

Banche e azionisti. Riparte la stagione delle operazioni sul capitale

Aumenti al test dei risparmiatori

Con Bpm conto da 9,7 miliardi
Al setaccio sconti e struttura degli strumenti offerti

Non bastavano la crisi finanziaria del 2008 e la recessione, che zavorrano i bilanci affisandone i ricavi e lardellandoli di sofferenze. Oggi il *top management* delle banche è stretto tra il martello delle autorità di vigilanza, che chiedono iniezioni di capitale per portare i patrimoni ai requisiti di Basilea 3, e l'inclinazione degli azionisti, poco inclini - specie le Fondazioni - a metter mano al portafoglio se i ritorni non torneranno a salire. La stagione degli aumenti di capitale si è riaperta e nuove sorprese sono in arrivo. Anche milioni di risparmiatori che possiedono azioni bancarie, come chi intende investire, devono fare scelte difficili.

A chiedere rafforzamenti patrimoniali sono **Banca d'Italia** ed **European Banking Authority**, che ha sottoposto i primi cinque istituti nazionali (Intesa Sanpaolo, UniCredit, Mps, Ubi e Banco Popolare) e altri 85 in Europa a un secondo *round* di stress test, dopo quelli 2010. I risultati, depositati a inizio aprile, saranno resi noti a giugno.

Frattanto **Intesa Sanpaolo** chiede ad azionisti e mercato 5 miliardi, **Mps** tra i 2 e i 2,47, **Ubi** uno, **Popolare Milano**, dopo un lungo confronto con Draghi, *obituro vultu* il 19 aprile ha deciso un aumento da 1,2 miliardi per riportare il *core Tier 1* al 9,8% nel 2013 e il ritorno sul

Le operazioni in Italia negli ultimi quattro anni

Valori in euro, salvo dove diversamente indicato

Banche	Data proposta o approvaz. am. capitale	Data inizio operazione am. capitale	Valore max delega (mln €)	Valore fin. raccolto (mln €)	Media : mesi prec	Corso del titolo (euro)	Data proposta	Prezzo € unitario aumento	Diff. % prezzo unitario 3 mesi prec.	Dalla data di proposta	Var. % titolo da prop. am. al 20/04/11	Var. % titolo da prezzo am. al 20/04/11
Banca Pop.Sondrio	28/11/2006	07/05/2007	308	308	10,432	10,500	7,000	-32,90	-33,33	-46,05	-18,14	
Credito Valtellinese	12/12/2006	21/05/2007	161	161	10,587	11,272	10,000	-5,55	-11,29	-70,94	-67,16	
Banca Carige ord.	01/10/2007	04/02/2008	959	957	3,197	3,113	2,400	-24,94	-22,90	-48,94	-33,75	
Banca Carige risp.	01/10/2007	04/02/2008	-	-	3,424	3,143	2,400	-29,91	-23,63	-15,05	11,25	
Credito Artigiano	20/12/2007	18/02/2008	399	391	3,088	2,869	2,800	-9,26	-7,05	-48,73	-48,78	
Banca Etruria	17/02/2008	19/05/2008	160	160	9,257	8,643	7,500	-18,93	-13,22	-67,52	-61,87	
BMPS *	29/01/2008	28/04/2008	5,923	5,923	2,710	2,319	1,500	-44,66	-35,30	-65,36	-41,37	
Banca Pop. Spoleto	29/09/2008	25/05/2009	44	39	6,042	5,676	5,000	-17,24	-11,91	-45,42	-38,04	
Unicredit ord. ** (1)	6/10/2008	05/01/2009	3,000	3,000	3,064	2,457	3,083	0,60	25,49	-34,43	-47,49	
Unicredit risp. ** (1)	6/10/2008	05/01/2009	-	-	3,544	2,937	3,083	-13,00	4,98	-29,25	-32,99	
Unicredit ord. **	29/09/2009	11/01/2010	4,000	4,000	2,150	2,597	1,589	-26,09	-38,81	-36,36	1,89	
Unicredit risp. **	29/09/2009	11/01/2010	-	-	2,838	2,888	1,589	-44,01	-44,97	-28,46	30,02	
Banco Popolare	24/10/2010	17/01/2011	2,000	1,987	3,351	3,114	1,770	-47,18	-43,16	-39,63	6,21	
Media ***	-	-	16,954	16,926	-	-	-	-24,08	-19,24	-44,32	-26,17	

(*) 4,973 miliardi in offerta con diritto d'opzione + 950 milioni titoli convertibili Fresh dedicati a JP Morgan o sue collegate; (**) azioni ordinarie offerte anche ad azionisti di risparmio; (***) per l'ammontare massimo e quello effettivo si tratta di totale; (1) prezzo di riferimento alla chiusura della seduta di Borsa del 3 ottobre 2008. Fonte: elaborazione Plus24 e Uff. Studi Sole 24 Ore su dati societari e di Borsa Italiana

tangible equity in linea con i concorrenti. Il giorno dopo, forse per aver troppo tergiversato, il titolo è tracciato del 6,73%. Tra le non quotate, **Carife** prepara un aumento da 150 milioni (si veda l'articolo a pagina 13). Il Banco ne ha raccolti due. Ma non sarebbe finita qui: secondo uno studio di Citi, nello scenario peggiore, il Banco potrebbe dover chiedere ancora mezzo miliardo, **UniCredit** addirittura 8,5 che calerebbero a 5,5 solo con grosse cessioni. Al "Sole 24 Ore" l'Ad Federico Ghizzoni ha ribadito che, dopo i due aumenti 2008-09 e 2009-10 (per 7 miliardi), «non riteniamo di chiedere altri capitali ai soci. Noi siamo a posto. Con la generazione interna di capitale saremo all'8,4% di *Core Tier 1* nel gennaio 2013, avvio di Basilea 3, ben sopra i

requisiti regolamentari». Ai risparmiatori converrà sottoscrivere gli aumenti? Dipende. Innanzitutto dalle forme delle operazioni (ancora non note), perché all'offerta di strumenti diversi corrispondono ipotesi di ritorni differenti. Poi dallo sconto sui corsi di mercato. La tabella in alto, che riporta 10 aumenti degli ultimi quattro anni (per quasi 17 miliardi), mostra che in media lo sconto sui corsi di mercato è stato del 20%. Ma in casi aziendali complessi o per conti "pesanti" (l'aumento del Banco, quello del 2008 di Mps per l'acquisto di **Antonveneta**) si è arrivati a superare il 40 per cento.

Non sempre è stato un vantaggio. Qualche investitore può aver mediato al ribasso valori di carico fuori mercato. Ma maggiore è lo sconto più titoli

sevono a raggiungere l'ammontare previsto. Così è più pesante l'impatto patrimoniale, in termini di *book value* tangibile per azione (dunque il titolo è meno "valido") e quello reddituale (l'utile si divide tra più titoli e dunque cala l'*earning per share*). Citi ricorda che le banche italiane sono storicamente meno redditizie della media europea e che i nuovi aumenti le freneranno ancora. Ma politiche fiscali e rialzo dei tassi aumenteranno la redditività. Riducendo il rischio patrimoniale, si comprimeranno gli spread sul debito.

Molto dipenderà dalle strutture adottate. Secondo l'avvocato Lucio Bonavittola, esperto di aspetti regolamentari e socio dello studio **Clifford Chance** che lavora ad alcune di queste operazioni, «non tutti gli au-

menti sono uguali. Una cosa ad esempio è aumentare il patrimonio netto con azioni, altra è farlo con strumenti ibridi non convertibili, obbligazioni perpetue richiamabili non prima di 10 anni, con perdita del nozionale in caso di stress patrimoniali, altra ancora utilizzare *contingent convertible* bond, i cosiddetti *CoCos*, obbligazioni subordinate convertibili in azioni in situazioni di emergenza. Dipende dalle esigenze dell'istituto e dall'impatto diluitivo verso gli azionisti. Le Fondazioni chiedono aumenti sostenibili in termini patrimoniali: con eventuali interventi sugli statuti si potrebbe considerare anche l'indebitamento, che non è escluso a priori dalla legge. C'è la possibilità che, per poter accedere al credito, alcune Fondazioni si dotino di rating. Ma so-

no possibili strutture che consentano acquisto di azioni con pagamenti dilazionati». «Quantità ai risparmiatori», ricorda Bonavittola, «vanno rispettate le norme di tutela previste dalla direttiva Mifid, specie sul fronte del profilo di rischio. Contratti e prospetti degli aumenti fanno sempre riferimento solo ai prezzi di **Borsa Italiana** ma, con la fine dell'obbligo di concentrazione degli scambi, in futuro sarà bene domandarsi se non sia il caso di tener conto anche dei prezzi di altre sedi di negoziazione», conclude Bonavittola.

Il ruolo dei dipendenti sarà centrale. A loro spetterà il compito di collocare gli aumenti. Ma, in una fase sindacale "caldissima", hanno parecchio da dire. Secondo Lando Sileoni, segretario generale della **Fabi**, «i vertici aziendali, oltre a battere cassa, devono indicare alla comunità finanziaria e al personale come intendono operare, con quali progetti, quali scelte, quali oneri. Crisi degli istituti e crollo dei titoli sono stati causati dalle difficoltà del sistema ma anche da errori del management. Penso a certi piani industriali che promettevano max dividendi ed enormi utili, rivelatisi illusori o fondati su operazioni che hanno indebolito la struttura patrimoniale. Penso ai rapporti troppo stretti con i propri azionisti. Siamo invitati a credere che gli aumenti siano necessari per lo sviluppo. Ma non possono essere il pretesto per indiscriminate operazioni sugli organici, puntellate manager traballanti o perpetuate. Cda preoccupati solo della propria salvaguardia».

Nicola Borzi
nicola.borzi@isole24ore.com
© RIPRODUZIONE RISERVATA

Intesa Sanpaolo. Prima mossa dal 2006

Il «sì» degli azionisti

L'OPERAZIONE E LE ATTESE

Valori al 17 aprile 2011

Corso titolo (€)	2,06	Roe proforma atteso 2013	11,5%
Aumento annunciato (mln €)	5.000	Core Tier1 atteso 2012 ex Basilea 3	10,0%
Numero azioni (mln)	12.782		

L'IMPATTO DELLO SCONTO SUGLI INDICI DI BILANCIO

Ipotesi di sconto % dell'aumento, valori in euro al 17/4/11

	Sconto			
	20%	30%	40%	70%
Ipotesi di prezzo dell'aumento	1,65	1,44	1,24	0,62
Tangible Book value per azione atteso 2011	2,19	2,13	2,06	1,66
EPS normalizzato atteso 2012	0,25	0,25	0,24	0,19

Fonte: dati aziendali, Reuters e Citi Investment Research and Analysis

L'aumento di capitale di **Intesa Sanpaolo**, il primo dopo quello da 3 miliardi al servizio della fusione del 2007, ha fatto il pieno di «sì» dalle Fondazioni: **Carlipo**, **Compagnia Sanpaolo** e **Carisbo** hanno già dato il loro *placet*. Secondo l'analisi di Citi, pubblicata il 17 aprile, l'operazione da 5 miliardi porterà sì il *core tier 1* al 10% ma avrà anche l'effetto di ridurre la redditività: il *tangible RoE* calerà all'11,5% circa nel

2013, un punto e mezzo in meno delle attese pre-aumento, situate al 13% circa.

Ma non tutti gli analisti ritengono che da sola l'operazione sarà sufficiente a raggiungere gli obiettivi regolamentari di Basilea 3. Secondo uno studio del 10 aprile di **Ubs Investment Research**, anche dopo l'operazione a **Intesa Sanpaolo** mancheranno ancora circa 1,1 miliardi di capitale per toccare la soglia del 10% di *core tier 1*.

Ubi. Un miliardo entro l'estate

Garantisce Mediobanca

L'OPERAZIONE E LE ATTESE

Valori al 17 aprile 2011

Corso titolo (€)	5,74	Roe proforma atteso 2013	9,0%
Aumento annunciato (mln €)	1.000	Core Tier1 atteso 2012 ex Basilea 3*	8,0%
Numero azioni (mln)	639		

*Pre conversione

L'IMPATTO DELLO SCONTO SUGLI INDICI DI BILANCIO

Ipotesi di sconto % dell'aumento, valori in euro al 17/4/11

	Sconto			
	20%	30%	40%	70%
Ipotesi di prezzo dell'aumento	4,59	4,02	3,44	1,72
Tangible Book value per azione atteso 2011	7,88	7,61	7,27	5,54
EPS normalizzato atteso 2012	0,61	0,59	0,56	0,43

Fonte: dati aziendali, Reuters e Citi Investment Research and Analysis

L'aumento di capitale da un miliardo annunciato da **Ubi** il 28 marzo sarà offerto a breve, entro l'estate, ad azionisti e portatori del bond convertibile 2009-13. Il collocamento, garantito da **Mediobanca**, scatterà dunque nell'imminenza del nuovo piano industriale per alzare il *core tier 1* di 106 punti base che, sui dati 2010, crescerebbe all'8,01%. Secondo **Citi**, però, il *RoE*

pro-forma atteso per il 2013 scenderà al 9% circa rispetto al 10% atteso prima dell'operazione.

Lo studio del 10 aprile di **Ubs Investment Research** calcolava in 1,87 miliardi la necessità di capitale complessiva. Al netto dell'aumento, dunque, il contributo della generazione di capitale interna sarà quindi necessario per raggiungere gli obiettivi regolamentari.

Banca Mps. Maxioperazione per Siena

Fondazione in affanno

L'OPERAZIONE E LE ATTESE

Valori al 17 aprile 2011

Corso titolo (€)	0,88	Roe proforma atteso 2013	9,4%
Aumento ipotetico (mln €)*	2.471	Core Tier1 atteso 2012 ex Basilea 3	8,7%
Numero azioni (mln)	6.720		

*Ipotesi buy back totale titoli convertibili Fresh ex aumento 2008 riservato JP Morgan

L'IMPATTO DELLO SCONTO SUGLI INDICI DI BILANCIO

Ipotesi di sconto % dell'aumento, valori in euro al 17/4/11

	Sconto			
	30%	40%	50%	70%
Ipotesi di prezzo dell'aumento	0,62	0,53	0,44	0,28
Tangible Book value per azione atteso 2011	0,98	0,92	0,85	0,65
EPS normalizzato atteso 2012	0,09	0,08	0,08	0,07

Fonte: dati aziendali, Reuters e Citi Investment Research and Analysis

Tra tutte le operazioni in vista, quella di **Monte dei Paschi** è la più complessa. La Fondazione di controllo è in affanno sul fronte patrimoniale ma non vuol perdere il proprio ruolo, alle prese con corpose minusvalenze: giovedì il titolo ha chiuso a 90 centesimi, l'ultimo aumento del 2008, che vedeva già uno sconto del 40% sui corsi dell'epoca, era a 1,5 euro. Di più: la banca dovrà occuparsi

del *buy back* di circa mezzo miliardo della quota restante di titoli "fresh" offerti tre anni o sono a **JP Morgan**.

Ma, secondo **Citi**, con l'aumento il *RoE* atteso al 2013 scenderà dal 10 al 9,5% circa. Non basta: secondo **Ubs Investment Research** anche nel caso di un aumento da 2,5 miliardi, al capitale di **Bm**ps ne mancherebbero ancora 1,3 per raggiungere un *core tier 1* del 10% a fine 2011.