDEMICA

2.1 INTRODUZIONE

Nella prima parte del capitolo si forniscono le basi generali inerenti le politiche e la prassi in materia di remunerazione degli azionisti bancari.

I riacquisti di azioni proprie sono una valida pratica alternativa al pagamento dei dividendi, che possono permettere in alcuni casi di migliorare gli indici finanziari delle imprese e massimizzare il valore per gli azionisti.

Rispetto alla distribuzione dei dividendi le operazioni di buyback sono meno regolari e possono essere effettuate dal management quando le condizioni finanziarie lo consentono.

Nella seconda parte si evidenziano i dati storici derivanti dalle decisioni assunte dal management in tema di distribuzione degli utili, dalla grande crisi del 2008 alla crisi da Covid-19 nel sistema italiano. Analogamente, per lo stesso periodo, e in riferimento alle operazioni di buyback si analizzano successivamente le decisioni assunte dagli istituti di credito.

Si evidenziano, altresì, nel periodo considerato, alcuni indicatori circa la redditività e la patrimonializzazione delle banche italiane rispetto a quelle europee.

2.2 POLITICHE E PRASSI IN MATERIA DI REMUNERAZIONE DEGLI AZIONISTI BANCARI.

Gli azionisti bancari vengono remunerati tramite due canali: l'erogazione dei dividendi o l'acquisto di azioni proprie.

Il dividendo è la remunerazione che spetta agli azionisti in rapporto al capitale investito. Le decisioni sulla distribuzione dei dividendi vengono prese dal Consiglio di Amministrazione, ma la delibera è adottata formalmente dall'assemblea ordinaria della società⁴¹. Un annuncio di pagamento del dividendo significa che tutti gli azionisti registrati fino ad una certa data saranno pagati. Dopo alcune settimane, gli azionisti riceveranno dividendi per gli importi nei propri conti bancari. In genere, le azioni vengono acquistate o vendute con il dividendo (*with dividend* o *cum dividend*) fino al giorno lavorativo che precede la data di registrazione, poi vengono scambiate senza dividendo (*ex dividend*)⁴².

FIGURA 4: Si specifica l'ordine cronologico degli accadimenti della procedura di erogazione dei dividendi.

Declaration day: Giorno in cui l'Assemblea delibera la distribuzione di un	Record date: Giorno in cui il valore del dividendo viene separato dal titolo e chi è azionista ha diritto a	Payment date: Giorno in cui la società paga effettivamente gli azionisti aventi
--	---	---

Fonte: nostra elaborazione

⁴¹ Codice civile all'art. 2433 in materia di distribuzione degli utili.

⁴² Brealey R.A., Mayers S.C., Allen F., Sandri S. *Principi di finanza aziendale*, VIII edizione "McGraw Hill", 2020, p. 402

Si rendono disponibili per la distribuzione solo gli utili effettivamente conseguiti da bilanci annuali debitamente approvati. L'Assemblea degli Azionisti può tuttavia deliberare anche la distribuzione di dividendi straordinari limitatamente all'ammontare della riserva disponibile. Se nell'anno precedente si è verificata una perdita e il capitale sociale è diminuito, l'utile realizzato nell'ultimo esercizio può essere distribuito solo dopo il reintegro del capitale sociale o se lo stesso viene ridotto nella misura corrispondente alla perdita.⁴³

Le politiche di distribuzione dei dividendi (*payout*) relative alle società non finanziarie si possono estendere anche alle banche.

I dividendi possono essere interpretati come un segnale positivo dal mercato. Secondo Boldin e Leggett (1995) e Gambarotta, Oliviero e Shine (2021), le attività bancarie (ad esempio i prestiti) sono più opache per gli investitori esterni rispetto alle attività di altre imprese, pertanto i dividendi sono un'importante fonte di informazione per i depositanti, sia in tempi normali che in periodi di stress, quando aumenta l'opacità degli asset. Inoltre, i depositanti istituzionali sono più reattivi alle informazioni trasmesse dalla variazione dei dividendi. Tale affermazione trova evidenza nelle reazioni anomale dei corsi azionari delle banche in presenza di piccole modifiche dei dividendi⁴⁴.

Secondo alcuni autori, questo potrebbe essere una conseguenza della regolamentazione bancaria, perché le autorità di vigilanza hanno accesso a informazioni riservate e hanno la capacità di far limitare o ridurre i pagamenti, gli azionisti potrebbero percepire un aumento del dividendo come se fosse stato "validato" dalle autorità di regolamentazione ed essere quindi un indicatore affidabile. Infine, Besler e Nohel (1996) dimostrano che l'annuncio di tagli ai dividendi innesca reazioni negative sostanzialmente maggiore sui prezzi delle

⁴³ Codice civile all'art. 2433 e seguenti, in materia di distribuzione degli utili.

⁴⁴Belloni M., Grodzicki M., Jarmuzek E., *Why European Banks Adjust their Dividend Payouts?*, in "International Monetary fund", 23 settembre 2022 .

azioni delle banche rispetto ad altre imprese. Tali reazioni sono anche di entità maggiore rispetto a quelli derivanti da altre informazioni sfavorevoli sulle banche come ad esempio un declassamento di *rating*. Questo accade perché il taglio dei dividendi non solo è un segnale negativo sulle aspettative delle prestazioni future, ma ostacola anche la fiducia dei clienti, quindi genera un *feed-back* negativo⁴⁵.

Molti manager per evitare che il mercato possa influenzare l'andamento dei dividendi scelgono di seguire il "Modello di Lintener". Secondo tale modello non è importante l'ammontare del livello dei dividendi ma piuttosto la costanza di quest'ultimo⁴⁶.

Per quanto riguarda invece il riacquisto di azioni proprie può affermarsi che le strategie adottate dalle banche sono simili alle politiche adottate da altre società quotate in borsa. Gli istituti di credito possono decidere di riacquistare le proprie azioni per varie ragioni, tra questi si evidenziano:

1. Utilizzo degli utili eccessivi: le banche che generano profitti significativi possono utilizzare una parte di tali profitti per riacquistare le proprie azioni. Questo può essere visto come un modo per restituire il valore agli azionisti.
2. Miglioramento della struttura patrimoniale: il riacquisto di azioni proprie può influire sulla struttura patrimoniale di una banca. Riducendo il numero di azioni in circolazione, la banca può aumentare il rapporto tra patrimonio netto e attività, migliorando così la sua posizione finanziaria complessiva.

⁴⁵ Cardillo S. e Raponi J, *EU banks' dividend policies: main determinants and the role of capital ratios*, Banca d'Italia Eurosystema pp. 7-8

⁴⁶ Brav A., Graham J.R., Harvey C.R. e Michalek R., "Payout Policy in the 21st Century", in *Journal of Financial Economics*, pp. 483-527, 2005

3. Gestire il capitale: le banche devono rispettare determinati requisiti di capitale stabiliti dai regolatori finanziari. Il riacquisto di azioni proprie può essere utilizzato come strumento per adeguare la struttura patrimoniale e soddisfare i requisiti di capitale.
4. Difendere i tentativi di acquisizione: il riacquisto di azioni proprie può essere utilizzato come misura difensiva per proteggere la banca da tentativi di acquisizione ostili. Riducendo il numero di azioni disponibili sul mercato, diventa più costoso e difficile per un potenziale acquirente ottenere una partecipazione di controllo nella banca.
5. Sostenere o difendere la quotazione del titolo: ridurre il numero dei titoli in circolazione fa aumentare il valore delle azioni disponibile.⁴⁷

Gli istituti di credito che vogliono effettuare delle politiche di riacquisto di azioni proprie, devono rispettare le disposizioni normative del codice civile, in base alle quali il riacquisto di azioni proprie è subordinato all'approvazione dell'assemblea degli azionisti. Devono inoltre specificare le modalità e la durata dell'autorizzazione, che in nessun caso deve superare i 18 mesi. Il riacquisto di azioni proprie è consentito nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. In caso di acquisto di azioni non finalizzato al loro annullamento, le azioni proprie in portafoglio non devono superare il 20% del capitale sociale⁴⁸. Tale limite è stato varato per far fronte alla crisi finanziaria del 2008, in precedenza era del 10%. L'aumento di tale limite fu approvato con il fine di rendere meno contendibili le imprese italiane quotate, in un periodo in cui i prezzi di borsa erano particolarmente bassi a causa della crisi finanziaria, ciò avrebbero favorito l'acquisto di importanti pacchetti azionari "a buon mercato". Il diritto

⁴⁷ Borsa italiana, Glossario finanziario

⁴⁸ Codice civile all'art. 2357-2358, in materia di acquisto di azioni proprie.

di voto è sospeso fintanto che le azioni sono di proprietà della società, ma le azioni medesime sono egualmente computate ai fini del calcolo delle quote richieste per la costituzione e per le deliberazioni assembleari. Il diritto all'utile maturato e i diritti di opzione sono attribuiti proporzionalmente alle altre azioni; il diritto di voto è sospeso. Accanto alla normativa civilistica le banche che intendono avviare un programma di riacquisto di azioni proprie devono ottenere l'approvazione delle autorità finanziarie competenti e devono garantire il rispetto delle norme vigenti in materia.

L'acquisto da parte delle banche di azioni proprie per un importo complessivo superiore al 5 per cento del capitale è soggetta all'autorizzazione della Banca d'Italia.

L'istanza deve essere presentata dopo l'adozione della delibera da parte dell'organo con funzione di supervisione strategica e deve indicare chiaramente l'ammontare e il numero dei titoli da riacquistare; ad essa deve essere allegata una valutazione aggiornata sull'adeguatezza patrimoniale attuale e prospettica della banca, anche in relazione agli effetti dell'operazione. Entro 90 giorni dal ricevimento della richiesta di acquisto di azioni proprie, la Banca d'Italia comunica le sue decisioni in merito. La Banca d'Italia autorizza tale operazione, purché ciò non comprometta la situazione patrimoniale e la solvibilità della banca.⁴⁹

I titoli azionari che vengono riacquistati rappresentano parte delle attività liquide e possono essere rivenduti in caso di carenza di denaro contante. L'acquisto di azioni proprie può avvenire secondo quattro modalità:

- *open market repurchase*: è il metodo più comune. La società acquista la titolarità delle azioni che rappresentano il capitale sociale, come un qualsiasi altro investitore al prezzo corrente. Con questo metodo la

⁴⁹ Marangoni M., *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, Banca d'Italia, Circolare n 263 del 27 dicembre 2006 aggiornamento del 31 gennaio 2012 p. 18

società non ha obblighi e può scegliere di completare il processo di riacquisto di azioni o continuare in futuro. Per questi motivi è l'alternativa più flessibile e anche la più popolare.

- *Tender offer*: Una società può riacquistare le proprie azioni tramite un'offerta pubblica di acquisto, OPA o *tender offer*. Un'offerta pubblica di acquisto è la tecnica di riacquisto di azioni più comunemente utilizzate. Nel caso di un'OPA a prezzo fisso, la società deve, al momento dell'annuncio, indicare il numero massimo di azioni che intende riacquistare, il termine entro il quale gli azionisti devono decidere se aderire, la durata dell'OPA e il prezzo, che sarà più alto rispetto alla quotazione di mercato.
- *Asta olandese*: in questo caso, la società specifica una fascia di prezzo all'interno della quale verrà condotta l'operazione di riacquisto. Gli azionisti fanno varie offerte, specificando quante azioni vogliono vendere per ogni prezzo che la società propone. La società calcola quindi il prezzo più basso al quale è possibile acquistare il numero desiderato di azioni.
- *Negoziazione diretta*: in questo caso la società acquista i titoli da singoli soci *targeted buyback*, o specifici rami della società *selective buyback*, senza ricorrere ad intermediari. Rispetto a tutte le altre modalità di riacquisto che garantiscono la parità di trattamento per tutti coloro che intendono vendere azioni, questa modalità copre un numero ristretto di soggetti e comporta il pagamento di premi molto elevati. Gli amministratori possono avere interessi specifici per avviare questa operazione, come ad esempio rimuovere azionisti che hanno agito a danno della società⁵⁰.

⁵⁰ Brealey R. A., Mayers S.C., Allen F., Sandri S., *Principi di finanza aziendale*, VII edizione "McGraw Hill" p.403

A differenza della distribuzione dei dividendi, l'acquisto di azioni proprie è un evento non ripetuto. Ne segue che un'impresa che annuncia un programma di riacquisto di azioni proprie normalmente non prende impegni di lungo termine. L'informazione contenuta nell'annuncio di buyback è quindi probabile che non sia così positiva come quella associata al pagamento dei dividendi; in ogni caso Comment e Jarrell, che hanno osservato gli annunci di programmi di acquisto di azioni proprie, hanno trovato che in media questi ultimi hanno causato un rendimento positivo del 2%⁵¹. Il riacquisto di azioni offre agli investitori un vantaggio fiscale, poiché gli azionisti che vendono le proprie azioni, pagano le imposte secondo l'aliquota fissa per i capital gain, che spesso è più bassa dell'aliquota sui dividendi. Per tale ragione si è determinata una maggiore propensione di quest'ultima forma di remunerazione degli azionisti bancari, nel periodo successivo alla crisi pandemica, in competizione con la distribuzione dei dividendi, di acquisto di azioni proprie.

⁵¹ Comment R. e Jarrell G, *"The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases"*, in *"Journal of Finance"* n. 46 pp. 1243-1271, 1991

2.3 SOSPENSIONE DELLA DISTRIBUZIONE DEI DIVIDENDI.

Durante la crisi da Covid-19 le banche hanno giocato un ruolo centrale per la ripresa economica, soprattutto nel sostegno alle imprese e alle famiglie che hanno avuto bisogno di credito. Gli istituti di credito si presentavano adeguatamente capitalizzati per fronteggiare perdite, coprire insolvenze e garantire l'erogazione di prestiti⁵².

Nel sistema bancario italiano sono presenti quasi 90 Gruppi (segmento *retail*), senza considerare le circa 250 Banche di Credito Cooperativo.

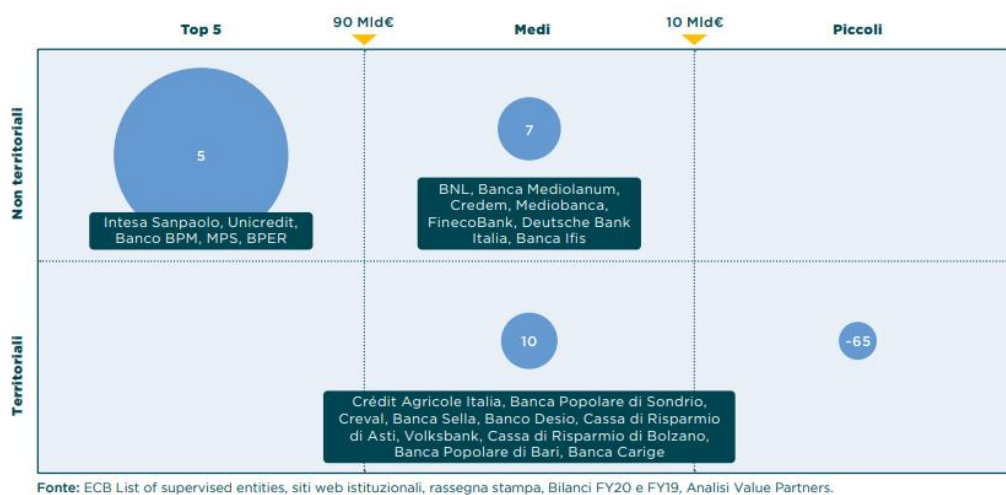
I suddetti gruppi possono essere classificati in tre macro-categorie:

- **nella prima categoria rientrano i cinque principali Gruppi bancari**, caratterizzati da un rilevante peso sistemico (attivo aggregato pari a circa 2 400 miliardi di euro a fine 2020) e da una copertura geografica ampia, gestita con un modello di servizio omogeneo;
- **nella seconda categoria troviamo i diciassette Gruppi di media dimensione** con un attivo superiore a 10 miliardi di euro, che possono essere altresì classificabili in due sotto-categorie:
 - sette con presenza maggiormente diffusa sul territorio;
 - dieci che si contraddistinguono per un forte legame territoriale che guida il modello di servizio con almeno il 60% delle filiali concentrate in tre regioni;
- **all'ultima categoria appartengono sessantacinque piccoli Gruppi bancari**: istituti di dimensione contenuta con un attivo che non supera i 10 miliardi di euro, concentrati su un territorio specifico e limitato, la cui

⁵² Gambacorta L. e Oliviero T., *Sospendere i dividendi oggi per un sistema più forte domani*, in “ Il sole 24 ore”.

mission è quella di supportare con soluzioni specifiche il tessuto economico-sociale dell'area geografica su cui operano⁵³.

FIGURA 5: Si riporta grafico con cui si rappresenta la suddivisione dei 90 gruppi (segmento retail) del sistema bancario italiano:



Le riforme regolamentari promosse negli ultimi anni dal Comitato di Basilea III (2010-2017) hanno contribuito in maniera considerevole ad aumentare la capacità delle banche di affrontare la crisi del 2020. Tali riforme hanno determinato un significativo rafforzamento del patrimonio e della liquidità delle banche, accrescendo la fiducia del mercato nella loro solidità e nella loro capacità di assorbire grandi shock inattesi. Nonostante questi provvedimenti, i maggiori organismi di vigilanza e regolamentazione bancaria del mondo, tra cui la Banca Centrale Europea (BCE) e l'Autorità Bancaria Europea (EBA), hanno raccomandato, a partire da marzo 2020, alle banche di esercitare massima prudenza in merito all'erogazione dei dividendi e al riacquisto di azioni proprie⁵⁴.

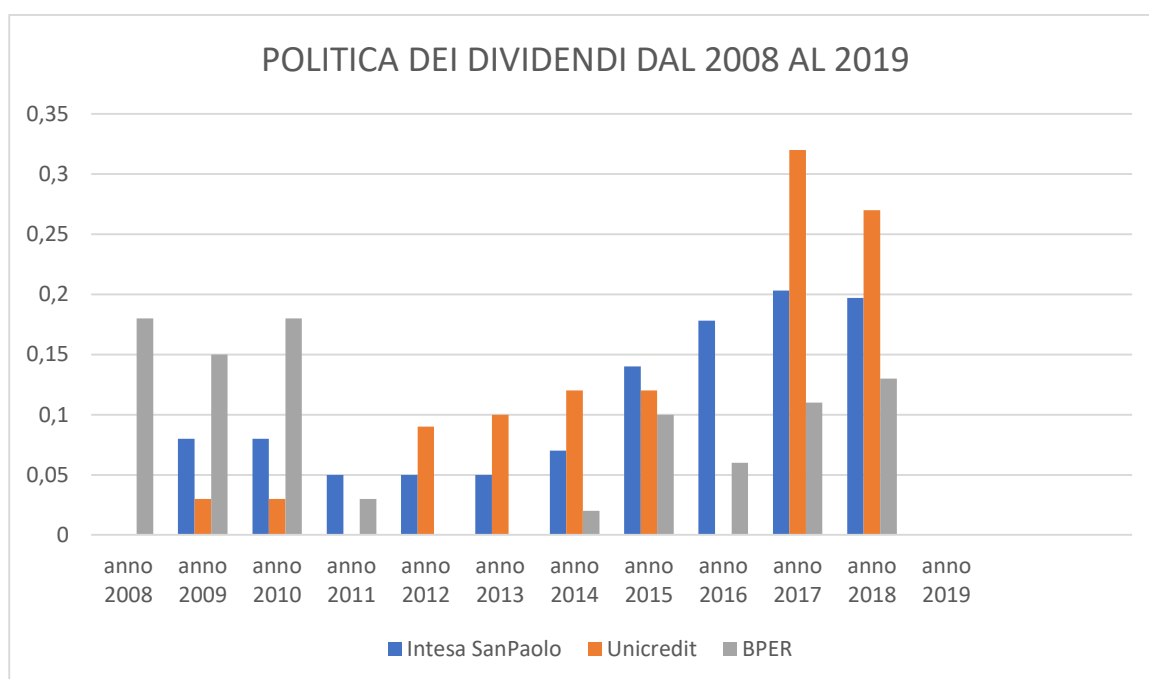
⁵³ Minelli M., De Bellis M., Sorbo A., Sheaib A., *I gruppi italiani medio- piccoli: Successi non scontati e prossime sfide, un'analisi e una survey*, in Prospective giugno 2021

⁵⁴ Gambacorta L. e Tommaso T., *Sospendere i dividendi oggi per un sistema più forte domani*, in "Il sole 24 ore".

Si analizza, in relazione ai diversi gruppi bancari, l'andamento della distribuzione dei dividendi dal 2008 inizio della Grande Crisi finanziaria al 2020.

L'analisi unisce i dati pubblicati di alcune banche italiane e tiene conto di tutti i dividendi in contanti dichiarati con azioni ordinarie.

FIGURA 6: Il grafico sotto riportato mette a confronto la politica dei dividendi di tre banche tra le "Top 5", precisamente della Banca Intesa San Paolo, Unicredit e BPER.



Fonte: nostra elaborazione sulla base dei dati pubblicati dalle banche sopra indicate nel periodo che va dal 2008 al 2019.

Come si evince dal grafico sopra riportato nel 2008 l'unica banca a distribuire dividendi tra questi tre grandi istituti considerati è stata la BPER per una propria politica di stabilità dei dividendi, mentre con riguardo alla crisi da Covid-19 si nota una uniformità di comportamento con sospensione della distribuzione. In particolare, analizzando i dati del periodo considerato si evince che nel 2008 l'Assemblea Straordinaria di Unicredit ha deliberato l'assegnazione di utili ai soci mediante l'attribuzione di azioni proprie a fronte di un aumento a titolo

gratuito del Capitale sociale. Altre sospensioni nella distribuzione dei dividendi UniCredit si sono avute nel 2011 e nel 2016, in particolare l'11 maggio del 2012, l'Assemblea annuale dell'UniCredit, nell'ambito delle misure di rafforzamento patrimoniale già comunicate al mercato, ha approvato la proposta del Consiglio di Amministrazione di non distribuire dividendi nel 2012 sui risultati del 2011. In Intesa San Paolo per gli esercizi 2011⁵⁵ e 2013⁵⁶ gli importi attribuiti sono stati a carico di riserve (822 milioni in entrambi gli esercizi). Sempre per Intesa San Paolo con riferimento all'esercizio 2019, presentato in tabella, si rammenta che a seguito della revisione in data 31 marzo 2020 delle proposte dell'Assemblea deliberate dal Consiglio di Amministrazione del 25 febbraio 2020, l'utile netto 2019, dopo le assegnazioni al Fondo di beneficenza ed opere di carattere sociale e culturale è stato assegnato alla Riserva Straordinaria, coerentemente con la Raccomandazione della Banca Centrale Europea del 27 marzo 2020 in merito alla politica dei dividendi nel contesto conseguente all'epidemia da Covid-19⁵⁷.

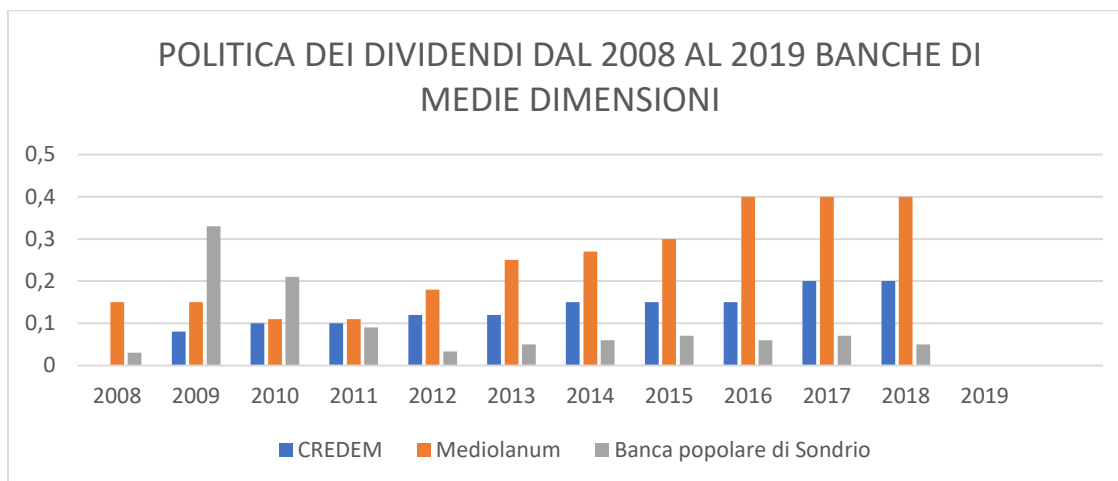
L'analisi è stata effettuata anche con riguardo all'erogazione dei dividendi di tre banche di medie dimensioni appartenenti alla seconda categoria sopra specificata: Banca Mediolanum, CREDEM e la Banca popolare di Sondrio. I dati vengono messi a confronto nel seguente grafico.

FIGURA 7: Il grafico sotto riportato mette a confronto la politica dei dividendi di tre banche di medie dimensioni, precisamente della Banca Mediolanum, CREDEM e Banca popolare di Sondrio.

⁵⁵ Delibera Assemblea ordinaria Intesa SanPaolo del 25 maggio 2012

⁵⁶ Delibera Assemblea ordinaria Intesa SanPaolo dell'8 maggio 2014

⁵⁷ Raccomandazione BCE del 27 marzo 2020 2020/C 251/01



Fonte: nostra elaborazione sulla base dei dati pubblicati dalle banche sopra indicate nel periodo che va dal 2008 al 2019.

Analizzando i dati riportati nel grafico si può affermare, per quanto riguarda il 2008, anno della crisi della *Lehman Brothers*, che Credem decide di non distribuire utili agli azionisti vista la crescente debolezza dei mercati finanziari e del ciclo economico che suggeriscono la necessaria prudenza nel fronteggiare i rischi aziendali. Gli altri due Istituti attuano una politica prudenziale ma meno restrittiva. La Banca Popolare di Sondrio, infatti, decide di distribuire un dividendo unitario lordo di € 0,03 notevolmente più basso rispetto a € 0,22 erogato nel precedente esercizio. Nell'Assemblea di Mediolanum del 12 novembre 2008 i soci di maggioranza, Gruppo Doris e Finivenst S.p.A, decidono di rinunciare all'acconto sui dividendi per la quota di loro competenza e contestualmente stabiliscono di effettuare un versamento a titolo di finanziamento destinato alla copertura degli oneri a carico del Gruppo, salvaguardandone il patrimonio netto e lasciando indenni gli azionisti di minoranza⁵⁸.

Per tutti e tre gli istituti di credito analizzati non avviene la distribuzione dei dividendi del 2019 in ottemperanza alla Raccomandazione del 27 marzo 2020 della BCE.

⁵⁸ Delibera assembleare gruppo Mediolanum del 12 novembre 2008

Il blocco dei dividendi per gli azionisti delle banche, ha avuto in generale effetti negativi sulle quotazioni di borsa, ma ha contribuito positivamente alla capitalizzazione degli istituti.

2.4. LA SOSPENSIONE DEI PROGRAMMI DI RIACQUISTO DI AZIONI

In Italia, come in altri paesi, abbiamo già detto che le banche hanno risentito pesantemente delle diverse crisi che si sono succedute dal 2008 al 2019. Le particolari difficoltà di alcuni intermediari sono state aggravate da gestioni imprudenti o scorrette, che hanno determinato criticità difficilmente superabili. Le crisi causate da fattori esterni al sistema bancario possono, talvolta, essere irreversibili se non vengono intraprese opportune azioni correttive; in ogni caso il compito delle autorità di vigilanza è contenere i rischi senza compromettere la capacità delle banche di finanziare famiglie e imprese.

Alla luce di quanto detto e dall'analisi condotta sui comunicati dei tre gruppi bancari di grandi dimensioni e dei tre gruppi bancari di media dimensione trattati nel precedente paragrafo, possiamo affermare che nel periodo dal 2008 al 2019 i programmi di *buyback* sono stati rari.

Le operazioni compiute dagli istituti di credito nel periodo considerato sono state prevalentemente indirizzate alla ricapitalizzazione dei gruppi bancari, con aumenti di capitale e operazioni di fusione per incorporazione. Con riguardo alla sospensione di riacquisto di azioni proprie si evidenzia che tra le “Top 5” Intesa SanPaolo dal 2012 al 2019 ha programmato dei piani annuali di *stock option*, cioè operazioni di acquisto di azioni proprie da offrire gratuitamente ai dipendenti nell'ambito del sistema di incentivazione basato su strumenti finanziari. Analoga strategia negli stessi anni ha seguito Unicredit.

Analizzando, altresì, le tre banche di medie dimensioni, esaminate con riguardo alla distribuzione dei dividendi nel precedente paragrafo, cioè CREDEM, Banca MEDIOLANUM e Banca popolare di Sondrio, si rileva che questi due ultimi istituti hanno effettuato sistematicamente operazioni di acquisto di azioni proprie sempre nell'ambito dei programmi di *performance share*.

Secondo le analisi della Banca d'Italia le politiche di remunerazioni degli azionisti basate su una distribuzione costante degli utili e le politiche di ricapitalizzazione che si sono adottate dal 2008 al 2019, hanno fatto registrare a dicembre 2019 il livello di Tier 1 Ratio delle banche domestiche significative al 13,9% delle attività ponderate per il rischio. In riferimento alle top 5 si riportano le seguenti tabelle che descrivono l'andamento del Tier 1 Ratio nel 2008 e nel 2019:

FIGURA 8: Tabelle che mettono a confronto il Tier ratio del 2008 e del 2019 delle cinque banche italiane più grandi

Accounting year: 2008	Tier 1 Ratio %	
Mediana	7,13	
Deviazione standard	0,88	
Media	6,66	

Accounting year: 2019	Tier 1 Ratio %	
Mediana	14,30	
Deviazione standard	0,94	
Media	13,91	

UNICREDIT SPA (*)	7,25	1
INTESA SANPAOLO	7,10	3
BANCO BPM SPA	n.d.	
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	5,13	4
BPER BANCA S.P.A.	7,16	2

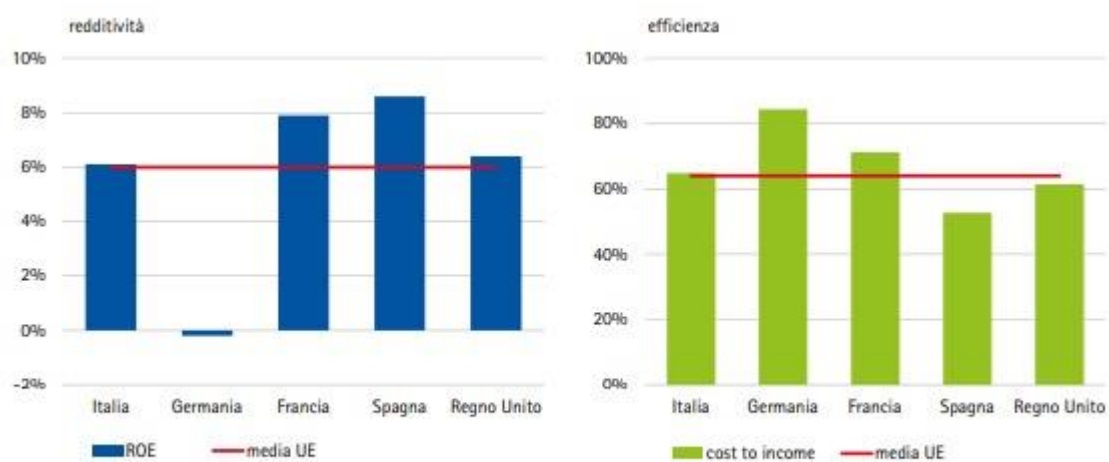
UNICREDIT SPA (*)	14,90	1
INTESA SANPAOLO	14,30	3
BANCO BPM SPA	13,20	4
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	14,72	2
BPER BANCA S.P.A.	12,45	5

Fonte: nostra elaborazione attraverso bureau van dijk

Come si evidenzia dalle tabelle i valori del 2019 del Tier 1 Ratio delle “Top 5” sono in linea con la media nazionale e sono quasi il doppio rispetto a quelli registrati nel 2008.

Se ampliamo la nostra analisi al sistema bancario italiano alla fine del 2019, si può rilevare che all’incremento di efficienza connesso ai crescenti sforzi di riduzione dei costi, corrisponde una persistente debolezza dei ricavi derivanti dalla tradizionale attività di intermediazione creditizia, correlata ai livelli estremamente bassi dei tassi di interesse registrati nei 10 anni precedenti al 2019. Nonostante la debolezza reddituale, a fine 2019 sia il ROE che il *cost-income ratio* che misura l’efficienza operativa dei grandi gruppi bancari risultano in linea con le medie europee ⁵⁹.

Figura 9: Redditività e efficienza delle maggiori banche dei principali paesi europei a fine 2019



Fonte: elaborazioni su dati EBA EU-wide Transparency Exercise, Spring 2020.

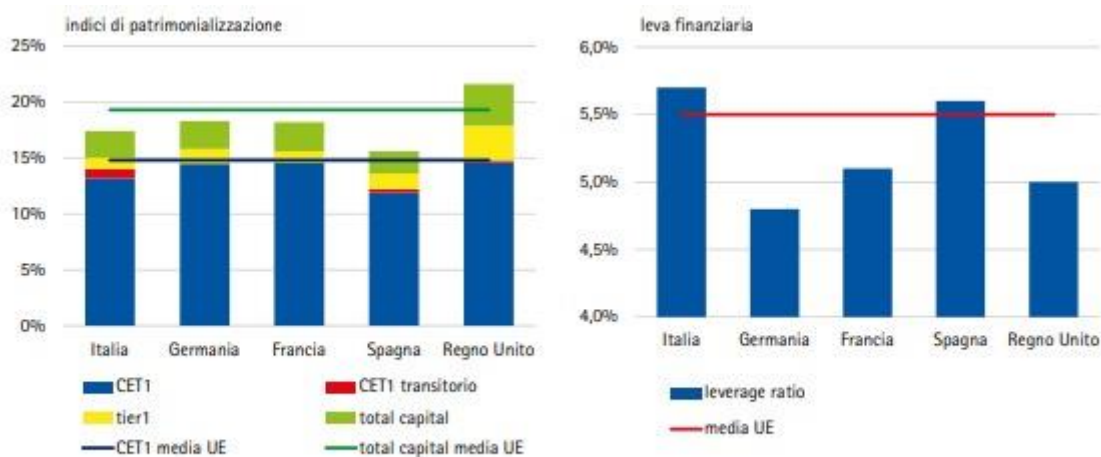
Al contrario, nonostante i miglioramenti avvenuti nel sistema bancario dal periodo che va dal 2008 al 2019, l’adeguatezza patrimoniale delle banche

⁵⁹ Consob, *La crisi Covid-19 impatti e rischi per il sistema finanziario in una prospettiva comparata*, luglio 2010, p.58

italiane risulta ancora inferiore alla media europea, pur con la mancata attuazione dei piani di riacquisto azioni, tranne rare eccezioni, in osservanza a criteri prudenziali. Ciò si evince considerando il *common equity tier1 ratio* o CET 1, che fino al 2019 in Italia si collocava al 13,2% delle attività ponderate per il rischio rispetto a una media europea del 15%.

La leva finanziaria, cioè il rapporto tra capitale di debito e capitale proprio alla fine del 2019 si assestava a livelli solo marginalmente superiori alla media europea⁶⁰.

Figura 10: Patrimonializzazione e leverage delle maggiori banche dei paesi europei a fine 2019.



Fonte: elaborazioni su dati EBA EU-wide Transparency Exercise, Spring 2020.

La raccomandazione della BCE del marzo del 2020 rivolta ai gruppi significativi di sospendere le operazioni di *buyback* ha senz'altro contribuito a contenere gli effetti negativi della crisi da Covid-19 sulla solidità patrimoniale degli istituti di credito italiani. Il *buyback* quindi nel periodo 2008-2019 ha avuto scarsa applicazione nel settore bancario quale politica di remunerazione degli azionisti, mentre come analizzato nel paragrafo precedente ha trovato

⁶⁰ Consob, *La crisi Covid-19 impatti e rischi per il sistema finanziario in una prospettiva comparata*, luglio 2010, p.59

ampia e costante applicazione, eccetto negli anni di inizio crisi, la politica di distribuzione dei dividendi.

2.5. CONCLUSIONI.

Dopo una breve introduzione delle possibili strategie architettate dalle banche in materia di distribuzione dei dividendi e di riacquisto delle azioni proprie si è passati ad analizzare l'andamento effettivo delle due politiche di remunerazione adottate nel periodo di osservazione dal 2008 al periodo dell'inizio della crisi pandemica da Covid-19.

Si nota che nel periodo della crisi del 2008 sono stati sospesi o notevolmente ridotti sia la distribuzione dei dividendi sia il riacquisto delle azioni proprie.

Analoga situazione nel periodo di inizio della pandemia anche a seguito delle raccomandazioni della BCE; ciò indica un forte andamento pro-ciclico delle operazioni di distribuzione dell'utile.

Il motivo è chiaro, il calo degli utili e l'incertezza finanziaria hanno spinto le banche ad adottare un approccio più cauto, cercando di trattenere un maggior flusso di cassa per essere in condizioni di poter superare periodi particolarmente turbolenti.

A differenza delle politiche di erogazione dei dividendi che presentano in generale un certo grado di stabilità nel tempo, con sospensione o riduzione nei soli anni di crisi, i riacquisti di azioni proprie sono caratterizzati da una certa variabilità. Nei periodi di stabilità economico-finanziaria le politiche di riacquisto sono normalmente utilizzate dagli istituti di credito, mentre nei periodi di crisi vengono interrotti per periodi di media durata. In particolare nel periodo di nostra osservazione sono stati piuttosto rari.

La raccomandazione della BCE del marzo del 2020 rivolta ai gruppi soggetti a vigilanza di sospendere le operazioni di buyback ha senz'altro contribuito a contenere gli effetti negativi della crisi da Covid-19 sulla solidità patrimoniale delle banche.

CAPITOLO 3: POLITICHE DEI DIVIDENDI DELLE BANCHE DOPO LA CRISI PANDEMICA.

3.1. INTRODUZIONE.

Nel capitolo si analizzano le raccomandazioni e le limitazioni definite dalla Banca Centrale Europea e della Banca d'Italia agli istituti di credito italiani nel periodo del Covid-19. Considerata nel periodo successivo la ripresa economica a livello internazionale e nel contesto italiano, si evidenziano le politiche di distribuzione dei dividendi e del riacquisto di azioni proprie per tre delle principali banche italiane e altre tre di medie dimensioni. Dopo aver tratteggiato l'andamento economico generale al fine di effettuare un'adeguata analisi dei dati della distribuzione dei dividendi durante la crisi pandemica e nel periodo successivo, si sono trattate le tematiche inerenti, tra il 2020 e il 2022, la redditività delle banche, la redditività delle azioni e i dividendi distribuiti.

Al fine di ottenere informazioni rilevanti sulla redditività delle banche considerate, si esamina l'andamento del ROE che costituisce uno degli indicatori di redditività più importanti.

Allo stesso modo, con riferimento alla redditività delle azioni bancarie si è preso in considerazione il *dividend yield*, un indicatore di rendimento dei titoli che si ottiene dal rapporto tra dividendo staccato da un'azione e prezzo medio di mercato dell'azione stessa. Infine con riferimento alla distribuzione dei dividendi si sono evidenziate le politiche adottate dai singoli istituti di credito. Con riguardo alle politiche di riacquisto di azioni proprie si esaminano le motivazioni del fenomeno emergente degli ultimi anni: la crescita dei piani di *buyback*.

3.2. ANALISI DEI DATI DELLA DISTRIBUZIONE DEI DIVIDENDI DURANTE LA CRISI PANDEMICA E NEL PERIODO SUCCESSIVO.

Al fine di effettuare l'analisi sulla politica della distribuzione dei dividendi nel periodo successivo alla crisi pandemica, è necessario delineare il quadro macroeconomico che va dal 2021 all'inizio del 2023.

Dopo gli sforzi collettivi fatti in varie direzioni, senza precedenti, per contenere la diffusione del coronavirus durante la crisi Covid-19, con l'imposizione di severe restrizioni all'intero sistema economico e produttivo, in Italia, si creano, a partire dal 2021, le condizioni per la ripartenza sotto il profilo economico e finanziario.

Nel 2021, oltre che nel nostro Paese, la situazione pandemica mondiale è migliorata sensibilmente, grazie soprattutto all'efficacia e alla velocità delle campagne vaccinali, nei paesi più avanzati. Il conseguente allentamento delle restrizioni alla mobilità e le politiche economiche nel complesso ancora espansive hanno favorito una ripresa della domanda globale più rapida e intensa del previsto⁶¹.

Il miglioramento del quadro macroeconomico unitamente alle misure di sostegno introdotte dal Governo per rispondere alla pandemia, hanno avuto un impatto positivo sui bilanci bancari nel 2021, tuttavia l'eliminazione graduale degli interventi statali e, in particolare, l'andamento della guerra in Ucraina, a partire dal 24 febbraio del 2022, costituiscono significative fonti di incertezza circa la redditività e la qualità degli attivi degli istituti di credito.

Tuttavia, l'attività dei prestiti bancari ha rallentato notevolmente a causa della ridotta domanda di finanziamento delle imprese, legata con l'eccessiva liquidità accumulata e con l'aumento dei flussi di cassa associati alla ripresa economica. Al contrario, i prestiti alle famiglie hanno registrato un aumento,

⁶¹ Banca d'Italia, *Relazione annuale anno 2021*, p.3

trainati dalla crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni, mentre l'andamento del credito al consumo è rimasto invariato⁶².

Nel 2023 le tensioni sui mercati finanziari internazionali a seguito delle crisi verificatesi nei primi mesi dell'anno, di alcuni intermediari negli Stati Uniti e in Svizzera, non hanno avuto un impatto di rilievo sulle banche italiane. Il rafforzamento dei bilanci conseguito negli ultimi anni ha accresciuto significativamente la loro resilienza, soprattutto confrontando i dati del periodo con i passati episodi di crisi⁶³.

Nel contesto pandemico e post-pandemico, la Banca Centrale Europea ha avuto un ruolo determinante, attraverso l'adozione di una serie di misure di politica monetaria e vigilanza bancaria per attenuare l'impatto della pandemia da coronavirus e spingere verso una rapida ripresa. In particolare:

- ha mantenuto accessibile il costo dei finanziamenti;
- ha adottato misure per sostenere l'accesso al credito da parte di famiglie e imprese;
- ha adottato misure per aumentare la capacità di finanziamento delle banche, innalzando i limiti dei fondi, o “capitali” che le banche devono detenere come riserva⁶⁴.

In riferimento all'ultimo punto, dell'elenco sopra indicato, la Banca Centrale europea ha emanato diverse raccomandazioni con cui si invitavano le banche significative a non distribuire dividendi.

La prima raccomandazione della Banca Centrale Europea di non distribuire dividendi sui risultati economici del 2019, è stata emanata il 27 marzo del 2020.

⁶² Banca d'Italia, *Relazione annuale anno 2021*, p.159

⁶³ Banca d'Italia, *Bollettino economico aprile 2023*, p. 34

⁶⁴ Banca Centrale Europea, *La nostra risposta alla pandemia da coronavirus*, Christine Lagarde Presidente della BCE

La Banca d'Italia, in linea con le decisioni della BCE, ha esteso tale raccomandazione alle banche meno significative sottoposte alla sua supervisione diretta.

In generale è comunque essenziale evidenziare che viene raccomandato dalla Banca d'Italia a tutte le banche e gruppi bancari soggetti alla sua supervisione che, almeno fino al 1° ottobre 2020, dovevano attenersi alle seguenti restrizioni:

- Astensione della distribuzione dei dividendi, ivi inclusa la distribuzione di riserve, e non assunzione di alcun impegno irrevocabile per il pagamento dei dividendi per gli esercizi finanziari 2019 e 2020;
- Astensione dai riacquisti di azioni proprie al fine di remunerare gli azionisti.

Viene previsto che, nel caso in cui non avessero ritenuto di conformarsi alle sopra descritte raccomandazioni, gli istituti di credito erano tenuti a contattare immediatamente la Banca d'Italia per spiegare le ragioni dei comportamenti difforni⁶⁵.

Così come per le politiche di distribuzione dei dividendi, anche le politiche relative alla remunerazione variabile potevano avere un impatto significativo sulla base patrimoniale delle banche. La Banca d'Italia richiedeva agli intermediari di adottare un approccio prudente e lungimirante nello stabilire le politiche di remunerazione.

I vertici della Banca d'Italia affermarono, in coerenza con quanto previsto dalla BCE, che si sarebbe effettuato un monitoraggio continuo della situazione economica e si sarebbe valutata l'opportunità di un'ulteriore sospensione dei dividendi anche dopo il 1° ottobre 2020⁶⁶.

⁶⁵ Gazzetta ufficiale europea, *Raccomandazione della Banca Centrale Europea*, 27 marzo 2020

⁶⁶ Gazzetta ufficiale europea, *Raccomandazione della Banca Centrale Europea*, 27 marzo 2020

Visto il persistere della situazione di emergenza, a luglio del 2020 la BCE ha riconfermato le restrizioni.

Avuto riguardo alle politiche di distribuzione dei dividendi eventualmente conseguiti, è necessario ribadire, come già accennato nel precedente capitolo del presente lavoro, che le limitazioni previste erano volte al rafforzamento dei mezzi propri delle banche e alla realizzazione di un sistema finanziario capace di assorbire perdite che si sarebbero materializzate a causa dell'emergenza sanitaria

A metà dicembre del 2020, la BCE ha rimosso il congelamento della cedola e ha imposto limitazioni all'importo da distribuire⁶⁷.

Il 23 luglio 2021 la Banca Centrale Europea ha deciso di non estendere oltre settembre 2021 la raccomandazione rivolta a tutte le banche di limitare i dividendi⁶⁸.

Sulla base del quadro generale tratteggiato in questa prima parte del paragrafo, al fine di effettuare un'adeguata analisi dei dati della distribuzione dei dividendi durante la crisi pandemica e nel periodo successivo, sembra opportuno trattare le seguenti tematiche:

- La redditività delle banche dal 2020 al 2022;
- La redditività delle azioni bancarie nello stesso periodo;
- I dividendi distribuiti.

Tali tematiche verranno trattate con riguardo ai tre grandi gruppi bancari analizzati nel precedente capitolo e, a seguire, per le tre banche di medie dimensioni, anch'esse trattate nel precedente capitolo.

⁶⁷ Banca Centrale Europea, *La BCE chiede alle banche di non distribuire o di limitare i dividendi fino a settembre 2021*, 15 dicembre 2020

⁶⁸ Banca Centrale Europea, *Comunicato stampa*, 23 luglio 2021

Redditività dalla crisi da Covid-19 al periodo successivo di Intesa Sanpaolo, UniCredit e BPER.

Per analizzare la redditività delle banche sopra citate, abbiamo messo a confronto il ROE (*return on equity*), indice che misura la redditività dell'*equity* delle banche attraverso il grafico sotto riportato.

FIGURA 12: confronto della redditività del capitale proprio dal 2020 al 2022 dei tre gruppi bancari Intesa Sanpaolo, UniCredit e BPER.

ROE using P/L before tax (%)

	2022		2021		2020		2019	
Median	12,70		8,97		3,18		8,11	
Standard deviation	2,71		3,10		3,86		2,25	
Average	13,70		7,49		0,74		8,12	
INTESA SANPAOLO	11,00	3	8,97	2	3,75	1	10,88	1
UNICREDIT SPA	12,70	2	3,17	3	-4,72	3	5,38	3
BPER BANCA S.P.A.	17,42	1	10,33	1	3,18	2	8,11	2

Fonte: Bureau van dijk

Dalla tabella si evince che la redditività delle banche è cresciuta, tornando sui livelli degli anni precedenti l'emergenza sanitaria, principalmente per la riduzione del flusso delle rettifiche di valore sui prestiti che era stato molto elevato nel 2020. I ricavi sono aumentati grazie all'andamento positivo delle commissioni e al margine di interesse registrato.

Un dato che suscita particolare interesse è riferibile al riscontro del ROE negativo registrato da UniCredit nel 2020, a causa del bilancio chiuso in perdita. Le cause di tale perdite sono da ricercare nelle rettifiche su crediti da 5 miliardi per far fronte in maniera adeguata all'impatto economico della crisi da Covid-19.

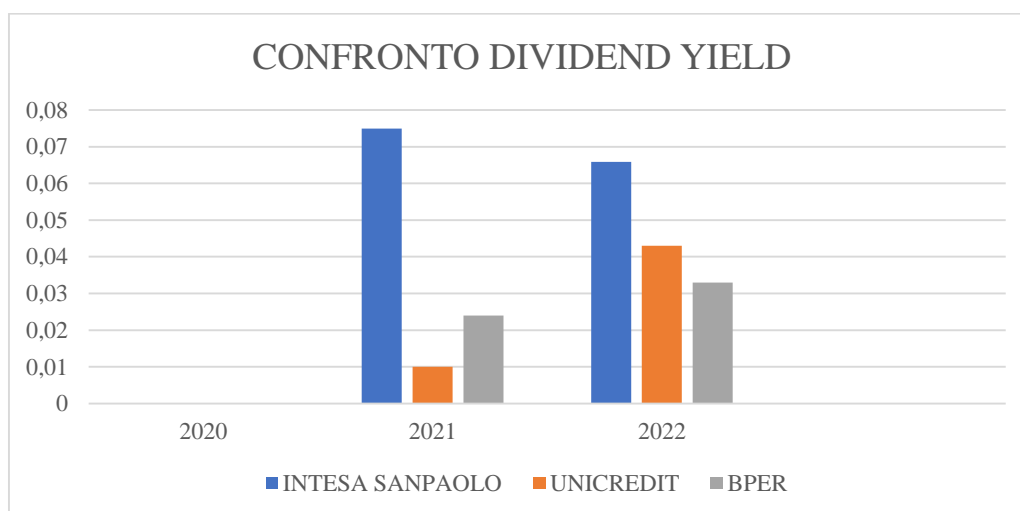
Nel 2021 e 2022 tutti e tre i gruppi bancari hanno migliorato la loro redditività.

La redditività delle azioni bancarie.

Sempre con riferimento allo stesso periodo e per gli stessi istituti di credito, analizziamo la redditività delle loro azioni, attraverso il *Dividend yield*, un indicatore di rendimento dei titoli che si ottiene dal rapporto tra il dividendo staccato da un'azione e il prezzo di mercato dell'azione stessa⁶⁹. Tale indice permette di effettuare un confronto più significativo tra le tre banche.

Si riporta grafico che confronta il *dividend yield* di Intesa Sanpaolo, UniCredit e BPER dal 2020 al 2022.

FIGURA 13: Confronto Dividend yield di Intesa Sanpaolo, UniCredit e BPER negli anni dal 2020 al 2022.



Fonte: dati raccolti dai siti delle banche oggetto di osservazione, nostra elaborazione.

Dall'analisi del grafico si evidenzia un più alto *dividend yield* della banca Intesa Sanpaolo al 31 dicembre del 2021, che determina una maggiore capacità di questo istituto di remunerare il capitale investito. Un significativo miglioramento di tale indice per gli altri due istituti nell'anno successivo,

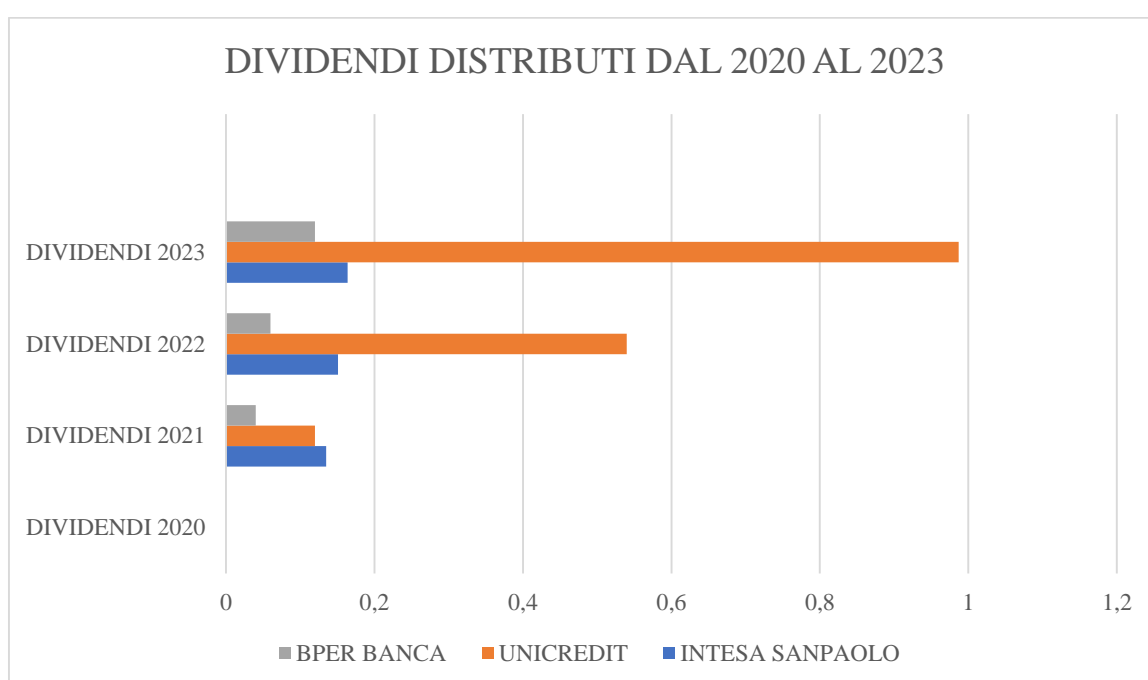
⁶⁹ Borsa Italiana, Glossario finanziario

sicuramente dovuto all'aumento di redditività che abbiamo trattato precedentemente.

I dividendi distribuiti

Al fine di dare una rappresentazione della distribuzione dei dividendi delle tre banche esaminate, riportiamo il grafico di nostra elaborazione:

FIGURA 14: Distribuzione dei dividendi delle banche: UniCredit, Intesa Sanpaolo e BPER dal 2020 al 2023.



Fonte: dati raccolti dai siti delle banche oggetto di osservazione, nostra elaborazione.

Come si evince dal grafico, tutte e tre le banche di grandi dimensioni non distribuiscono utili sui risultati del 2019.

Con riferimento, invece, ai dividendi maturati nel 2020 pagati nel 2021, si evidenzia che:

- Intesa Sanpaolo, conferma la sua capacità di affrontare in maniera efficace la complessità del contesto pandemico, i risultati riflettono la redditività sostenibile derivante dalla solidità della base patrimoniale e

della posizione di liquidità, dal modello di business resiliente. Viene distribuito un dividendo pari a 0,1353 euro ad azione, pagato in due tranche, la prima di 0,0357 euro ad azione e la seconda di 0,0996⁷⁰.

- Unicredit: la banca, come avevamo già detto precedentemente, chiude il bilancio 2020 con una perdita netta pari a 2,8 miliardi di euro. Nonostante ciò, combinando distribuzioni di dividendi ordinarie e straordinarie, agli azionisti Unicredit viene corrisposto un dividendo pari a 0,12 euro ad azione. L'esercizio si chiude con un cambio dell'amministratore delegato; lascia anticipatamente il suo incarico Jean Pierre Mustier che verrà sostituito da Andrea Orcel⁷¹.
- BPER BANCA: l'istituto torna nel 2021 a staccare un dividendo, pagando una cedola di 0,04 euro per azione, nel rispetto delle prudenziali linee guida della BCE⁷².

Le autorità di vigilanza hanno posto estrema attenzione nella valutazione dei piani patrimoniali e di distribuzione dei dividendi di ciascuna banca nell'ambito del regolare processo prudenziale.

Il 2022 sembra essersi lasciato la crisi pandemica alle spalle e la ripresa delle banche è attestata dall'aumento della distribuzione dei dividendi.

- Intesa Sanpaolo: a metà settembre 2021, l'amministratore delegato Carlo Messina, annuncia che l'assemblea dei soci del 14 novembre 2021 ha approvato la distribuzione di parte di una riserva speciale di oltre 1,93 miliardi di euro dai risultati del 2020. Viene così distribuito un acconto sui dividendi pari a 0,0721 euro ad azione e a maggio a saldo una seconda

⁷⁰ Borsaitaliana.it, Elenco completo dei dividendi

⁷¹ Il sole24 ore, pubblicazione del 10 febbraio 2021

⁷² Borsaitalina.it, Elenco completo dei dividendi

tranche pari a 0,0789 euro ad azione per un totale di 0,151 euro ad azione⁷³.

- Unicredit: sotto la guida di Andrea Orcel, registra un aumento dell'utile netto e una forte crescita del fatturato che fa aumentare in maniera straordinaria il dividendo per azione, distribuendo 0,54 euro ad azione⁷⁴.
- BPER BANCA: i risultati finanziari del 2021, sono caratterizzati da un miglioramento generale delle principali voci del conto economico e della qualità del credito così che i vertici propongono la distribuzione di un dividendo di 0,06 euro per azione⁷⁵.

Sinteticamente per gli utili maturati nel 2022 e ripartiti nel 2023 si registra per Intesa Sanpaolo un modesto incremento del dividendo, per UniCredit continua l'incremento considerevole del dividendo e per BPER banca il raddoppio rispetto all'anno precedente⁷⁶.

Per quanto riguarda l'andamento economico/finanziario delle banche di medie dimensioni già analizzate nel precedente capitolo, CREDEM, MEDIOLANUM e BANCA POPOLARE DI SONDRIO assume notevole rilievo lo studio sulla loro redditività *dalla crisi da Covid-19 al periodo successivo*.

Anche in questo caso, per analizzare la redditività delle banche sopra citate, abbiamo messo a confronto il ROE (*return on equity*), attraverso il grafico sotto riportato.

⁷³ Intesa Sanpaolo, Assemblea dei soci, 14 novembre 2021

⁷⁴ Borsaitalina.it, *Elenco completo dei dividendi*

⁷⁵ La Stampa, *BPER, CdA approva bilancio 2021. Confermato dividendo di 6 centesimi*, 10 marzo 2022

⁷⁶ Borsaitalina.it, *Elenco completo dei dividendi*

FIGURA 15: Confronto della redditività del capitale proprie dal 2020 al 2022 delle banche: CREDEM, MEDIOLANUM e Banca Popolare di Sondrio.

ROE using P/L before tax (%)

	2022		2021		2020		2019	
Median	14,37		13,47		8,06		10,28	
Standard deviation	5,04		8,82		6,18		10,98	
Average	15,79		18,49		10,84		16,15	
BANCA POPOLARE DI SONDRIO SOCIETA' PER AZIONI	10,45	3	11,10	3	5,07	3	6,64	3
CREDITO EMILIANO SPA	14,37	2	13,47	2	8,06	2	10,28	2
BANCA MEDIOLANUM SPA	22,54	1	30,89	1	19,41	1	31,54	1

Fonte: Bureau van dijk

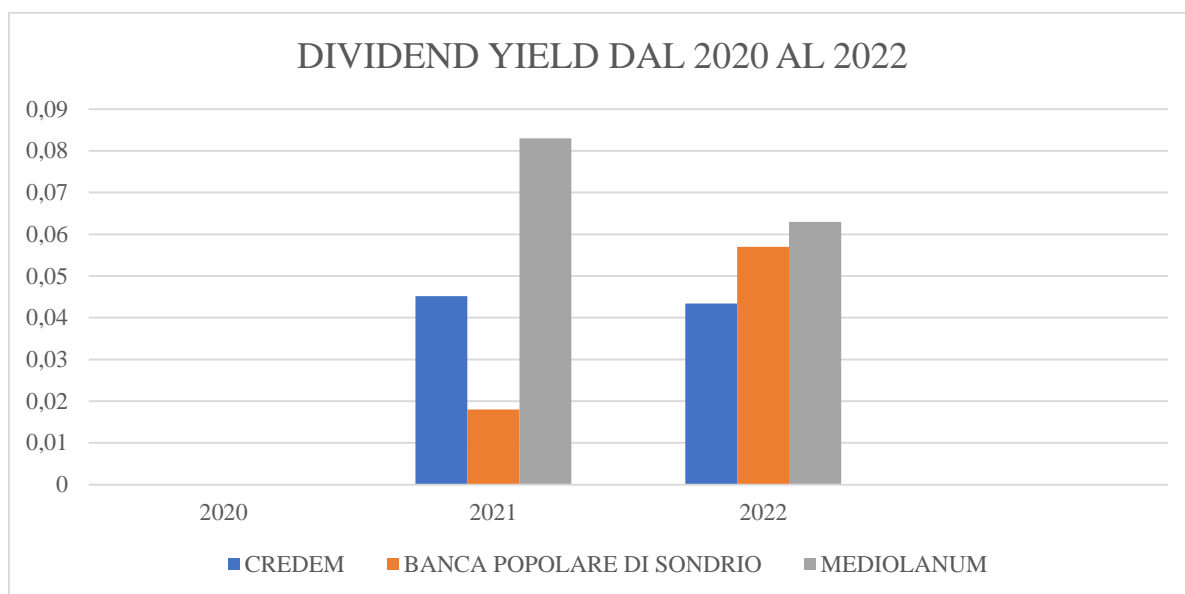
Dalla lettura della tabella possiamo rilevare che tutte hanno migliorato la propria redditività. Un'analisi particolare bisogna riservare alla banca Mediolanum, che al 31 dicembre 2021 festeggiava i 40 anni dalla fondazione con il miglior utile netto di sempre pari a 713 milioni di euro e un margine operativo di 502,6 milioni di euro, in aumento del 29%⁷⁷. Nel 2022 in uno scenario ancora complesso, contrassegnato dal ritorno all'inflazione a doppia cifra e l'esplosione del conflitto in Ucraina, si consolida ulteriormente un trend decisamente favorevole per Banca Mediolanum, registrando un utile pari a 522 milioni di euro, in calo del 27% rispetto all'esercizio precedente, ma ancora un risultato solido con un margine operativo record di oltre 680 milioni di euro, in crescita del 35% rispetto all'anno precedente. Sulla base di queste informazioni possiamo notare che la banca Mediolanum registra un ROE abbondantemente superiore alla media⁷⁸.

⁷⁷ Banca Mediolanum, Comunicato stampa, 10 febbraio 2022

⁷⁸ La Stampa, *Mediolanum, utile 2022 a 522 milioni. Doris, risultato solido in scenario complesso*, 8 febbraio 2023

Sembra opportuno, altresì, mettere a confronto il *dividend yield* delle tre banche di medie dimensioni, come da grafico che riportiamo qui di seguito.

FIGURA 16: Confronto Dividend yield dal 2020 al 2022 delle tre banche di medie dimensioni

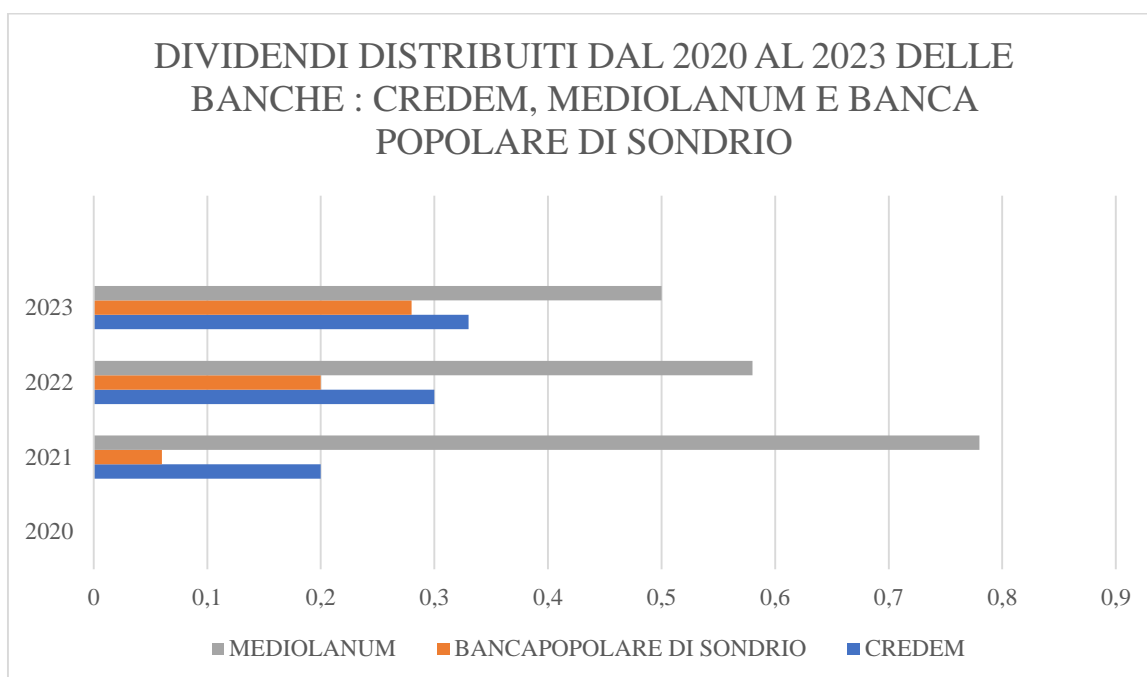


Fonte: dati raccolti dai siti delle banche oggetto di osservazione, nostra elaborazione.

Dal grafico sopra riportato si rileva che CREDEM mantiene il rendimento delle proprie azioni abbastanza costante. Dal confronto dal 31 dicembre 2021 al 31 dicembre 2022 del *dividend yield* della Banca Popolare di Sondrio, si rileva un significativo miglioramento. Il rendimento delle azioni della banca Mediolanum risente dell'influsso della redditività della banca.

Si riportano, infine, di seguito il grafico relativo la distribuzione dei dividendi delle banche di medie dimensioni.

FIGURA 17: Distribuzione dei dividendi delle banche: CREDEM, Mediolanum e banca popolare di Sondrio dal 2020 al 2023.



Fonte: dati raccolti dai siti delle banche oggetto di osservazione, nostra elaborazione.

Anche in questo caso, per gli utili maturati nel 2019, le tre banche che sono oggetto della nostra osservazione hanno rispettato le raccomandazioni della BCE sulla sospensione dei dividendi.

Per gli utili del 2020 distribuiti nel 2021, rileviamo il ripristino della politica di distribuzione dei dividendi.

Nel dettaglio, mentre CREDEM e Banca Popolare di Sondrio effettuano una ripartizione dei dividendi ancora prudentiale, MEDIOLANUM, in base a quanto abbiamo detto in riferimento all'eccellente crescita reddituale, riprende la distribuzione dei dividendi a livelli superiori a quelli distribuiti prima della crisi da Covid-19: 0,78 euro ad azione nel 2021 contro 0,40 euro ad azione nel 2018. Dividendi un po' più bassi, ma sempre superiori al periodo pre-covid anche nel 2022 e nel 2023. Per gli utili prodotti nel 2021 Banca popolare di

Sondrio aumenta il livello dei dividendi e li mantiene pressoché costanti anche nel 2022 e la stessa politica adotta la CREDEM.

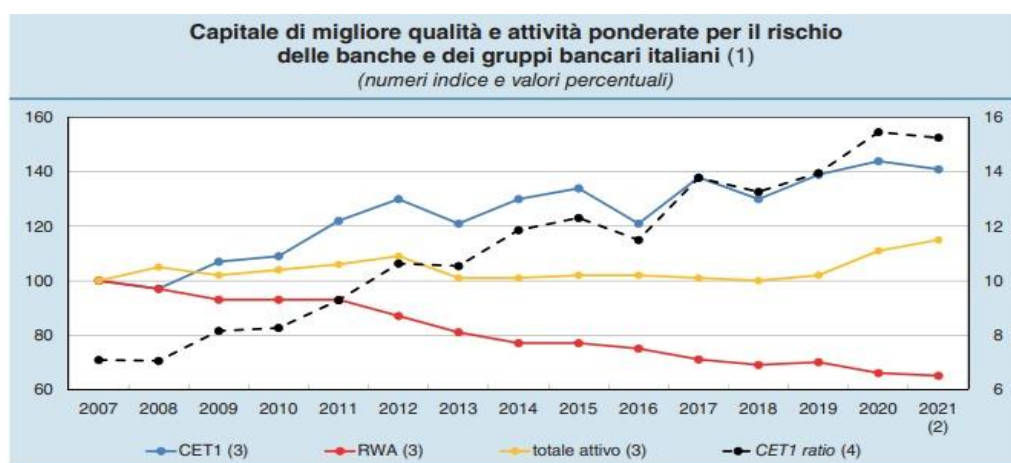
3.3 ANDAMENTO DEI PROGRAMMI DI RIACQUISTO DELLE AZIONI: CONFRONTO DEI DATI DELLA PANDEMIA E DEL PERIODO POST-COVID 19

Oltre all'analisi della redditività delle banche, dal periodo della crisi da Covid-19 fino al 2022, è opportuno anche evidenziare il livello di patrimonializzazione delle stesse.

L'accordo di Basilea III ha introdotto nel sistema bancario delle riforme che hanno comportato un significativo rafforzamento patrimoniale e della liquidità delle banche, accrescendo la fiducia del mercato nella loro solidità e nella loro capacità di assorbire i grandi shock inattesi.⁷⁹

Nel grafico sotto riportato vengono rappresentati gli andamenti del capitale di migliore qualità, del totale attivo, delle attività ponderate per il rischio (RWA) e del CET 1 ratio, cioè il rapporto tra il capitale dell'istituto e le attività ponderate per il rischio.

FIGURA 18: Capitale di migliore qualità e attività ponderate per il rischio delle banche e dei gruppi bancari italiani dal 2007 al 2021.



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) Per capitale di migliore qualità si intende il core tier 1 fino al 2013 e il CET1 dal 2014. Per la definizione degli aggregati, cfr. nella sezione Note metodologiche dell'Appendice la voce Banche e gruppi bancari: redditività e adeguatezza patrimoniale. – (2) Dati provvisori. – (3) Indice: 2007=100. – (4) Scala di destra.

⁷⁹ Signorini L. F., *Le banche e gli anni di Basilea III*, Associazione Nazionale per lo studio dei problemi del credito.

Da tale grafico si evidenzia come, nel corso di questi anni, in applicazione delle riforme introdotte con l'accordo di Basilea III, il CET 1 delle banche e dei gruppi bancari italiani sia aumentato, anche durante la crisi pandemica, grazie alle raccomandazioni della Banca Centrale Europea di non distribuire utili e sospendere i programmi di riacquisto azioni proprie. Si può rilevare in aggiunta, nello stesso periodo, un andamento discendente della curva che misura le attività ponderate per il rischio (RWA). Di conseguenza il CET1 ratio, dato dal rapporto tra il capitale dell'istituto e le attività ponderate per il rischio ha lo stesso andamento del CET 1, ma con valori più elevati data la riduzione del denominatore. Dallo stesso grafico, focalizzando la nostra attenzione al 2021, notiamo una lieve diminuzione del common equity tier 1 (CET 1) riconducibile principalmente a operazioni straordinarie di distribuzione di dividendi e riacquisto di azioni proprie, avvenute dopo la rimozione delle limitazioni poste dalle autorità di vigilanza.⁸⁰

L'aumento di redditività delle banche dopo la crisi da Covid-19, la valutazione positiva dell'andamento delle capitalizzazioni e gli scenari macroeconomici positivi, hanno spinto le banche italiane ad avviare programmi di buyback piuttosto importanti.

Le prime due principali banche italiane che hanno avviato i programmi di acquisto di azioni proprie sono state Intesa Sanpaolo e UniCredit.

UniCredit ha ricevuto l'autorizzazione della BCE a condurre due programmi di riacquisto di azioni proprie. Il primo buyback del 2021 per un importo di 2,6 miliardi di euro, il secondo per un importo massimo di 3,343 miliardi di euro nel 2022. In una nota esplicativa dell'Istituto, si rileva il via libera all'operazione sulla base delle informazioni finanziarie inerenti una solidità significativa nei livelli di capitale e nella generazione organica di capitale ai

⁸⁰ Banca d'Italia, *Relazione annuale maggio 2022*, pagg. 166-167

vertici del settore. Questi fattori, uniti alla consistenza di una posizione di liquidità, avrebbero comunque consentito all'azienda di affrontare situazioni di stress. Valutata anche la performance storica della banca che ha operato a un nuovo livello di redditività, considerati i rapporti di utile netto e compensi per gli azionisti, si prevedeva continuità di buoni risultati a tutti gli stakeholders. Unitamente ai dividendi distribuiti, il riacquisto di azioni proprie porta a una distribuzione complessiva per il 2022 di 5,25 miliardi di euro⁸¹. L'ultimo programma di riacquisto di azioni proprie di UniCredit è stato eseguito in due tranche, la prima di circa 2,34 miliardi euro e la seconda iniziata il 26 giugno 2023 di 1 miliardo di euro⁸².

Il 29 aprile 2022 Intesa Sanpaolo annuncia il piano strategico per il riacquisto di azioni proprie autorizzato dalla BCE il 24 giugno 2022 per un esborso complessivo di 3.400 milioni di euro. Nella stessa data, il Consiglio di Amministrazione di Intesa Sanpaolo, delibera di dare esecuzione all'acquisto con un programma iniziale che prevedeva un esborso pari a 1.700 milioni di euro che ha avuto inizio il 4 luglio 2022 e si è concluso l'11 ottobre 2022⁸³. Per l'amministratore delegato Carlo Messina, che ha confermato una storica e solida distribuzione agli azionisti del 70% del monte utili annuali, l'acquisto di azioni proprie finalizzato all'annullamento rappresenta una novità. Al 31 dicembre 2022, dopo l'approvazione del bilancio, viene presa la decisione in merito all'esecuzione per il restante ammontare dell'operazione⁸⁴, pari a 1.700 milioni di euro; operazione avviata il 13 febbraio 2023 e conclusasi a maggio⁸⁵.

⁸¹ Il sole24ore, *UniCredit, dalla BCE via libera al buyback da 3,34 miliardi di euro*, 28 marzo 2023

⁸² Il sole24ore, *UniCredit pronta al nuovo buyback da 1 miliardo. Orcel:2023 meglio delle attese*, 20 giugno 2023

⁸³ Comunicato Intesa Sanpaolo del 24 giugno 2022

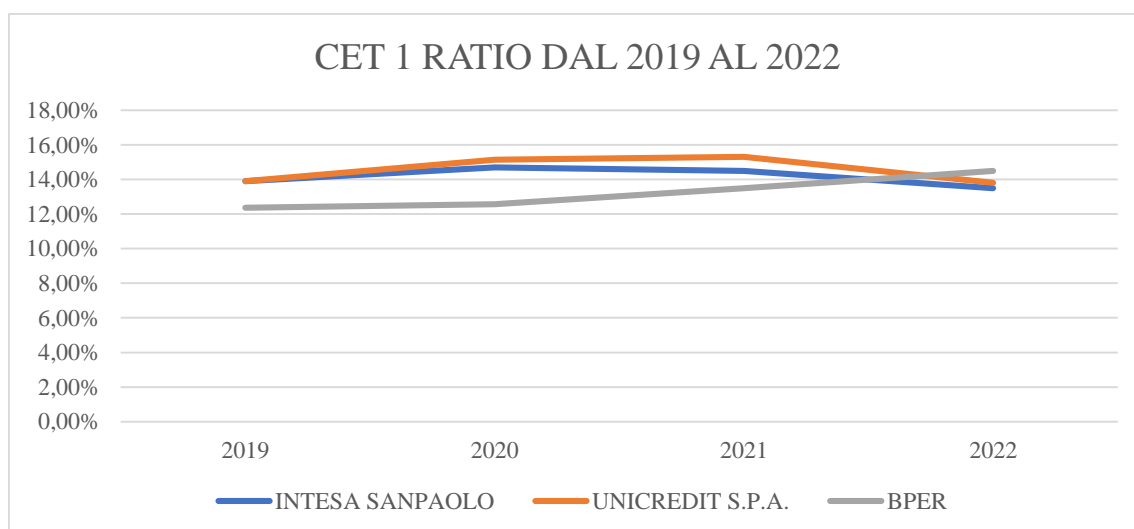
⁸⁴ La Repubblica, *Intesa Sanpaolo, la BCE dà il via libera al buyback da 3,4 miliardi di euro*, 26 giugno 2022

⁸⁵ Comunicati Intesa Sanpaolo del 6 febbraio 2023

Unicredit e Intesa Sanpaolo non sono le uniche banche a riacquistare il proprio capitale. Anche BPER ha portato in assemblea, ottenendo il via libera, programmi di riacquisto di azioni proprie. Programmi diversi però da quello delle banche sopra analizzate, perché finalizzati a incentivare il personale dipendente sulla base del raggiungimento di particolari performance individuali e organizzative.

La sottostante tabella mostra l'andamento del CET1 ratio nel periodo dal 2019 al 2022.

FIGURA 19: CET 1 ratio delle banche: Intesa Sanpaolo, UniCredit e BPER dal 2019 al 2022.



Fonte: dati raccolti dai siti delle banche oggetto di osservazione, nostra elaborazione

All'inizio del presente paragrafo si è detto che le operazioni di distribuzione dei dividendi e i piani di riacquisto azioni hanno avuto come effetto la riduzione del CET 1 ratio e questa tabella ratifica ulteriormente questo concetto. Infatti come si può rilevare, nell'anno 2019 e nel 2020, il CET1 ratio nelle tre grandi banche analizzate è in crescita, grazie alle raccomandazioni della BCE. L'eliminazione delle limitazioni, la ripresa della distribuzione dei dividendi e i piani di riacquisto azioni comporta una riduzione del CET1 ratio. Nello

specifico, per UniCredit e Intesa Sanpaolo nel 2022 il CET 1 ratio subisce una riduzione grazie ai piani di remunerazione degli azionisti attraverso la distribuzione dei dividendi e il riacquisto di azioni proprie. BEPR banca continua l'azione di capitalizzazione con un CET 1 ratio che ha continuato a crescere.

A riguardo degli altri grandi gruppi bancari italiani non analizzati, cioè Banco Bpm e Monte Paschi di Siena, si rileva che:

- Per Banco Bpm, l'amministratore delegato Giuseppe Castagna ha ribadito che la liquidità in eccesso generata dall'attività dell'istituto finanziario verrà utilizzata per lanciare un buyback al fine di favorire l'incentivazione del personale dipendente⁸⁶.
- Per Monte dei Paschi di Siena, unica banca a non effettuare questo tipo di operazione, è interessante rilevare che l'obiettivo programmato è di vendere le proprie azioni e non riacquistarle, per far fronte agli impegni assunti dal governo italiano, suo primo azionista, nei confronti delle autorità europee. Ma anche MPS, sulla scia delle autorizzazioni rilasciate dalla Banca Centrale Europea ha introdotto in assemblea l'argomento di incentivi ai dipendenti, limitandosi alle cosiddette *phantom shares*⁸⁷, cioè l'assegnazione gratuita a ciascun manager di un *grant* massimo, definito in numero di azioni, subordinato al conseguimento di obiettivi di performance predeterminati e riferiti ad uno specifico periodo di tempo⁸⁸.

⁸⁶ Teleborsa, *Banco BPM ha avviato un programma di acquisto di azioni proprie*, in "La Stampa", 28 febbraio 2023

⁸⁷ Righi S., *Dalle banche all'energia: perché il buy back va di moda tra i big di Piazza Affari*, in "Corriere della sera", 3 maggio 2023

⁸⁸ Glossario Luiss business school

Per quanto riguarda le tre banche di medie dimensioni, CREDEM, MEDIOLANUM e Banca Popolare di Sondrio si osserva che nel periodo considerato non hanno approvato programmi di riacquisto azioni proprie volte all'annullamento.

Nel dettaglio, si rileva che:

- I programmi di acquisto di azioni proprie avviati dal Gruppo CREDEM sono finalizzati alla copertura di piani di remunerazione basati su strumenti finanziari da destinare alla categoria dei dirigenti con responsabilità strategica e del “personale più rilevante” del gruppo bancario.⁸⁹
- Anche il Consiglio di Amministrazione di Banca MEDIOLANUM S.p.A ha deliberato di sottoporre all'Assemblea degli azionisti la proposta di approvazione dei piani di incentivazione (c.d. piani di *performance share*) aventi ad oggetto l'acquisto di azioni proprie da riservare agli amministratori e a i dipendenti⁹⁰.
- L'Amministratore Delegato della Banca Popolare di Sondrio, Mario Alberto Pedranzini, durante la *conference call* di presentazione del nuovo piano industriale per il 2025, chiarisce che non si prevede di utilizzare il capitale in eccesso per distribuire extra-profitti o per effettuare operazioni di buyback azionario. L'Amministratore delegato specifica che la distribuzione dell'*excess capital* non fa parte della politica dell'Istituto, preferendo al riguardo una distribuzione costante degli utili⁹¹.

⁸⁹ Comunicato Gruppo CREDEM , 09 giugno 2022

⁹⁰ Comunicato Banca Mediolanum, 07 marzo 2023

⁹¹ Teleborsa, *Popolare Sondrio, Pedranzini: no extra dividendo e buyback*, 29 giugno 2022

3.4. CONCLUSIONI

Durante il periodo di crisi economico-finanziaria dovuta al COVID-19, sul settore bancario è stata effettuata un'operazione di “*moral suasion*” da parte delle istituzioni europee per evitare che venissero distribuiti dividendi agli azionisti, in modo che le risorse restassero all'interno degli istituti che le avrebbero poi utilizzate per sostenere l'economia reale. Analogamente si raccomandava dalla BCE agli istituti di credito di non effettuare il riacquisto delle azioni proprie al fine di determinare un impatto significativo sulla base patrimoniale. Le proiezioni macroeconomiche positive hanno indotto la Banca d'Italia con l'ultima raccomandazione datata 21 luglio 2021 a richiamare l'esigenza per le banche più significative di adottare un sostanziale nulla osta al ritorno alle proprie precedenti valutazioni di merito, mentre gli istituti meno significativi avrebbero dovuto mantenere un approccio prudentiale.

Dall'analisi effettuata con riferimento a tre banche di grandi dimensioni, Intesa Sanpaolo, UniCredit, BPER e tre banche di medie dimensioni, CREDEM, MEDIOLANUM e Banca Popolare di Sondrio, si osserva in generale, sia pure con varie differenze che vi è un sostanziale ritorno alla distribuzione dei dividendi come nel periodo pre-Covid-19. Un fenomeno emergente degli ultimi anni è la crescita dei programmi di buyback. Si è osservato in questo capitolo e nel precedente, che sia nel periodo di crisi da Covid-19 e nell'ultimo decennio già trascorso che i piani di riacquisto delle azioni proprie (buyback) erano piuttosto limitati.

Nei periodi di crescita economica dopo la fine della crisi da Covid-19, è migliorata la redditività delle banche e ciò ha portato inevitabilmente un incremento degli utili che ha determinato una maggiore distribuzione di ricchezza tramite operazioni di buyback.

Si è però notato che solo le banche di grandi dimensioni ed in particolare, Intesa Sanpaolo e Unicredit hanno programmato operazioni significative di acquisto

di azioni proprie e relativo annullamento cioè i buyback, mentre altre banche oggetto della nostra osservazione hanno effettuato acquisto di azioni proprie e relativa distribuzione ai manager/dipendenti per compensare le performance raggiunte.

CONCLUSIONI

La tesi che, ha avuto riguardo al periodo temporale intercorrente dalla crisi del 2008 e fino ai giorni nostri, ha evidenziato che le banche hanno sempre distribuito ricchezza ai propri azionisti, eccetto negli anni di manifestazione della crisi del 2008 e del 2019, come forma di remunerazione per il loro investimento. Ciò che è cambiato nel tempo è la modalità con cui è stata erogata tale ricchezza.

La distribuzione dei dividendi ha sempre rappresentato un pilastro fondamentale delle politiche di remunerazione degli azionisti mentre le operazioni di buyback sono state considerate come operazioni complementari.

L'analisi proposta ha identificato i driver economici e finanziari del pagamento dei dividendi bancari e ha rilevato l'importanza del ruolo svolto dalle autorità di vigilanza durante la fase più incerta della pandemia.

Dalle verifiche effettuate nel presente lavoro emerge che nei momenti caratterizzati da un'espansione economica si è determinata una maggiore distribuzione di ricchezza. Accanto all'aumento a volte anche significativo della distribuzione dividendi sono stati posti in essere programmi di buyback.

Si è però notato che solo le banche di grandi dimensioni ed in particolare, Intesa Sanpaolo e UniCredit hanno programmato operazioni significative di acquisto di azioni proprie e relativo annullamento (buyback), mentre altre banche oggetto di osservazione hanno effettuato acquisto di azioni proprie e relativa distribuzione ai propri manager/dipendenti per compensare le performance raggiunte.

Le evidenze empiriche hanno mostrato che nei periodi di recessione economica la situazione è completamente diversa. In tali periodi, le banche hanno dato priorità al contenimento della spesa cercando di ridurre uscite monetarie per poter rafforzare la propria solidità patrimoniale. Nell'ambito della politica di

distribuzione dei dividendi, tranne nei periodi di manifestazione delle crisi, come già accennato, le banche hanno fatto il massimo sforzo per mantenere invariata la ripartizione; ciò perché un taglio di essi avrebbe alterato la reputazione aziendale e l'immagine agli occhi degli investitori attuali e potenziali.

Il periodo che ha fatto seguito alla crisi del 2008, nella quale un insieme di rischi interconnessi ha generato conseguenze note, è stato caratterizzato in Italia da un quadro regolamentare rafforzato, che ha contribuito ad aumentare la capitalizzazione e migliorare la gestione dei rischi.

Di conseguenza si è ridotta l'esposizione degli istituti di credito a rischi elevati, migliorando la loro resistenza a potenziali shock finanziari.

Inoltre, il significativo buffer di liquidità, garanzia della capacità di fronteggiare gli impegni assunti nei confronti dei clienti anche in situazione di stress finanziario, ha consentito di mantenere la fiducia dei mercati e a differenza di quanto si è verificato negli Stati Uniti, di prevenire eventuali deficit di cassa.

Sinteticamente può affermarsi che gli elementi più significativi per la resilienza del sistema bancario italiano sono la regolamentazione prudenziale, la migliorata gestione dei rischi, l'adeguato buffer di liquidità e del capitale oltre alla diminuzione dei crediti deteriorati.

BIBLIOGRAFIA

Addona C., *La crisi finanziaria del 2008, da cosa è stata scatenata?*, in “RSD rivista semestrale di diritto”, 28 marzo 2018.

Banca D'Italia, *rapporto sulla stabilità finanziaria*, pubblicazione aprile 2020

Banca d'Italia, *Relazione annuale anno 2021*

Banca d'Italia, *Relazione annuale maggio 2022*

Banca d'Italia, *Bollettino economico aprile 2023*

Banca Centrale Europea, *La nostra risposta alla pandemia da coronavirus*, Christine Lagarde Presidente della BCE

Banca Centrale Europea, *La BCE chiede alle banche di non distribuire o di limitare i dividendi fino a settembre 2021*, in “Comunicato stampa” 15 dicembre 2020

Banca Centrale Europea, *Decisioni di politica economica*, in “comunicato stampa”, 4 giugno 2020

Banca Popolare di Sondrio, <https://istituzionale.popso.it/it/comunicati-ed-eventi-societari/comunicati>

Bellettini G., Goldstain A., prefazione Pier Carlo Padoan, *L'economia italiana dopo il Covid-19: come ricominciare a crescere*. “Edizioni Bnomia University Press”.

Belloni M., Grodzicki M., Jarmuzek E., *Why European Bnacks Adjust their Dividend Payouts?*, in “International Monetary fund”, 23 settembre 2022 .

Boccardelli P. e Iacovone D., *Lo scenario economico dopo il covid-19: un piano strategico per ripartire*, “Il Mulino” editore.

Borsa italiana, Glossario finanziario.

Borsataliana.it, Elenco completo dei dividendi

BPER Banca, <https://istituzionale.bper.it/en/media-relations/press-releases>.

Brav A., Graham J.R., Harvey C.R. e Michaley R., “*Payout Policy in the 21st Century*”, in “*Journal of Financial Economics*”, 2005.

Brealey R.A., Myers S.C., Allen F., Sandri S., *Principi di finanza aziendale*, VIII edizione McGraw Hill, 2020.

Cardillo S. e Raponi J., *EU banks’ dividend policies: main determinants and the role of capital ratios*, in “Banca d’Italia Eurosystem”.

Claessens S. and Kose M.A., *Financial Crises: Explanations, Types, and Implications*, in “IMF Working Paper Research Department”, gennaio 2013.

Comment R. e Jarrell G., “*The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases*”, in “*Journal of Finance*”, n. 46, 1991.

CONSOB, *La crisi finanziaria del 2007/2009*, educazione finanziaria.

CONSOB, *La crisi Covid-19 Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata*, in “statistiche e analisi”, luglio 2020.

CREDEM, <https://www.credem.it/content/credem/it/gruppo-credem/press-media/comunicati-stampa.html>

D’Adda C., *Dalla crisi finanziaria alla crisi reale*, Moneta e Credito, vol. 63 n. 249 (2010), Associazione Paolo Sylos Labini

Decreto-legge 17 marzo 2020 n. 18.

De Simone E., *Storia economica Dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica*, “FrancoAngeli”, Quinta edizione.

Di Taranto G., *La globalizzazione diacronica*, “G. Giappichelli” Editore

Draghi M., *Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza*, Audizione del Governatore della Banca D’Italia al Senato della Repubblica 21 ottobre 2008.

Gambacorta L. e Oliviero T., *Sospendere i dividendi oggi per un sistema più forte domani*, in “Il sole 24 ore”.

Gazzetta ufficiale europea, *Raccomandazione della Banca Centrale Europea*, 27 marzo 2020

https://eurlex.europa.eu/legalcontent/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:JOC_2020_25_1_R_0001&from=IT

Intesa Sanpaolo, Rapporto annuale, <https://www.intesasanpaolo.com/>

King G., Rosen O., Tanner M., and Wagner A.F., *THE JOURNAL OF ECONOMIC HISTORY*, volume 68, Dicembre 2008,

Laeven L. and Valencia F., *Systemic Banking Crises Database: An Update*, in “International Monetary Fund”

La Repubblica, *Intesa Sanpaolo, la BCE dà il via libera al buyback da 3,4 miliardi di euro*, 26 giugno 2022

La Stampa, *BPER, CdA approva bilancio 2021. Confermato dividendo di 6 centesimi*, 10 marzo 2022

La Stampa, *Mediolanum, utile 2022 a 522 milioni. Doris, risultato solido in scenario complesso*, 8 febbraio 2023

Il sole24ore, *UniCredit, dalla BCE via libera al buyback da 3,34 miliardi di euro*, 28 marzo 2023

Il sole24ore, *UniCredit pronta al nuovo buyback da 1 miliardo.*

Orcel:2023 meglio delle attese, 20 giugno 2023

Marangoni M., *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, Banca d’Italia, Circolare n 263 del 27 dicembre 2006 aggiornamento del 31 gennaio 2012.

MEDIOLANUM,

<https://www.bancamediolanum.it/corporate/media/comunicati-stampa>

Minelli M., De Bellis M., Sorbo A., Sheajib A., *I gruppi italiani medio-piccoli: Successi non scontati e prossime sfide, un’analisi e una survey* Prospective giugno 2021

Minshkin F.S., Eakins S.G. e Beccalli E., *Istituzioni e mercati finanziari*, edizione Pearson.

Righi S., *Dalle banche all'energia: perché il buy back va di moda tra i big di Piazza Affari*, in “Corriere della sera”, 3 maggio 2023

Signorini L. F., *Le banche e gli anni di Basilea III*, Associazione Nazionale per lo studio dei problemi del credito

Teleborsa, *Popolare Sondrio, Pedranzini: no extra dividendo e buyback*, 29 giugno 2022

Teleborsa, *Banco BPM ha avviato un programma di acquisto di azioni proprie*, in “La Stampa”, 28 febbraio 2023.

UniCredit, <https://www.unicreditgroup.eu/it/press-media/press-releases.html>

Visco I., *Banche, regole e vigilanza dopo la crisi*, Intervento del Vice direttore Generale della Banca d'Italia, Perugia Castello dell'Oscano, 13 marzo 2010