

Senato della Repubblica  
6<sup>a</sup> Commissione (Finanze e Tesoro)

**Indagine conoscitiva per l'istruttoria legislativa  
sul disegno di legge n. 1188**

Audizione del Governatore della Banca d'Italia

Ignazio Visco

con riferimento alle norme relative al capitale della Banca d'Italia

Roma, 12 dicembre 2013

## **1. L'aggiornamento del capitale della Banca d'Italia**

La Banca d'Italia venne costituita nel 1893 con alcune caratteristiche della società anonima (per esempio, la partecipazione al capitale di soci privati), ma già con l'anima di un ente di diritto pubblico (il suo Statuto era approvato con decreto reale e le operazioni che poteva compiere erano dunque quelle stabilite dallo Stato). Nel 1928 fecero il loro ingresso nel capitale le casse di risparmio. Nel 1936, mantenendo una struttura proprietaria di tipo privatistico, i partecipanti al capitale divennero quasi interamente pubblici, per effetto sia delle statalizzazioni seguite alla crisi, sia di un nuovo Statuto, che riservava solo a enti pubblici o di rilevanza pubblica le quote di partecipazione. Nell'immediato dopoguerra (1948), per tener conto della forte svalutazione del capitale per via dell'inflazione del periodo bellico, i diritti patrimoniali dei partecipanti vennero ridefiniti.

A seguito dei processi di privatizzazione degli enti creditizi pubblici che hanno avuto luogo negli anni novanta, i partecipanti al capitale della Banca hanno assunto in prevalenza natura privatistica. Ma è bene precisare subito che, nell'assetto attuale, i diritti dei partecipanti – banche, imprese di assicurazione e istituti di previdenza e assistenza – non consentono di influire sulle numerose attività istituzionali svolte dalla Banca d'Italia, prime fra tutte la politica monetaria e la vigilanza bancaria e finanziaria.

Il divieto, per i partecipanti e gli organi da essi eletti, di influire sulle decisioni che riguardano le attività istituzionali della Banca d'Italia è stabilito da norme europee e nazionali e scrupolosamente osservato nella prassi<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> L'indipendenza della Banca è assicurata a livello europeo dall'art. 130 del TFUE e dall'art. 7 dello Statuto SEBCE/BCE, per quanto riguarda le funzioni di banca centrale, nonché dall'art. 19 del recente Regolamento UE n. 1024/2013 relativo al meccanismo unico di vigilanza nazionale. Nel nostro ordinamento il principio di indipendenza è ribadito dall'art. 19, comma 3 della legge sulla tutela del risparmio (n. 262/2005) e, con specifico riferimento alla non ingerenza dei partecipanti al capitale e del Consiglio superiore da essi eletto per quanto attiene alle funzioni di vigilanza, dal d.lgcps n. 691 del 1947, i cui contenuti sono ribaditi dal dl n. 133/2013. Tali regole sono riprese all'art. 1 dello Statuto della Banca d'Italia.

I diritti dei partecipanti diversi da quelli di natura patrimoniale – circoscritti all'esercizio di funzioni amministrative, di controllo e di vaglio gestionale – riguardano l'approvazione del bilancio e l'elezione dei membri del Consiglio superiore. Questi ultimi sono scelti fra personalità indipendenti e non possono essere espressione degli organi delle banche. Essi non forniscono indicazioni al Governatore e al Direttorio circa l'esercizio delle responsabilità istituzionali; in particolare, non discutono né ricevono informazioni circa le questioni di vigilanza.

Il capitale della Banca, fissato nel 1936 in 300 milioni di lire, corrispondenti oggi a 156 mila euro, costituisce un importo irrisorio rispetto alle attuali dimensioni del bilancio e delle riserve; il suo aggiornamento corrisponde a una sollecitazione del Ministero dell'Economia e delle Finanze dello scorso mese di settembre. La questione del valore del capitale non poteva essere risolta autonomamente dallo Stato, che può esprimersi sul capitale della banca centrale solo confrontandosi con essa, per rispetto del principio di indipendenza, espressamente riconosciuto anche dalla Banca Centrale Europea, nel parere rilasciato nell'ottobre del 2005 con riferimento all'ultima riforma dello Statuto della Banca.

La Banca ha effettuato la sua analisi tenendo presente che il modello basato sulla proprietà privata del capitale e la struttura di *governance* che ne è conseguita non hanno messo a rischio la piena indipendenza dell'Istituto. Le nostre valutazioni sono state condivise con un gruppo di esperti di alto livello, scelti per le loro indiscusse caratteristiche di indipendenza, imparzialità di giudizio ed elevata competenza nelle discipline riguardanti la finanza, l'assetto istituzionale dell'Eurosistema e la legislazione italiana e comunitaria. Gli esperti hanno concordato sulla validità dei metodi analitici adottati e sulla congruità dei risultati.

Il documento che la Banca ha rassegnato al Ministero dell'Economia è stato pubblicato sul sito del Ministero e su quello della Banca d'Italia; è qui allegato in appendice. In estrema sintesi, due sono le motivazioni alla base della riforma.

In primo luogo, si è osservata una crescita significativa – a seguito dei processi di concentrazione avvenuti a partire dagli anni Novanta – della percentuale del capitale della Banca d'Italia detenuta dai principali gruppi bancari. Una tale evoluzione ha generato la percezione – erronea, ma persistente – che la Banca possa essere influenzata dai suoi quotisti nell'esercizio delle funzioni istituzionali. Questa percezione è sbagliata: le leggi esistenti e lo Statuto circoscrivono infatti nettamente i diritti dei partecipanti, stabilendo limiti ai loro diritti di voto e la non ingerenza degli organi da essi espressi nelle funzioni istituzionali della Banca. Resta però un problema di

comunicazione e di immagine, la cui risoluzione va ricercata sotto il vincolo di mantenere una *governance* capace di assicurare nel tempo l'indipendenza dell'Istituto.

In secondo luogo, occorre eliminare ogni dubbio sulla reale estensione dei diritti economici dei partecipanti. Le norme dello Statuto che attualmente disciplinano la distribuzione degli utili sono del tutto peculiari nel panorama delle banche centrali e lasciano un ampio spazio tra l'ammontare dei dividendi effettivamente distribuiti e quelli potenzialmente distribuibili. Lo Statuto, infatti, assegna agli azionisti, oltre al dividendo a valere sul capitale (una cifra oggi del tutto simbolica, 15.600 euro in tutto), un'ulteriore somma che può arrivare fino al 4 per cento delle riserve statutarie, il cui importo sfiora oggi i 15 miliardi di euro; negli ultimi anni, è stata assegnata ai partecipanti una somma corrispondente allo 0,5 per cento delle riserve (70 milioni nel 2012). L'ammontare di questa seconda componente è cresciuto nel tempo per l'accantonamento – stabilito dallo Statuto rivisto dopo il decreto del 1948 – di utili netti di esercizio (entro il limite del 40 per cento) e dei frutti degli investimenti delle riserve stesse (a valere sui quali viene definito il dividendo aggiuntivo): di conseguenza, è aumentato anche l'importo dei dividendi potenzialmente distribuibili ai partecipanti. Poiché gli investimenti e gli utili di bilancio continueranno ad accrescere le riserve nel futuro, l'attuale disciplina della remunerazione delle quote porterà ulteriori aumenti degli importi distribuibili, a cui oggi non viene fissato nessun limite massimo.

L'ambiguità sui diritti economici dei partecipanti si è trasmessa al valore delle quote, inducendo alcuni a ritenere che i partecipanti potessero vantare diritti sulla totalità delle riserve della Banca. Una tale interpretazione è chiaramente da escludere, perché la maggior parte dei redditi e del patrimonio della Banca derivano dal potere di emissione delle banconote, assegnato per legge alla Banca d'Italia in regime di monopolio. È il risultato del cosiddetto signoraggio<sup>2</sup>, il cui ultimo beneficiario non può essere che lo Stato italiano.

L'incertezza circa i diritti dei partecipanti e quindi l'effettivo valore delle quote è riscontrabile sia nell'ampio ventaglio di valori attribuiti dalle banche partecipanti, sia nelle valutazioni espresse in passato e più recentemente sulla stampa. Le quote sono iscritte nei bilanci dei partecipanti per importi molto diversi, corrispondenti a valori del capitale complessivo compresi tra 156.000 euro e oltre 20 miliardi, importo quest'ultimo pari alla totalità delle riserve della Banca d'Italia. Assai ampio risulta anche l'intervallo delle stime circolate sui mezzi di comunicazione.

---

<sup>2</sup> Nell'ambito dell'Unione monetaria, il signoraggio deriva, direttamente e indirettamente, dal meccanismo di distribuzione del reddito monetario previsto dallo Statuto SEBC/BCE, che assegna alla Banca d'Italia una quota del reddito complessivo spettante alle banche centrali dell'Eurosistema per effetto dell'immissione in circolazione dell'euro e delle operazioni di politica monetaria.

## 2. Riferimenti internazionali

La natura giuridica delle banche centrali si è definita nel corso del tempo in relazione alle specificità dei contesti istituzionali di riferimento. L'esperienza internazionale evidenzia tuttavia approcci simili circa i diritti di *governance* ed economici dei partecipanti, pur nel rispetto delle differenze rivenienti dalle caratteristiche dei singoli ordinamenti.

La presenza di soggetti privati, in particolare di banche, nel capitale della banca centrale è tutt'altro che sconosciuta nei paesi avanzati; sono diversi i casi di banche centrali che, a prescindere dalla natura giuridica, adottano la forma societaria e presentano strutture proprietarie che registrano la partecipazione, variamente combinata, di soggetti privati e pubblici (tra queste, Belgio, Giappone, Grecia, Stati Uniti e Svizzera).

Inoltre, i titoli rappresentativi del capitale vengono talvolta a connotarsi per una serie di caratteristiche (quotazione in borsa, negoziabilità senza limiti o controlli formali da parte della banca centrale) che li assimilano a quelli delle ordinarie società di capitali, ferma restando la generalizzata impossibilità per gli azionisti di interferire nelle tradizionali attività istituzionali (politica monetaria, vigilanza bancaria e finanziaria, emissione di banconote, ecc.).

Di norma, i titoli circolano liberamente o sono addirittura quotati in borsa; fanno eccezione gli Stati Uniti, ove i titoli partecipativi facenti capo alle banche commerciali, azioniste delle 12 Federal Reserve Banks regionali, non possono essere ceduti né costituire oggetto di azioni espropriative.

Per le banche centrali di Belgio e Grecia non operano limiti alla detenzione di azioni da parte di soggetti privati; esse riconoscono espressamente il diritto a soggetti stranieri di sottoscrivere il capitale sociale, limitando tuttavia (in Grecia) la possibilità di intervenire in assemblea e di esercitare il diritto di voto.

Circa i diritti economici dei partecipanti privati, i diversi sistemi contemplano, in modo generalizzato, il riconoscimento di dividendi, a valere sull'utile di esercizio, pari a una percentuale del capitale sociale (sino al 6 per cento in Belgio, al 5 in Giappone, al 12 in Grecia, al 6 negli Stati Uniti e in Svizzera). Al dividendo si aggiunge l'eventuale riconoscimento di quote aggiuntive di utile (Belgio, Grecia) in relazione ai risultati di bilancio conseguiti.

### 3. Il nuovo assetto della partecipazione al capitale

Un elemento centrale del decreto legge n. 133 del 30 novembre scorso è costituito dalle norme volte a determinare una equilibrata e diffusa proprietà delle quote rappresentative del capitale, per superare la già menzionata concentrazione formatasi negli ultimi anni.

Viene anzitutto abrogata espressamente la norma della legge 262 del 2005 che aveva previsto il trasferimento allo Stato della proprietà del capitale della Banca. Questa norma non ha mai trovato attuazione, riflettendo le incertezze per il contenuto e l'estensione dei diritti economici dei partecipanti al capitale, oggetto del possibile trasferimento a soggetti pubblici, e per gli effetti che un profondo mutamento dell'assetto proprietario e di *governance* della Banca avrebbe potuto avere sull'indipendenza e sull'autonomia dell'Istituto.

L'intervento legislativo opera su tre piani.

In primo luogo, viene rivista e allargata la platea di soggetti che possono acquistare le quote. Sono confermate le categorie già ammesse dalla legislazione vigente, come le fondazioni di origine bancaria e gli enti e istituti di previdenza e assicurazione che detengono già le quote; si precisa il diritto all'acquisto da parte di tutte le banche italiane. È prevista la partecipazione di altre categorie di investitori istituzionali, sottoposti a regimi di vigilanza, che possono esser attratti, nella loro strategia di investimento di lungo periodo, dall'acquisto di quote: le assicurazioni e i fondi pensione.

Il decreto consente l'acquisto di quote della Banca d'Italia anche ai soggetti europei appartenenti alle categorie citate, che nei rispettivi ordinamenti siano sottoposti a regimi di vigilanza equivalenti a quello italiano, sulla base delle norme europee. La decisione politica di aprire il capitale della Banca a soggetti di altri Paesi dell'Unione non contrasta con la collocazione dell'Istituto nella *governance* economica europea. Restano ferme la non ingerenza dei partecipanti negli affari istituzionali stabilita dalla legge nazionale in conformità con i Trattati Europei, nonché la delimitazione dei loro diritti patrimoniali che il decreto legge precisa e circoscrive.

Un secondo importante elemento è rappresentato dal regime di circolazione delle quote, che va valutato congiuntamente con l'introduzione di un limite massimo (stabilito dal decreto nel 5 per cento) alla quota del capitale della Banca detenibile da ciascun soggetto o gruppo (in forma sia diretta sia indiretta). Il decreto legge prevede l'abrogazione della clausola di gradimento ora contenuta nello Statuto della Banca d'Italia che, nell'attuale formulazione, si basa su valutazioni ampiamente discrezionali; resta fermo il controllo sull'appartenenza degli acquirenti alle categorie ammesse alla partecipazione.

A questo riguardo, in attuazione della previsione legislativa, la bozza del nuovo Statuto della Banca (per il quale è iniziato l'iter di approvazione) prevede un vaglio del Consiglio superiore sui requisiti di onorabilità che i vari ordinamenti di appartenenza prevedono per esponenti e compagine sociale dei potenziali acquirenti, siano questi italiani o europei.

Il decreto ribadisce che i membri del Consiglio superiore dovranno essere dotati di indipendenza dal potere politico, dalla Pubblica Amministrazione e dai soggetti vigilati, prevedendo che lo Statuto chiarisca ulteriori requisiti di onorabilità e professionalità e l'assenza di posizioni di conflitto. Viene prefigurato quindi un comitato nomine a cui verrà affidato il compito di selezionare la lista di candidati in possesso dei prescritti requisiti da sottoporre per l'elezione alle assemblee presso le sedi della Banca.

Il decreto prevede infine che la Banca d'Italia possa favorire l'equilibrata distribuzione delle quote, con riferimento anche all'attuale situazione di elevata concentrazione della proprietà. A tale scopo è consentito il riacquisto temporaneo di quote, finalizzato al loro collocamento presso altri investitori in condizioni di piena trasparenza e di parità di trattamento. Il nuovo Statuto terrà conto di queste indicazioni.

Nella storia del nostro paese l'attuale forma di governo della Banca d'Italia ha assicurato l'autonomia, l'indipendenza e l'autorevolezza dell'Istituto, sia all'interno sia sul piano internazionale. Tale assetto viene preservato e salvaguardato dalla riforma; ne risulta rafforzato a seguito del superamento delle incertezze del precedente quadro normativo. I poteri dell'Assemblea dei partecipanti rimangono opportunamente circoscritti alla nomina dei membri del Consiglio superiore, del Collegio sindacale e all'approvazione del bilancio. Al Consiglio superiore restano assegnati l'amministrazione generale, il vaglio sulla gestione e sui controlli interni della Banca. All'uno e all'altro organo è espressamente preclusa ogni ingerenza nelle materie relative all'esercizio delle funzioni pubbliche attribuite alla Banca per il perseguimento delle finalità istituzionali.

Rimane anche invariato il sistema di controllo, articolato su tre distinti livelli, espressi dal Consiglio superiore, del quale ho appena ricordato i compiti, dal Collegio sindacale e dal revisore esterno, secondo i principi stabiliti dallo Statuto del SEBC/BCE.

La riforma prevede un aumento gratuito del capitale della Banca, tramite trasferimento a capitale di parte delle riserve statutarie, e una modifica delle norme sulla distribuzione degli utili. Viene stabilito un tetto massimo ai dividendi rapportato esclusivamente all'entità del capitale, abrogando la norma sulla distribuzione di somme ulteriori commisurate alle riserve. In questo modo, si eliminano gli elementi di

ambiguità che ho prima ricordato e si rende la disciplina della distribuzione degli utili simile a quella di altre banche centrali al cui capitale partecipano soggetti privati.

Il decreto fissa un tetto massimo ai dividendi, pari al 6 per cento del capitale. Poiché questo viene portato a 7,5 miliardi, l'ammontare massimo dei dividendi distribuibili ai partecipanti è di 450 milioni di euro. Rispetto alla situazione attuale, si passa da un dividendo ridotto, ma crescente indefinitamente negli anni futuri, a uno oggi più elevato ma soggetto a un tetto fisso nel tempo, mantenendo l'equivalenza tra il valore attuale dei due flussi di pagamenti.

Ovviamente i dividendi conservano la natura di reddito da capitale di rischio; le quote non possono essere infatti assimilate a obbligazioni emesse dalla Banca d'Italia: esse rappresentano diritti di partecipazione agli utili, nella misura massima del 6 per cento del nuovo capitale.

Restano validi tutti i presidi volti a rafforzare il patrimonio, come espressamente previsto dal decreto. Il patrimonio della Banca d'Italia è infatti un patrimonio della collettività. In prima istanza, esso costituisce lo strumento necessario a fronteggiare i rischi, potenzialmente anche molto elevati, in cui la Banca può incorrere nello svolgimento delle sue attività istituzionali. Esso tutela la credibilità e l'indipendenza finanziaria della banca centrale che, se minacciate, possono compromettere la capacità di raggiungere gli obiettivi istituzionali, in particolare il mantenimento della stabilità monetaria e finanziaria. Le risorse della Banca contribuiscono al benessere collettivo.

La riforma chiarisce, al di là di ogni ragionevole dubbio, che i diritti economici dei partecipanti sono limitati al capitale e non riguardano nessun'altra componente del patrimonio della Banca, neanche le riserve statutarie. Non ne esce intaccato l'ordine di ripartizione dell'utile, previsto dallo Statuto, che prevede l'accantonamento a riserva di una percentuale massima del 40 per cento, l'assegnazione del dividendo ai partecipanti e l'attribuzione della quota che residua allo Stato.

#### **4. Il metodo utilizzato per la stima del valore delle quote**

La stima del valore delle quote è stata ispirata da un principio di neutralità distributiva, essendo stata calibrata in modo da lasciarne invariato il valore effettivo in termini finanziari (il cosiddetto valore attuale).

Per ottenere un tale risultato è stato innanzitutto necessario stimare il valore delle quote come configurate prima della riforma. I risultati delle analisi dei nostri Uffici, descritte in dettaglio



nel documento a cui ho fatto riferimento in precedenza, indicano un valore compreso in un intervallo tra i 5 e i 7,5 miliardi di euro: un intervallo relativamente ampio in relazione alla peculiare natura delle quote, ma inferiore a quello di stime utilizzate dalle banche nella redazione dei bilanci o circolate nei mezzi di informazione.

Un punto fondamentale da chiarire è che la stima non riguarda il valore della Banca nel suo complesso, ma soltanto quello delle quote di partecipazione al capitale. A differenza del caso di una società per azioni, per la Banca d'Italia i due valori sono profondamente diversi a causa della limitazione dei diritti economici dei partecipanti che, come si è visto, è disposta dalle norme di legge e dallo Statuto. Il valore della Banca è ovviamente maggiore di 7,5 miliardi; basti pensare che a fine 2012 le riserve iscritte in bilancio ammontavano a oltre 23 miliardi di euro.

Per valutare le quote, si è stimato il valore attuale (in termini finanziari) dei dividendi futuri per i partecipanti, in linea con il principio secondo cui il valore di un'attività dipende dai flussi di cassa che essa è in grado di generare, opportunamente attualizzati. I parametri impiegati per ottenere le stime sono molteplici e non sempre facili da determinare. All'incertezza che contraddistingue sempre i modelli di valutazione di un'azienda, si aggiungono le difficoltà di valutare uno strumento del tutto peculiare come le quote del capitale della banca centrale.

Due sono state le ipotesi utilizzate. La prima riguarda la crescita attesa dei dividendi: come ho già detto, nell'attuale regime questa dipende dalla crescita delle riserve, ma potrebbe essere influenzata da cambiamenti nei criteri di remunerazione: negli ultimi anni è stato distribuito ai partecipanti lo 0,5 per cento delle riserve, rispetto al massimo del 4 per cento consentito dallo Statuto. La stima è stata effettuata prefigurando un tasso di crescita dei dividendi pari a quello osservato negli ultimi dieci anni (5 per cento), fatto convergere nel tempo a un tasso di crescita del PIL nominale ipotizzato pari, nel lungo periodo, al 3 per cento.

La seconda ipotesi è che le quote (e i relativi dividendi) siano uno strumento di capitale con rischio inferiore a quello delle azioni (e dei dividendi) di una normale società privata; pertanto, il tasso utilizzato per scontare i dividendi futuri è, nel caso della Banca, più contenuto di quello mediamente applicabile a una normale società.

A causa della difficoltà di stimare il valore di un'impresa, nella pratica di mercato il metodo appena descritto (*dividend discount model*) è solitamente affiancato ad altre valutazioni, quali ad esempio quelle basate sui cosiddetti "metodi patrimoniali". Nel caso della Banca d'Italia quest'ultimo tipo di valutazioni è particolarmente arduo, in quanto il patrimonio, come si è visto,

deriva soprattutto dallo svolgimento di una funzione pubblica, i cui proventi certamente non spettano ai partecipanti. L'utilizzo del "metodo patrimoniale" si tradurrebbe pertanto nell'assegnare risorse pubbliche a partecipanti privati. Anche il metodo dei "multipli di mercato", che fa riferimento a società quotate paragonabili o a operazioni simili avvenute sul mercato, risulta di difficile applicazione alle quote della Banca d'Italia, che non hanno diretto riscontro in altri strumenti finanziari.

Al fine di verificare la congruità del valore riconosciuto ai partecipanti, si è preso pertanto a riferimento il valore dei dividendi supplementari che, in base all'attuale disciplina statutaria, avrebbero potuto essere trasferiti ai partecipanti nel corso degli anni e che invece sono stati accantonati tra le riserve della Banca d'Italia. Applicando un tale approccio si ottiene un valore, di poco superiore ai 7 miliardi di euro, non discosto dal margine superiore dell'intervallo individuato con il metodo finanziario.

## **5. Profili di vigilanza**

Attualmente, la partecipazione nella Banca d'Italia è ripartita tra intermediari bancari, assicurativi ed enti previdenziali. Le quote sono particolarmente elevate per i gruppi IntesaSanPaolo (42,4%) e Unicredit (22,1%), mentre quelle delle altre banche sono generalmente inferiori al 5%; il 15,5% delle partecipazioni fa capo a soggetti non bancari, fra cui le Assicurazioni Generali e l'INPS, rispettivamente, con il 6,3 e il 5%. Le valorizzazioni delle quote (300.000 in totale) effettuate dai singoli intermediari variano tra da un minimo di 0,52 euro a un massimo di 73.764 euro.

La vigente disciplina prudenziale prevede che le rivalutazioni delle quote del capitale della Banca d'Italia effettuate nel tempo dalle banche siano escluse dal calcolo del patrimonio di vigilanza (vi è pertanto un vero e proprio "filtro prudenziale"). Tale norma non è di derivazione europea; si tratta di una disciplina introdotta dalla Vigilanza per rendere indisponibile, ai fini di vigilanza e fino al momento dell'eventuale effettivo realizzo, la parte di patrimonio investita nel capitale della Banca d'Italia. Ciò in quanto sulla base delle attuali regole la partecipazione è priva di un vero e proprio mercato, essendo soggetta a limitazioni sulla trasferibilità e a incertezze sul valore effettivamente realizzabile, anche perché, come ho ricordato, non è chiara la delimitazione dei diritti patrimoniali dei partecipanti. Essa non risulta pertanto idonea a essere inclusa nel patrimonio di

vigilanza, che deve assicurare la copertura delle perdite in ogni circostanza, anche in quella, estrema, della chiusura dell'intermediario e della liquidazione degli attivi.

La chiarezza sugli aspetti patrimoniali e le nuove regole sulla trasferibilità delle quote che sarebbero introdotte dal decreto legge consentirebbero di rimuovere il filtro prudenziale e di includere le partecipazioni nel capitale della Banca d'Italia nel calcolo del capitale delle banche. Voglio sottolineare che tale mutamento scaturirebbe dal cambiamento che interverrebbe nella natura delle quote della Banca d'Italia e non da una modifica delle nostre norme di vigilanza, che rimarrebbero invariate.

Anche dopo tale cambiamento, l'impatto sul patrimonio delle banche dipenderà dal trattamento contabile delle quote. Infatti, un regime prudenziale differenziato a seconda del portafoglio contabile nel quale sono collocate le partecipazioni nel capitale della Banca d'Italia si applicherà a partire dal 1° gennaio 2014, con l'entrata in vigore del Regolamento (UE) n. 575/2013 (CRR), che sarà direttamente applicabile nel nostro ordinamento.

In questo nuovo scenario normativo, se la partecipazione sarà classificata, come un nuovo strumento finanziario, tra le attività valutate al *fair value* con impatto in conto economico (ad esempio, attività detenute con finalità di negoziazione), le plusvalenze conseguite e non realizzate potranno essere incluse al 100% nel *common equity tier 1* (c.d. CET1).

Qualora invece la partecipazione fosse classificata nel portafoglio "attività finanziarie disponibili per la vendita", tale inclusione sarebbe soggetta alle disposizioni del regime transitorio (che termina alla fine del 2017). In particolare, per l'esercizio 2014 le plusvalenze conseguite e non realizzate sarebbero interamente escluse dal CET1; per gli esercizi successivi, le autorità competenti hanno la possibilità di includerle interamente nel CET 1 a partire dal 2015: ciò comporta l'obbligo di includere, a partire da quella data, anche il 100% delle minusvalenze conseguite e non realizzate.

## **6. Le funzioni della Banca d'Italia nel contesto nazionale ed europeo**

Il provvedimento riafferma la natura di istituto di diritto pubblico della Banca d'Italia e ne precisa la qualifica di banca centrale nazionale (BCN), parte integrante del Sistema Europeo di Banche Centrali e autorità nazionale competente nel meccanismo di vigilanza unico costituito con il Regolamento emanato dal Consiglio dell'Unione Europea nello scorso mese di ottobre.

Questa previsione non è meramente dichiarativa di una situazione di fatto; merita un approfondimento, anche alla luce della chiara enunciazione dell'indipendenza della Banca nell'esercizio dei suoi poteri e nella gestione delle sue finanze operata dal decreto.

Tendono, infatti, a diffondersi opinioni secondo cui l'integrazione nel contesto europeo e la creazione della Banca Centrale Europea avrebbero comportato una drastica riduzione delle funzioni della banca centrale nazionale nel campo della politica monetaria, relegandola a compiti di carattere prettamente esecutivo. Sempre secondo questa linea di pensiero, al venir meno della responsabilità primaria di vigilanza sulle banche più rilevanti, attribuita alla BCE, conseguirebbe una notevole diminuzione anche dell'attività svolta dalla Banca nel settore della supervisione e del controllo sulla finanza.

Si tratta di orientamenti infondati, basati su un'interpretazione semplicistica e riduttiva del quadro istituzionale europeo, che non tengono conto dell'esperienza maturata in questi anni e dell'effettivo carico – attuale e prospettico – di responsabilità e di funzioni che fa capo, nell'assetto della politica monetaria e della vigilanza europea, alla Banca d'Italia.

Nel campo della politica monetaria, le decisioni della BCE vengono prese dal Consiglio Direttivo, formato dai Governatori di tutte le banche centrali nazionali. In queste ultime, le riunioni del Consiglio Direttivo (di norma due al mese) sono precedute da un indispensabile lavoro di analisi economico-finanziaria e di rilevazione statistica sull'andamento delle economie e dei circuiti finanziari dell'area euro; ad esso si aggiunge quello operativo, interamente delegato alle banche centrali nazionali, che richiede di effettuare calibrati interventi sui mercati. Questo lavoro di attuazione degli indirizzi di politica monetaria definisce il nucleo essenziale del *central banking*: si esprime nelle operazioni di rifinanziamento, nella valutazione delle garanzie prestate dalle banche per ottenere liquidità, non può essere svolto senza una conoscenza approfondita dei mercati e degli intermediari.

Nell'ambito della funzione monetaria rientrano inoltre la produzione fisica e la distribuzione delle banconote: il nostro stabilimento provvede a stampare circa il 18 per cento della moneta cartacea in circolazione (percentuale corrispondente alla quota di partecipazione della Banca nel capitale della BCE). La Banca d'Italia coniuga questa attività con una intensa vigilanza sulla circolazione della moneta cartacea, volta a contrastare la contraffazione e a sorvegliare le società specializzate nella distribuzione del contante.

Un ramo di attività istituzionale della Banca d'Italia, anch'esso correlato strettamente con le funzioni dell'Eurosistema, riguarda la gestione e la sorveglianza sul sistema dei pagamenti, quell'insieme di piattaforme e infrastrutture tecnologiche attraverso le quali sono regolate le transazioni finanziarie nazionali ed europee.

La Banca gestisce direttamente, anche insieme con altre banche centrali, alcune di queste piattaforme e infrastrutture: è il caso del sistema Target2, che assicura i pagamenti di grossi importi in tempo reale, che la Banca ha costruito con le banche centrali di Francia e Germania e insieme con quest'ultima ne assicura la gestione e il funzionamento. Queste stesse banche centrali, in cooperazione con quella spagnola, sono impegnate nello sviluppo del sistema Target2 Securities, che metterà a disposizione degli operatori una piattaforma a tecnologia avanzata per il regolamento delle operazioni in titoli. Entrambi i sistemi citati rappresentano infrastrutture ad altissima affidabilità, che richiedono investimenti ingenti e di lungo periodo, sia di natura tecnica sia nelle risorse umane impiegate. Oltre a quelli transnazionali, la Banca gestisce e sorveglia i sistemi di pagamento nazionali.

La Banca d'Italia, inoltre, esercita attività di sorveglianza sui mercati che regolano le transazioni all'ingrosso (scambio di fondi fra banche, di titoli obbligazionari fra grandi investitori, compensazioni etc), gestiti da società specializzate (MTS, e-MID). Si tratta di attività non destinate a esaurire la loro ragion d'essere né a ridursi in termini quantitativi. A esse va aggiunto il servizio di tesoreria che la Banca presta a favore dello Stato, che non verrà meno anche in uno scenario di totale informatizzazione dell'operatività.

In materia di vigilanza, il *Single Supervisory Mechanism* prevede l'accentramento dei poteri presso un sistema composto dalla BCE e dalle autorità nazionali degli Stati membri. Con la piena collaborazione di queste ultime, la BCE vigilerà direttamente sulle banche considerate, in base a criteri dimensionali, "rilevanti". Al *Supervisory Board*, organismo incaricato di preparare le decisioni da sottoporre al Consiglio Direttivo della BCE, parteciperà un rappresentante per ogni autorità nazionale.

La Banca d'Italia, come autorità di vigilanza, non sarà più sola a decidere sulle grandi banche italiane; allo stesso tempo contribuirà a pieno titolo alle decisioni sulle grandi banche di tutti i paesi europei. Si tratta di un aspetto realmente importante, se si vuole costruire un vero mercato unico europeo dei servizi bancari.

Replicando il modello sperimentato positivamente per la politica monetaria, per consentire ai propri rappresentanti di contribuire in modo consapevole e incisivo al processo decisionale della vigilanza bancaria europea, ciascuna autorità nazionale dovrà produrre ed esaminare flussi informativi dettagliati, anche ampliando il perimetro di analisi al di fuori dei confini nazionali. Alcuni specifici atti rientranti nei procedimenti di vigilanza, ad esempio in tema di sanzioni, resteranno inoltre affidati alle autorità nazionali.

Oltre a questa attività di supporto alla supervisione accentrata presso la BCE, la Banca d'Italia continuerà a esercitare, ai sensi delle disposizioni delle leggi nazionali, la vigilanza sul resto del sistema bancario (circa 700 banche). Resteranno affidati alla vigilanza della Banca le società di intermediazione mobiliare e di gestione del risparmio, le società finanziarie, gli istituti di pagamento: una galassia di oltre 500 soggetti, su cui svolgere sia una sistematica attività di analisi aziendale sia controlli di natura autorizzativa e ispettiva sia interventi sanzionatori e di gestione delle crisi.

Non muteranno gli impegni nel campo della vigilanza assicurativa, che derivano dalla costituzione, a partire dal gennaio di quest'anno, di un rinnovato istituto di controllo sulle assicurazioni (IVASS) caratterizzato da uno stretto collegamento con la vigilanza bancaria e finanziaria. Esso è presieduto dal Direttore Generale della Banca d'Italia; i provvedimenti a rilevanza esterna che emana sono assegnati dalla legge alla competenza del Direttorio della Banca (integrato da due consiglieri dell'istituto), le cui strutture forniscono ampia collaborazione a quelle dell'IVASS nell'esercizio dei controlli e nella preparazione delle decisioni.

Rimarrà la piena ed esclusiva competenza in materia di tutela della trasparenza e della correttezza nei rapporti fra intermediari e clienti e continuerà l'assistenza ai collegi arbitrali per la risoluzione stragiudiziale delle controversie fra banche e clienti (Arbitro Bancario e Finanziario), sempre più apprezzata dal pubblico perché consente una composizione delle vertenze rapida ed economica.

Altra funzione confinante con la vigilanza, che impegna da tempo la Banca direttamente è l'antiriciclaggio. Per contrastare il fenomeno del riciclaggio, che mina l'integrità del sistema finanziario, e il finanziamento del terrorismo opera nell'ambito della Banca l'Unità di Informazione Finanziaria, organismo dotato di autonomia operativa, i cui compiti sono svolti avvalendosi delle risorse umane, finanziarie e tecnologiche della Banca stessa.

Cito per ultima l'attività di ricerca economica, che comprende le relazioni internazionali e la produzione statistica. Sono attività che formano il sostrato analitico alla funzione consulenziale svolta dalla Banca per il Governo e il Parlamento e ai rapporti intrattenuti con gli organismi internazionali (FMI, Banca Mondiale, OCSE, BRI etc.); associata a esse è quella di produzione di statistiche monetarie, bancarie, finanziarie, e di bilancia dei pagamenti, diffuse in apposite pubblicazioni. Sono, queste, attività essenziali per mantenere e rafforzare l'autorevolezza della Banca come produttrice di idee serie e dai solidi fondamenti all'interno dell'Eurosistema, dei suoi processi analitici e decisionali e nei numerosi contesti internazionali in cui si confronta.

A supporto di questi compiti esterni occorrono poi adeguate funzioni interne: queste si occupano dell'investimento delle attività della Banca, delle questioni legali, della gestione delle risorse umane, informatiche, tecniche, immobiliari.

Sull'insieme delle funzioni che esercita, la Banca assolve rigorosamente i propri obblighi di *accountability* e di trasparenza, intesa come dovere di informare sul merito delle decisioni assunte.

La Relazione annuale, presentata ogni anno all'Assemblea ordinaria dei partecipanti, fornisce un dettagliato resoconto delle condizioni economico-finanziarie del paese e degli scenari internazionali, nonché delle decisioni di politica monetaria dell'Eurosistema e delle altre attività istituzionali e riporta la situazione di bilancio dell'Istituto. Oltre che con essa, la Banca rende pubblico il proprio operato, in ossequio alla legge sul risparmio del 2005, con la trasmissione al Parlamento e al Governo di una Relazione in cui si dà conto dell'utilizzo delle risorse in rapporto alla attività svolte e dei risultati conseguiti.

*ALLEGATO*





## UN AGGIORNAMENTO DEL VALORE DELLE QUOTE DI CAPITALE DELLA BANCA D'ITALIA<sup>1</sup>

### 1. Premessa

La partecipazione al capitale della Banca d'Italia è disciplinata dalla legge e dallo statuto della Banca stessa, che stabiliscono i diritti, economici e di governance, degli azionisti. Nell'assetto attuale, i diritti dei partecipanti - banche, imprese di assicurazione e istituti di previdenza e assistenza (cfr. Allegato 1) - sono soggetti a limitazioni e, soprattutto, non consentono di influire sulle attività istituzionali, quali la vigilanza bancaria e finanziaria e la politica monetaria.

Il modello caratterizzato da una proprietà privata del capitale va preservato: l'assetto proprietario e la struttura di *governance* hanno garantito per decenni la piena indipendenza della Banca d'Italia. Inoltre, anche in altri importanti paesi, quali gli Stati Uniti<sup>2</sup>, la proprietà della banca centrale fa capo a istituti finanziari privati (in particolare, banche commerciali).

L'assetto azionario della Banca va però rivisto, per almeno tre ragioni. In primo luogo, i processi di concentrazione avvenuti negli ultimi anni hanno accresciuto la percentuale del capitale della Banca detenuta dai gruppi bancari di maggiori dimensioni. Ciò non ha creato problemi di sostanza, grazie alle norme che limitano i diritti dei partecipanti, ma è necessario evitare la possibile (erronea) percezione che la Banca possa essere influenzata dai suoi maggiori azionisti.

In secondo luogo, occorre evitare che si dispieghino gli effetti negativi della legge n. 262 del 2005, mai attuata, che contempla un possibile trasferimento allo Stato della proprietà del capitale della Banca. L'equilibrio che per anni ha assicurato l'indipendenza dell'Istituto, preservandone la capacità di resistere alle pressioni politiche, non va alterato.

In terzo luogo, è necessario modificare le norme che disciplinano la struttura proprietaria per chiarire che i partecipanti non hanno diritti economici sulla parte delle riserve della Banca riveniente dal signoraggio, poiché quest'ultimo deriva esclusivamente dall'esercizio di una funzione pubblica (l'emissione di banconote) attribuita per legge alla banca centrale.

Ogni ambiguità su tale questione va rimossa, definendo con chiarezza i diritti economici dei partecipanti e allineando le norme che regolano la distribuzione degli utili a quelle adottate da altre banche centrali con azionisti privati (cfr. Allegato 2).

Il modo più ovvio per ridurre la concentrazione dei partecipanti al capitale della Banca consiste nell'introduzione di un limite massimo alla percentuale di quote detenibili da ciascun soggetto, ampliando al tempo stesso la base azionaria. A tal fine, le quote dovrebbero essere facilmente trasferibili e in grado di attrarre potenziali acquirenti (investitori istituzionali con un orizzonte di lungo periodo).

<sup>1</sup> Questo documento è stato redatto con l'ausilio del Comitato di esperti di alto livello formato dai professori Franco Gallo, Lucas Papademos e Andrea Sironi.

<sup>2</sup> Circa il 38% delle 8039 banche commerciali negli Stati Uniti ha lo status di azionista del Federal Reserve System; le banche commerciali a statuto federale ne fanno parte per legge.



Per raggiungere questi obiettivi è necessario: i) calcolare il valore corrente delle quote della Banca; ii) aumentare il valore del capitale della Banca (al momento puramente simbolico), trasferendo una parte di riserve a capitale; iii) attribuire ai partecipanti un flusso futuro di dividendi, il cui valore attuale netto sia pari al valore corrente stimato delle azioni della Banca (ponendo contemporaneamente fine a ogni eventuale pretesa sulle riserve statutarie); iv) fissare un limite massimo alla quota di capitale detenibile da una singola istituzione o gruppo, stabilendo un intervallo temporale entro il quale cedere obbligatoriamente le quote eccedenti.

## 2. Cenni storici sulla *governance*, sull'azionariato, sulla disciplina e le politiche di distribuzione dei dividendi della Banca d'Italia

L'assetto proprietario della Banca è stato disciplinato in larga parte nel 1936<sup>3</sup>, quando la Banca ha assunto la qualifica di istituto di diritto pubblico (prima aveva lo status di società di diritto privato). La legge bancaria del 1936 ha conservato numerose caratteristiche della precedente struttura societaria, quali l'Assemblea dei Partecipanti, un Consiglio Superiore nominato dai partecipanti stessi, un Collegio sindacale. La legge ha disciplinato anche le categorie di soggetti legittimati a detenere quote del capitale della Banca<sup>4</sup>.

I diritti di voto dei partecipanti sono soggetti a limitazione. Come già rilevato in precedenza, i partecipanti non possono influenzare le attività istituzionali della Banca, quali la vigilanza bancaria e l'attuazione della politica monetaria.

Per quanto riguarda i diritti economici, la situazione è la seguente. Il capitale sociale della Banca è stato fissato dalla legge del 1936 nell'equivalente di € 156.000 (300 milioni di lire dell'epoca), cifra divenuta col passare del tempo puramente simbolica. Negli anni la Banca ha costituito riserve aggiuntive, attualmente pari a € 23 miliardi. Buona parte di tale importo (15 miliardi) è costituita da riserve ordinarie e straordinarie, formate ai sensi degli articoli 39 e 40 dello Statuto.

Tali articoli prevedono la possibilità di accantonare annualmente alle riserve importi fino al 40 per cento degli utili netti dell'esercizio; inoltre, stabiliscono che i frutti relativi all'investimento delle riserve siano destinati in aumento delle riserve stesse, con l'eccezione di seguito indicata. In particolare, l'articolo 39 dispone che ai partecipanti siano distribuiti dividendi per un importo fino al 10 per cento del capitale (ossia un massimo di € 15.600), mentre l'articolo 40 prevede che *"dai frutti annualmente percepiti sugli investimenti delle riserve, può essere, su proposta del Consiglio Superiore e con l'approvazione dell'assemblea ordinaria, prelevata e distribuita ai partecipanti, in aggiunta a quanto previsto dall'articolo 39, una somma non superiore al 4 per cento dell'importo delle riserve medesime quali risultano dal bilancio dell'anno precedente"*.

I partecipanti possono quindi ricevere una somma aggiuntiva, prelevata dai frutti degli investimenti delle riserve ma non superiore al 4 per cento di queste ultime. Questa somma aggiuntiva ha costituito la vera remunerazione dei partecipanti negli ultimi decenni. L'importo distribuito si è sempre collocato su valori di gran lunga inferiori al limite massimo del 4 per cento delle riserve (negli ultimi 14 anni si è commisurato allo 0,5 per cento); per il 2012 sono stati distribuiti a tale titolo circa € 70 milioni<sup>5</sup>.

<sup>3</sup> Nel 1948 sono stati apportati emendamenti significativi.

<sup>4</sup> Attualmente possono detenere quote di capitale della Banca d'Italia banche, fondi pensione, istituti assicurativi e fondazioni bancarie.

<sup>5</sup> Alcune di queste disposizioni furono introdotte nel 1948.



### 3. Come determinare il valore delle quote della Banca d'Italia

Secondo i principi generali della finanza, il valore di un'attività finanziaria è pari al valore attuale netto del flusso di reddito che essa genera. Il valore delle quote della Banca è stato determinato utilizzando un *Dividend Discount Model* (DDM) al fine di stimare il valore attuale netto del flusso dei dividendi futuri che saranno percepiti dai partecipanti in base all'attuale disciplina. Ciò ha richiesto un'attenta selezione dei parametri di base del modello: il *risk free interest rate*, il tasso di crescita dei dividendi della Banca, il coefficiente Beta delle quote della Banca, l'*equity premium*, il *liquidity discount* (tutti i calcoli sono descritti in dettaglio nell'Allegato 3)<sup>6</sup>.

Nel complesso, in base alle analisi svolte il valore complessivo delle quote si collocherebbe in un intervallo compreso tra € 5 e 7,5 miliardi.

Ovviamente, l'analisi effettuata presenta elementi di discrezionalità e comporta incertezza, che si riflettono sull'ampiezza dell'intervallo. Le verifiche di robustezza dei risultati indicano comunque che questi non cambierebbero in modo significativo modificando i parametri del modello.

Sono state condotte anche simulazioni basate sulla stima del dividendo potenziale massimo che avrebbe potuto essere trasferito ai partecipanti nel corso degli anni secondo l'attuale disciplina statutaria. Questo metodo presenta limiti, ma viene utilizzato al fine di effettuare un'ulteriore valutazione dei risultati a cui perviene il DDM; il valore che si ottiene applicando tale approccio si avvicina al margine superiore dell'intervallo individuato con il DDM (circa € 7 miliardi).

Per essere equa, la riforma non deve incidere sul valore delle quote dei partecipanti. Questo risultato dipende dal valore del capitale della Banca e dal tasso di dividendo (vale a dire, la percentuale di capitale distribuibile ogni anno ai partecipanti) adottato nel nuovo regime (ossia dopo la riforma). Le nostre analisi mostrano che nelle attuali condizioni di mercato, qualora il capitale della Banca venisse aumentato a € 6/7 miliardi e considerando un tasso di dividendo del 6 per cento (360 o 420 milioni in termini assoluti), il valore delle azioni dopo la riforma si collocherebbe all'interno dell'intervallo sopra indicato (€ 5-7,5 mld).

In altre parole, la riforma non modificherebbe i diritti economici dei partecipanti, garantendo loro un flusso futuro di dividendi il cui valore attuale netto è pari al valore corrente stimato delle azioni della Banca.

---

<sup>6</sup> Nel modello DDM utilizzato il tasso *risk free* è pari alla media del tasso decennale sul Bund tedesco degli ultimi tre mesi, il *liquidity discount* è pari al 20%, il tasso di crescita dei dividendi è inizialmente pari al 5% e successivamente al 3%, il premio per il rischio azionario è pari al 7% e il coefficiente beta è pari allo 0,4.

# PARTECIPANTI AL CAPITALE DELLA BANCA D'ITALIA

(15 luglio 2013)

| Partecipante                                                         | Quote          |                 | Voti       |                 |
|----------------------------------------------------------------------|----------------|-----------------|------------|-----------------|
|                                                                      | Numero         | in % sul totale | Numero     | in % sul totale |
| Intesa Sanpaolo S.p.A.                                               | 91.035         | 30,3%           | 50         | 9,3%            |
| UniCredit S.p.A.                                                     | 66.342         | 22,1%           | 50         | 9,3%            |
| Assicurazioni Generali S.p.A.                                        | 19.000         | 6,3%            | 42         | 7,9%            |
| Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A.                                 | 18.602         | 6,2%            | 41         | 7,7%            |
| INPS                                                                 | 15.000         | 5,0%            | 34         | 6,4%            |
| Banca Carige S.p.A. - Cassa di Risparmio di Genova e Imperia         | 11.869         | 4,0%            | 27         | 5,0%            |
| Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.                                    | 8.500          | 2,8%            | 21         | 3,9%            |
| Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.                               | 7.500          | 2,5%            | 19         | 3,6%            |
| Cassa di Risparmio di Biella e Vercelli S.p.A.                       | 6.300          | 2,1%            | 16         | 3,0%            |
| Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza S.p.A.                        | 6.094          | 2,0%            | 16         | 3,0%            |
| Cassa di Risparmio di Firenze S.p.A.                                 | 5.856          | 1,9%            | 15         | 2,8%            |
| Fonditalia - SAI S.p.A.                                              | 4.000          | 1,3%            | 12         | 2,2%            |
| Allianz Società per Azioni                                           | 4.000          | 1,3%            | 12         | 2,2%            |
| Banco Popolare S.c.                                                  | 3.668          | 1,2%            | 11         | 2,1%            |
| Cassa di Risparmio del Veneto S.p.A.                                 | 3.610          | 1,2%            | 11         | 2,1%            |
| Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.                                    | 2.800          | 0,9%            | 9          | 1,7%            |
| Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.                                 | 2.626          | 0,9%            | 9          | 1,7%            |
| Banca delle Marche S.p.A.                                            | 2.459          | 0,8%            | 8          | 1,5%            |
| INAIL                                                                | 2.000          | 0,7%            | 8          | 1,5%            |
| Milano Assicurazioni                                                 | 2.000          | 0,7%            | 8          | 1,5%            |
| Cassa di Risparmio del Friuli Venezia Giulia S.p.A. (CARIFVG S.p.A.) | 1.869          | 0,6%            | 7          | 1,3%            |
| Cassa di Risparmio di Pistoia e della Lucchesia S.p.A.               | 1.126          | 0,4%            | 6          | 1,1%            |
| Cassa di Risparmio dell'Umbria S.p.A.                                | 1.106          | 0,4%            | 6          | 1,1%            |
| Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.                                 | 949            | 0,3%            | 5          | 0,9%            |
| Banca di Legnano S.p.A.                                              | 873            | 0,3%            | 5          | 0,9%            |
| Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A.                                 | 769            | 0,3%            | 5          | 0,9%            |
| Banca Regionale Europea S.p.A.                                       | 759            | 0,3%            | 5          | 0,9%            |
| Cassa di Risparmio di Fossano S.p.A.                                 | 750            | 0,3%            | 5          | 0,9%            |
| Banca Popolare di Vicenza S.c.p.A.                                   | 687            | 0,2%            | 5          | 0,9%            |
| Cassa di Risparmio di Cesena S.p.A.                                  | 675            | 0,2%            | 5          | 0,9%            |
| Banca dell'Adriatico S.p.A.                                          | 653            | 0,2%            | 5          | 0,9%            |
| Cassa di Risparmio di S. Miniato S.p.A.                              | 652            | 0,2%            | 5          | 0,9%            |
| Cassa dei Risparmi di Forlì e della Romagna S.p.A.                   | 605            | 0,2%            | 5          | 0,9%            |
| Banca Carime S.p.A.                                                  | 500            | 0,2%            | 5          | 0,9%            |
| Società Reale Mutua Assicurazioni                                    | 500            | 0,2%            | 5          | 0,9%            |
| Veneto Banca S.c.p.A.                                                | 480            | 0,2%            | 4          | 0,7%            |
| Banca Popolare dell'Emilia Romagna S.c.                              | 430            | 0,1%            | 4          | 0,7%            |
| Banca CARIM - Cassa di Risparmio di Rimini S.p.A.                    | 393            | 0,1%            | 3          | 0,6%            |
| Cassa di Risparmio di Bolzano S.p.A.                                 | 377            | 0,1%            | 3          | 0,6%            |
| Cassa di Risparmio di Bra S.p.A.                                     | 329            | 0,1%            | 3          | 0,6%            |
| Cassa di Risparmio di Cento S.p.A.                                   | 311            | 0,1%            | 3          | 0,6%            |
| Cassa di Risparmio della Spezia S.p.A.                               | 266            | 0,1%            | 2          | 0,4%            |
| Cassa di Risparmio della Provincia di Viterbo S.p.A.                 | 251            | 0,1%            | 2          | 0,4%            |
| Cassa di Risparmio di Orvieto S.p.A.                                 | 237            | 0,1%            | 2          | 0,4%            |
| Banca Cassa di Risparmio di Savignano S.p.A.                         | 200            | 0,1%            | 2          | 0,4%            |
| Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A.                                | 194            | 0,1%            | 1          | 0,2%            |
| Cassa di Risparmio della Provincia di Chieti S.p.A.                  | 151            | 0,1%            | 1          | 0,2%            |
| Cassa di Risparmio di Fermo S.p.A.                                   | 130            | 0,0%            | 1          | 0,2%            |
| Cassa di Risparmio di Savona S.p.A.                                  | 123            | 0,0%            | 1          | 0,2%            |
| TERCAS - Cassa di Risparmio della Provincia di Teramo S.p.A.         | 115            | 0,0%            | 1          | 0,2%            |
| Cassa di Risparmio di Civitavecchia S.p.A.                           | 111            | 0,0%            | 1          | 0,2%            |
| Credito Valtellinese S.c.                                            | 101            | 0,0%            | 1          | 0,2%            |
| Cassa di Risparmio di Carrara S.p.A.                                 | 101            | 0,0%            | 1          | 0,2%            |
| CARILLO - Cassa di Risparmio di Loreto S.p.A.                        | 100            | 0,0%            | 1          | 0,2%            |
| Cassa di Risparmio della Repubblica di S. Marino S.p.A.              | 36             | 0,0%            | -          | -               |
| Banca CARIFE S.p.A.                                                  | 8              | 0,0%            | -          | -               |
| Banca Monte Parma S.p.A.                                             | 3              | 0,0%            | -          | -               |
| Cassa di Risparmio di Rieti S.p.A.                                   | 3              | 0,0%            | -          | -               |
| Cassa di Risparmio di Saluzzo S.p.A.                                 | 4              | 0,0%            | -          | -               |
| Banca del Monte di Lucca S.p.A.                                      | 2              | 0,0%            | -          | -               |
| <b>TOTALE</b>                                                        | <b>300.000</b> | <b>100%</b>     | <b>535</b> | <b>100%</b>     |

Fonte: Sito web della Banca d'Italia.

**NORME SULLA DISTRIBUZIONE DEGLI UTILI PRESSO ALCUNE  
BANCHE CENTRALI CON “AZIONISTI” PRIVATI**

| Central bank         | Ordinary method of profit distribution                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | Distribution of final net liquidation receipts in case of resolution of the bank                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| U.S. Federal Reserve | <p>The 20 Reserve Banks that make up the Federal Reserve System are subject to the following rules [<i>Federal Reserve Act, section 7, para. (a)</i>] :</p> <p>1.A. After all necessary expenses of a Federal Reserve Bank have been paid or provided for, the stockholders of the bank shall be entitled to receive an annual dividend of 6 percent on paid-in capital stock.</p> <p>1.B. The entitlement to dividends under subparagraph (A) shall be cumulative.</p> <p>2. That portion of net earnings of each Federal Reserve Bank which remains after dividend claims under subparagraph 1.A have been fully met shall be deposited in the surplus fund of the bank”.</p> <p>However, these surplus fund deposits have always been sharply curtailed by the Federal Reserve Board’s pay-out policy, which puts top priority on transferring earnings to the Treasury. In fact, the deposit in the surplus fund is only the amount required for the surplus fund to equal paid-in capital [<i>Press release 10.1.2011; Annual Report 2010</i>]:</p> | <p>[<i>Federal Reserve Act, section 7, para. “Use of earnings transferred to the Treasury</i>]</p> <p>[...] Should a Federal Reserve Bank be dissolved or go into liquidation, any surplus remaining, after the payment of all debts, dividend requirements as hereinbefore provided, and the par value of the stock, shall be paid to and become the property of the United States and shall be similarly applied.</p> |

|                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|---------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                     | <p>“Under the Board's policy, the residual earnings of each Federal Reserve Bank, after providing for the costs of operations, payment of dividends, and the amount necessary to equate surplus with capital paid-in, are distributed to the U.S. Treasury”.</p> <p>In accounting terms, the distribution to the Treasury is entered as “Interest on Federal Reserve notes due to U.S. Treasury”.</p> <p>For the 2000 financial year alone, the law provided for the extraordinary transfer to the Treasury of \$3.752 billion, drawn from the stock of “surplus funds” in being at the end of the year [<i>Federal Reserve Act, section 7, para. (b)</i>]</p>                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Swiss National Bank | <p>[<i>Federal Act on the BNS, 3 October 2003</i>]</p> <p>Art. 30 Determination of profits</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. The National Bank shall set up provisions permitting it to maintain the currency reserves at a level necessary for monetary policy. In so doing, it shall take into account the development of the Swiss economy.</li> <li>2. The remaining earnings are deemed to be distributable profit.</li> </ol> <p>Art. 31 Distribution of profits</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. A dividend not exceeding six percent of the share capital shall be paid from the net profit.</li> <li>2. One-third of any net profit remaining after the distribution of a dividend shall accrue to the Confederation and two-thirds to the cantons.</li> </ol> | <p>[<i>Federal Act on the BNS, 3 October 2003</i>]</p> <p>Art. 32 – [...] the shareholders shall receive in cash the nominal value of their shares as well as reasonable interest for the period of time since the decision to liquidate the National Bank became effective. The shareholders shall not have any additional rights to the assets of the National Bank.</p> |

|                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|----------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>Bank of Japan</p> | <p><i>[Bank of Japan Act, 1997, Art. 53]</i></p> <p>(1) The Bank of Japan shall reserve, as a reserve fund, five-hundredths of the surplus resulting from the settlement of profits and losses for each business year.</p> <p>(2) Irrespective of the provisions of the preceding paragraph, the Bank of Japan may, when it finds it especially necessary, reserve the money which exceeds the amount prescribed in the preceding paragraph as a reserve fund, upon authorization from the Minister of Finance.</p> <p>(3) The reserve fund reserved as prescribed in the preceding two paragraphs shall not be disposed of, except to cover losses incurred by the Bank of Japan or to be appropriated for dividends as prescribed in the following paragraph.</p> <p>(4) The Bank of Japan may, upon authorization from the Minister of Finance, pay dividends to contributories out of the surplus resulting from the settlement of profits and losses for each business year; provided, however, that the rate of dividend payments against paid-up capital may not exceed five-hundredths per annum.</p> | <p><i>[Bank of Japan Act, 1997, art. 60]</i></p> <p>In the case where the Bank of Japan has been dissolved, when the residual assets of the Bank exceed the amount of paid-up capital, the residual assets equivalent to the excess amount shall belong to the national treasury.</p> |
|                      | <p>(5) After deducting the amount reserved as prescribed in paragraphs 1 and 2 and the dividend payments prescribed in the preceding paragraph from the surplus resulting from the settlement of profits and losses for each business year, the Bank of Japan shall pay the remaining surplus to the national treasury within two months after each relevant business year ends.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                       |

|                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                      |
|---------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| <p>National Bank of Belgium</p> | <p><i>[Organic Law on Banque Nationale de Belgique, 1998]</i></p> <p>Art. 32 - The annual profits shall be distributed as follows:</p> <p>1° a first dividend of 6% of the capital shall be allocated to the shareholders;</p> <p>2° from the excess, an amount proposed by the Board of Directors and established by the Council of Regency shall be independently allocated to the reserve fund or to the available reserves;</p> <p>3° from the second excess, a second dividend, established by the Council of Regency, forming a minimum of 50% of the net proceeds from the assets forming the counterpart to the reserve fund and available reserves shall be allocated to the shareholders;</p> <p>Further, under Article 50 of the BNB Statutes:</p> <p>[ ... ] If the profit for distribution among the shareholders is less than 6% per annum, it shall be supplemented by drawing on the reserve fund. This drawing shall be refunded to the reserve if, the next year, this refund can be made without reducing the profit for distribution to below 6%.</p> | <p>Not specified</p> |
|---------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|



|                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>Central Bank<br/>of the<br/>Republic of<br/>Turkey</p> | <p><i>[Law on the Central Bank, 1960]</i></p> <p>Art. 60 - The annual net profit of the bank will be allocated in the following order:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) 20% to the reserve fund;</li> <li>b) 6% of the nominal value of its share capital to the shareholders as the first dividend;</li> <li>c) a maximum of 5% of the remaining amount to the Bank personnel in an amount not to exceed the sum of two months of their salaries, and 10% to the extraordinary reserve fund, after deducting the above-stated percentages;</li> <li>d) a second dividend to the shareholders in the ratio of a maximum of 6% of the nominal value of its share capital by a decision of the General Assembly.</li> </ul> <p>The balance shall be transferred to the Treasury after this allocation.</p>                                                                           | <p><i>[Law on the Central Bank, 1960]</i></p> <p>Art. 62 - In the event of liquidation of the Bank, the principles applicable to liquidation shall be determined in a law. The values of the shares shall be paid out with first priority from the net assets to be obtained as a result of liquidation. Following the payment of the shares at par, 80 percent of the remaining amount shall be transferred to the Government and 20 percent shall be distributed to the shareholders.</p>                                    |
| <p>Bank of<br/>Greece</p>                                 | <p><i>[Statute, Art. 71]</i></p> <p>After making provision for bad and doubtful debts, depreciation in assets, contributions to Personnel and Pension Funds, and such other contingencies as are usually provided for by bankers, and after repayment, out of the net profits of the Bank, of a dividend at the rate of 12 per cent per annum on the capital, one-half of the surplus shall be allocated to the regular reserve fund, until such reserve fund is equal to the capital, and the remaining one-half shall be paid to the Government.</p> <p>After the reserve fund has become equal to the capital, a percentage out of the net profits may be paid to the shareholders, as additional dividend [...] after proposal made without fail by the General Council, such decision to be valid only for each respective year, and the balance thereof to be paid to the Government.</p> | <p><i>[Statute, Art. 74]</i></p> <p>In case of withdrawal of the note-issuing privilege, the Bank shall be dissolved, its assets and liabilities to be valued by three experts [...].</p> <p>After having ascertained, as described above, the value of the assets and liabilities of the Bank, the nominal value of the shares shall be, in the first place, paid out to the shareholders, and any net excess in value shall be divided in the proportion of one-half to the Government and one half to the shareholders.</p> |

|                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|-----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>South African Reserve Bank</p> | <p><i>[South African Reserve Bank Act, 1989, Art. 24]</i></p> <p>Of the surplus (if any) remaining at the end of a financial year of the Bank after provision has been made for:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(a) bad and doubtful debts;</li> <li>(b) depreciation in assets;</li> <li>(c) gratuities or other pension benefits for its officers and employees;</li> <li>(d) all such items as are usually provided for by bankers; and</li> <li>(e) the payment to the shareholders, out of net profits, of a dividend at the rate of ten per cent per annum on the paid-up share capital of the Bank,</li> </ul> <p>one tenth shall be allocated to the reserve fund of the Bank and nine-tenths shall be paid to the Government.</p> | <p><i>[South African Reserve Bank Act, 1989, Art. 38]</i></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. The Bank shall not be placed in liquidation except by an Act of Parliament.</li> <li>2. In the event of liquidation, the reserve fund and surplus assets (if any) of the Bank shall, subject to the provisions of subsection (3), be divided between the Government and shareholders in the proportion of sixty per cent and forty per cent, respectively.</li> <li>3. If the amount payable to a shareholder in terms of subsection (2) exceeds the average market price of his holdings of shares in the Bank over the period of twelve months preceding a day three months prior to the date upon which a Bill providing for such liquidation is introduced in Parliament, so much of that amount as exceeds the said average shall be paid to the Government. [...]</li> </ol> |
|-----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|



## UNA VALUTAZIONE DEL VALORE DELLE QUOTE DI CAPITALE DELLA BANCA D'ITALIA

### 1. Il metodo basato sul *Dividend Discount Model*

Secondo i principi generali della finanza, il valore di un'attività finanziaria è pari al valore attuale netto del flusso di reddito che essa genera<sup>1</sup>.

Il valore delle quote della Banca è stato pertanto determinato utilizzando un *Dividend Discount Model* (DDM) al fine di stimare il valore attuale netto del flusso dei dividendi futuri che sarebbero percepiti dai partecipanti al capitale in base all'attuale disciplina. Partendo da una remunerazione complessiva dei partecipanti pari a € 74 milioni prevista per il 2013, è stata necessaria un'attenta selezione dei parametri del modello, quali il tasso di interesse *risk-free*, il tasso di crescita dei dividendi della Banca, il coefficiente Beta delle quote della Banca, l'*equity premium*, il *liquidity discount*.

La tavola A1 mostra due diverse stime ottenute sulla base delle disposizioni statutarie e sulle prassi seguite in materia di distribuzione dei dividendi, calcolate attraverso un modello a due stadi. Il tasso di crescita atteso dei dividendi nel primo stadio, con durata pari a 20 o a 30 anni, è fissato al 5 per cento (che rappresenta il tasso di crescita medio registrato negli ultimi 10 anni). Nel secondo stadio si è ipotizzata una crescita dei dividendi pari al tasso di crescita del PIL nominale, stimato al 3 per cento.

Il coefficiente Beta è stato fissato a 0,4, considerando che i dividendi della Banca presentano una rischiosità inferiore a quelli delle società private in quanto scarsamente correlati con il portafoglio di mercato. Un Beta di 0,5 fu applicato dalla BRI quando furono riacquistate le azioni detenute dai privati; il coefficiente Beta delle azioni della Banca nazionale svizzera è stato invece stimato all'incirca a 0,3<sup>2</sup>. Il premio per il rischio è stato fissato al 7 per cento, pari all'incirca all'extra-rendimento annuo rispetto a un tasso *risk-free* attualmente richiesto dagli investitori nei mercati azionari dell'area dell'euro. Dall'applicazione di questo premio e di un coefficiente Beta dello 0,4 risulta un premio totale del 2,8 per cento che, sommato al rendimento sui Bund decennali, comporta un tasso di attualizzazione dei dividendi pari al 4,6 per cento.

Il valore delle quote ottenuto in base a queste ipotesi si attesta tra € 6,4 e 7,4 miliardi; applicando un *liquidity discount* del 20 per cento esso si colloca tra € 5,1 e 5,9 miliardi<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Sono stati effettuati anche calcoli per rivalutare il capitale reso disponibile dai partecipanti nel 1936, utilizzando adeguati indici di capitalizzazione. I risultati sono di gran lunga inferiori a quelli riportati in questa nota. Una tale metodologia non risulta tuttavia applicabile nella circostanza, in quanto non tiene conto del diritto dei partecipanti alla remunerazione aggiuntiva, introdotta nello statuto della Banca sin dal 1948 (pari ai frutti degli investimenti delle riserve fino a un massimo del 4% di queste ultime; cfr. supra par. 2).

<sup>2</sup> Fonte: Bloomberg.

<sup>3</sup> Il *liquidity discount* applicato tiene conto del numero limitato di potenziali acquirenti delle quote di capitale, nonché della necessità di una preventiva approvazione per il trasferimento delle quote stesse.



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

|                                                  |                                                                                        | Fase 1 |        |
|--------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|--------|--------|
| Anni                                             | $T$                                                                                    | 20     | 30     |
| Tasso di crescita del dividendo                  | $g1$                                                                                   | 5.00%  | 5.00%  |
| Dividendo a t1 (mln di €)                        | $D$                                                                                    | 74.3   | 74.3   |
| Rendimento del Bund decennale                    | $BUND_{10y}$                                                                           | 1.80%  | 1.80%  |
| Premio per il rischio azionario                  | $ERP$                                                                                  | 7.00%  | 7.00%  |
| Beta                                             | $\beta$                                                                                | 0.40   | 0.40   |
| Tasso di sconto                                  | $r = \beta * ERP + BUND_{10y}$                                                         | 4.60%  | 4.60%  |
| Fattore di sconto                                | $r - g1$                                                                               | -0.40% | -0.40% |
| Valore, Fase 1 (mln di €)                        | $W_1 = \frac{D}{r - g1} - \frac{D \cdot (1 + g1)^T}{r - g1} \cdot \frac{1}{(1 + r)^T}$ | 1,474  | 2,255  |
|                                                  |                                                                                        | Fase 2 |        |
| Dividendo T+1                                    | $D_{T+1}$                                                                              | 193,5  | 315,2  |
| Tasso di crescita perpetua del dividendo         | $g2$                                                                                   | 3.00%  | 3.00%  |
| Fattore di sconto                                | $r - g2$                                                                               | 1.60%  | 1.60%  |
| Valore finale (Terminal Value)                   | $W_{2T} = \frac{D_{T+1}}{r - g2}$                                                      | 12,093 | 19,698 |
| Valore, Fase 2 (mln di €)                        | $W_2 = \frac{W_{2T}}{(1 + r)^T}$                                                       | 4,919  | 5,111  |
| Valore quote (fase 1+ fase 2) (mln di €)         | $W = W_1 + W_2$                                                                        | 6,393  | 7,365  |
| Valore quote (dopo lo sconto del 20%) (mln di €) | $0.8 \cdot W$                                                                          | 5,115  | 5,892  |

Sono stati eseguiti numerosi controlli per verificare la robustezza di questi risultati a fronte di ipotesi alternative circa i valori dei parametri. In primo luogo, sono stati cambiati il tasso *risk-free* e l'*equity risk premium* alzando il primo di 50 punti base e abbassando il secondo di 100 punti base; così facendo, il valore delle quote si ridurrebbe a un importo compreso tra € 4,8 e 5,5 miliardi. Un secondo controllo è stato operato modificando il coefficiente Beta: un Beta pari a 0,35 genererebbe un valore compreso tra € 6,6 e 7,7 miliardi. Infine, utilizzando un *liquidity discount* del 10 per cento, il valore salirebbe a € 5,8-6,6 miliardi.

Nel complesso, in base alle nostre analisi il valore delle quote di capitale della Banca d'Italia si collocherebbe all'interno di un intervallo compreso tra € 5 e 7,5 miliardi. L'ampiezza dell'intervallo è dovuta all'incertezza delle stime e alla loro sensibilità a variazioni dei parametri del modello.

## 2. Ulteriori analisi

Un ulteriore vaglio della robustezza dei risultati è stato effettuato calcolando la quota massima delle riserve che avrebbe potuto essere trasferita ai partecipanti nel corso degli anni, derivante dall'accumulo del reddito generato dal loro investimento (entro un limite massimo del 4



per cento stabilito dallo Statuto per l'eventuale distribuzione). Questo metodo può essere considerato come un sostituto dell'approccio patrimoniale, utilizzato spesso in chiave di validazione dei risultati ottenuti con il DDM.

La stima è stata eseguita calcolando il reddito riveniente dall'investimento delle riserve che avrebbe potuto essere distribuito ai partecipanti e che, viceversa, è stato trattenuto dalla Banca e accantonato a riserva, in linea con le decisioni assunte dall'assemblea dei partecipanti. Il valore (nel 2012) di tali ammontari è stato stimato usando diversi deflatori. I risultati di due di essi sono illustrati nella tavola A2.

Tavola A2

**Valore attuale degli utili non distribuiti**  
*(miliardi di euro)*

| Deflatore                      | Valore |
|--------------------------------|--------|
| Indice di rendimento azionario | 7.1    |
| Indice dei Prezzi al Consumo   | 7.0    |

**3. Il valore delle quote dopo la riforma**

Per essere equa, la riforma non deve incidere sul valore delle quote dei partecipanti. Questo risultato dipende dal valore del capitale della Banca e dal tasso di dividendo (vale a dire, la percentuale di capitale distribuibile ogni anno ai partecipanti) adottato nel nuovo regime (ossia dopo la riforma).

Le analisi mostrano che nelle attuali condizioni di mercato, qualora il capitale della Banca fosse aumentato a € 6-7 miliardi e il tasso di dividendo fosse stabilito al 6 per cento, il valore delle quote dopo la riforma si collocherebbe all'interno dell'intervallo di € 5-7,5 miliardi sopra indicato. In altri termini, la riforma risarcirebbe appieno i partecipanti, garantendo loro un flusso futuro di dividendi il cui valore attuale netto è pari al valore corrente stimato delle quote della Banca.

La stima è contenuta nella tavola A3. Con un dividendo annuale di € 360 milioni, si determinerebbe un valore del capitale (dopo il *liquidity discount*) di € 6,3 miliardi; il valore si attesterebbe a € 7,3 miliardi con un dividendo di € 420 milioni all'anno.



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

| Rendimento sul Bund decennale (30/07/13)               | BUND <sub>10y</sub>                              | 1.80%        | 1.80%        |
|--------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|--------------|--------------|
| Premio per il rischio azionario                        | ERP                                              | 7.00%        | 7.00%        |
| <b>Dividendo (milioni di euro)</b>                     | D                                                | <b>360</b>   | <b>420</b>   |
| Tasso di crescita del dividendo                        | g                                                | 0.00%        | 0.00%        |
| Coefficiente Beta                                      | $\beta$                                          | 0.40         | 0.40         |
| Differenziale sul Bund decennale                       | $\beta \cdot \text{ERP}$                         | 2.80%        | 2.80%        |
| Tasso di sconto                                        | $r = \beta \cdot \text{ERP} + \text{BUND}_{10y}$ | 4.60%        | 4.60%        |
| Fattore di sconto                                      | $r - g$                                          | 4.60%        | 4.60%        |
| Sconto di liquidità                                    | Z                                                | 20%          | 20%          |
| <b>Valore di mercato delle quote (milioni di euro)</b> | $D \cdot (1 - z) / (r - g)$                      | <b>6,261</b> | <b>7,304</b> |
| <b>Dividendo</b>                                       | D/W                                              | <b>5.75%</b> | <b>5.75%</b> |

